

**T.C.  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANA BİLİM DALI  
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**BİR FİNANSAL ENSTRÜMAN OLARAK  
SUKUK (KİRA SERTİFİKASI)**

**SEDAT YETKİN  
2501130352**

**TEZ DANIŞMANI  
PROF.DR. AHMET İNCEKARA**

**İSTANBUL – 2017**



## Y Ü K S E K L İ S A N S

### TEZ ONAYI

#### ÖĞRENCİNİN

Adı ve Soyadı : SEDAT YETKİN

Numarası : 2501130357

Anabilim/Bilim Dalı : İKTİSAT POLİTİKASI

Danışman : PROF. DR. AHMET İNCEKARA

Tez Savunma Tarihi : 12.06.2017

Tez Savunma Saati : 11:00

Tez Başlığı : BİR FİNANSAL ENSTRÜMAN OLARAK SUKUK (KİRA SERTİFİKASI)

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜ'NE OYBİRLİĞİ / ~~OYÇOKLUĞU~~YLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. AHMET İNCEKARA		Kabul
2- PROF. DR. CEM SAATÇIOĞLU		KABUL
3- PROF. DR. ÜNAL ÇAĞLAR		Kabul

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. ERİŞAH ARICAN		
2- DOÇ. DR. HALİL TUNALI		

## ÖZ

### BİR FİNANSAL ENSTRÜMAN OLARAK SUKUK (KİRA SERTİFİKASI)

#### SEDAT YETKİN

Küresel düzeyde özellikle Avrupa ve ABD dahil olmak üzere bir çok ülkede finansal bir enstrüman olarak kullanılan sukuk, ülkemiz finansal sisteminde “Kira Sertifikası” olarak tanımlanmış ve sermaye piyasalarında yapılan düzenlemeler ile 2010 yılından itibaren kamu ve özel sektör tarafından kullanılmaya başlanmıştır. Bu çalışmamızda öncelikle finansal sistemin temel yapısı, unsurları ve işleyişi tanıtarak küresel finans sistemi içindeki payını gittikçe artıran İslamî finans sisteminin, mevcut sistem içindeki yeri belirlenmeye çalışılmıştır. Ayrıca İslam hukuk ilkelerinin belirleyici olduğu bu alanda temel bilgi ve görüşlere yer verilerek ayırıcı unsurlar ön plana çıkartılmıştır. Sonrasında finansal bir enstrüman olarak sukuk/kira sertifikasının, menkul kıymetleştirme ve varlığa dayalı menkul kıymet işlemleri bağlamında kavramsal çerçevesi açıklanmaya çalışılmış, benzer ürünler olan tahvil ve bonoyla arasındaki temel farklar incelenmiş ve son olarak dünyada ve ülkemizde yapılan düzenleme ve uygulamalar hakkında ayrıntılı bilgi verilmiştir. Elde edilen bilgiler ışığında ülkemizde ve dünyada sukuk/kira sertifikası işlemlerinde belirli bir standartlaşmanın sağlandığı ve sermaye piyasalarında sukuk/kira sertifikası işlemlerinin payının gün geçtikçe arttığı görülmektedir.

Anahtar kelimeler: Sukuk, Kira Sertifikası, Menkul Kıymetleştirme

## **ABSTRACT**

### **SUKUK (LEASE CERTIFICATE) AS A FINANCIAL INSTRUMENT**

**SEDAT YETKİN**

Sukuk that is used as a financial instrument in many countries –including Europe and USA- through out the world, is defined as “Lease Certificate” in Turkish financial system. It has been used in both public and private sectors since 2010 when the related regulations about capital markets were completed. In this paper, first of all, the main structure of financial system, its elements and operation are introduced and the position of Islamic financial system - which is growing its share- in the global financial system is determined. In addition, the basic information and perspectives regarding the principles of Islamic law in the field are explained and the distinctive points are emphasized. After that, the conceptual framework of sukuk/lease certificate as a financial instrument in the context of securitisation & asset-backed securitisation is presented and the fundamental differences of sukuk/ lease certificate from bonds are investigated. Finally, the regulations and applications of sukuk in the world and in our country are stated. Due to the information gained, it is observed that a certain level of standardization has been achieved regarding the sukuk/lease certificate operations and consequently the share of sukuk/lease certificate operations in capital markets has increased in the progress of time in both Turkey and the world.

**Key words:** Sukuk, lease certificate, securitization

## ÖNSÖZ

Küresel finans sistemine faizsiz bankacılık işlemleri ile entegre olan islami finans sistemi, sermaye piyasalarında sukuk/kira sertifikası, sigortacılık alanında ise tekafül sistemi ile gelişim göstermektedir. Küresel finans sistemiyle bir çok ortak yönü bulunan islami finans sisteminin ayırıcı unsurları islam hukuk ilkelerine göre belirlenmektedir. Değişik çeşitlerde ortaklık modellerine dayalı olarak üretilen finansal araç ve kurumlar, mevcut finans sistemindeki bir çok ürünün dönüştürülmüş bir çeşidi olarak düşünülebilir. Bu kapsamda çalışmamızın konusu olan finansal bir enstrüman olarak sukuk, menkul kıymetleştirme işlemleri içerisinde ortaklık veya sahipliğe dayalı bir finansal araç olarak yer bulmuştur. Bu haliyle borca dayalı olan tahvil ve bonodan farklı bir özellik taşımaktadır.

Küresel düzeyde özellikle Avrupa ve ABD dahil olmak üzere bir çok ülkede finansal bir enstrüman olarak kullanılan sukuk ülkemiz finansal sisteminde kira sertifikası olarak tanımlanmış ve sermaye piyasalarında yapılan düzenlemeler ile kamu ve özel sektör tarafından kullanılmaya başlanmıştır.

İslami finans alanında menkul kıymetleştirme işlemlerinin kamu ve özel sektörde yer bulduğu son dönemde, çalışmamızın amacı konu hakkında teorik çerçevenin belirlenmesi ve uygulamaların dünyada ve ülkemiz özelinde ele alınıp gelişim alanlarının tespit edilmesidir.

Tezin hazırlanma aşamasında beni her anlamda destekleyen ve farklı bakış açılarından değerlendirme yapmamı sağlayan değerli hocalarım Prof. Dr. Ahmet İncekara, Prof. Dr. Ünal Çağlar, ve Prof. Dr. Cem Saatçioğlu'na teşekkür ederim. Çalışma boyunca her zaman ilgi ve desteğini hissettiren anneme, kıymetli eşim Dr. Hacer Yetkin'e ve neşe kaynağım olan minik kızım Ayşe Bilge'ye en içten duygularıyla teşekkür ederim.

Sedat YETKİN

İstanbul - 2017

## İÇİNDEKİLER

<b>ÖZ</b> .....	<b>iii</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>iv</b>
<b>ÖNSÖZ</b> .....	<b>v</b>
<b>TABLolar LİSTESİ</b> .....	<b>x</b>
<b>ŞEKİLLER LİSTESİ</b> .....	<b>xi</b>
<b>GRAFİKLER LİSTESİ</b> .....	<b>xii</b>
<b>KISALTMALAR LİSTESİ</b> .....	<b>xiii</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>
<b>BİRİNCİ BÖLÜM : FİNANSAL SİSTEMİN GENEL ÇERÇEVESİ</b> .....	<b>2</b>
1.1. FİNANSAL SİSTEMİN TANIMI, YAPISI VE İŞLEVLERİ .....	2
1.1.1. FİNANSAL SİSTEMİN TANIMI VE YAPISI .....	2
1.1.2. FİNANSAL SİSTEMİN İŞLEYİŞİ VE FONKSİYONLARI .....	4
1.2. FİNANSAL SİSTEME AİT TEMEL KAVRAMLAR .....	6
1.2.1. FİNANSAL GELİŞME VE DERİNLEŞME .....	6
1.2.2. FİNANSAL BASKI .....	7
1.2.3. FİNANSAL SERBESTLEŞME .....	9
1.2.4. FİNANSAL KÜRESELLEŞME .....	10
1.3. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILAR .....	12
1.3.1. FİNANSAL PİYASALARIN YAPISI VE İŞLEVLERİ .....	12
1.3.1.1. Birincil – İkincil Piyasalar .....	14
1.3.1.1.1. Birincil Piyasa : .....	14
1.3.1.1.2. İkincil Piyasalar: .....	15
1.3.1.2. Örgütlenmiş ve Örgütlenmemiş Piyasalar : .....	16
1.3.1.2.1. Örgütlenmiş (Organize) Piyasalar : .....	16
1.3.1.2.2. Örgütlenmemiş (Organize Olmayan) Piyasalar : .....	19
1.3.1.3. Para ve Sermaye Piyasaları.....	21
1.3.1.3.1. Para Piyasaları .....	21
1.3.1.3.2. Sermaye Piyasaları : .....	21
1.3.2. FİNANSAL ARACILARIN YAPISI VE İŞLEVLERİ .....	22
1.3.3. FİNANSAL PİYASALARIN REGÜLASYONU (DÜZENLENMESİ) .....	25
1.4. FİNANSAL ARAÇLAR .....	29

1.4.1. PARA PİYASASI ARAÇLARI.....	29
1.4.2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI.....	31
<b>İKİNCİ BÖLÜM: İSLÂMÎ FİNANSAL SİSTEMİN GENEL ÇERÇEVESİ.....</b>	<b>34</b>
2.1. İSLAMİ FİNANSAL SİSTEMİN GENEL YAPISI.....	34
2.2. İSLÂMÎ FİNANSAL SİSTEMDE TEMEL YASAKLAR.....	39
2.2.1. FAİZ YASAĞI.....	39
2.2.1.1. Faizin Tanımı.....	39
2.2.1.2. Tarihsel Süreç İçinde Faiz.....	44
2.2.1.2.1. İlk Çağda Faiz.....	44
2.2.1.2.2. Ortaçağda Faiz.....	46
2.2.1.2.3. Yeniçağda Faiz.....	47
2.2.1.2.4. Yahudilikte Faiz.....	48
2.2.1.2.5. Hristiyanlıkta Faiz.....	49
2.2.1.3. İslâm Dininde Faiz Çeşitleri ve Faiz Yasağı.....	51
2.2.1.4. Modern Ekonomilerde Faiz Olgusu.....	57
2.2.2. GARAR YASAĞI.....	59
2.2.3. KUMAR YASAĞI.....	61
2.3. İSLÂMÎ FİNANSAL SİSTEMİN UYGULAMA ALANLARI.....	62
2.3.1. BANKACILIK İŞLEMLERİ.....	62
2.3.1.1. Banka Kavramı.....	62
2.3.1.2. Katılım Bankacılığı / Faizsiz Bankacılık.....	64
2.3.1.2.1. Dünyada Faizsiz Bankacılık.....	66
2.3.1.2.2. Türkiye’de Katılım Bankacılığı / Faizsiz Bankacılık.....	68
2.3.1.2.3. Katılım Bankacılığı İşlemleri.....	72
2.3.2. SİGORTA (TEKAFÜL) İŞLEMLERİ.....	83
2.3.2.1. Sigorta Kavramı.....	83
2.3.2.2. İslâm Hukukçularının Sigorta İle İlgili Görüşleri.....	85
2.3.2.3. Tekafül ( İslâmi Sigorta) Sisteminin İşleyişi.....	86
2.3.3. SERMAYE PİYASASI İŞLEMLERİ.....	87
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: FİNANSAL SİSTEMDE SUKUK (KİRA SERTİFİKASI):GELİŞİMİ, YAPISI, DÜNYA VE TÜRKİYE UYGULAMALARI.....</b>	<b>93</b>
3.1. MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER.....	94
3.1.1. TANIMI.....	94
3.1.2. TARİHSEL GELİŞİMİ.....	97
3.1.3. MENKUL KIYMETLEŞTİRME İŞLEMİ SÜRECİ.....	105
3.1.3.1. Menkul Kıymetleştirme İşleminde Taraflar.....	105

3.2.3.2. Menkul Kıymetleştirme İşlem Adımları.....	108
3.1.3.3. Menkul Kıymetleştirme Türleri.....	109
3.1.3.4. Menkul Kıymetleştirme Yararları ve Sakıncaları.....	110
3.1.3.5. Menkul Kıymetleştirmenin İslam Hukuku Boyutu .....	113
3.2. TAHVİL VE BONO .....	116
3.2.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE.....	116
3.2.1.1. Tanım ve Özellikler.....	116
3.2.1.2. Tahvil İhraçları .....	119
3.2.2. TAHVİL VE BONO ÇEŞİTLERİ.....	120
3.2.3. TAHVİLLERE İLİŞKİN DİĞER ESASLAR.....	122
3.3. SUKUK (KİRA SERTİFİKALARI).....	124
3.3.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE.....	124
3.3.1.1. Tanım ve Özellikleri.....	124
3.3.1.2. Sukuk, Tahvil ve Bono, Hisse Senedi Karşılaştırılması.....	127
3.3.1.3. Sukuk İşleyiş Mekanizması.....	128
3.3.1.4. Tarihsel Gelişim .....	130
3.3.2. SUKUK ÇEŞİTLERİ .....	132
3.3.2.1. Murabaha Sukuk.....	135
3.3.2.2. Mudaraba Sukuk.....	137
3.3.2.3. Muşareke Sukuk .....	139
3.3.2.4. Selem Sukuk .....	141
3.3.2.5. İstisna Sukuk .....	144
3.3.2.6. İcare Sukuk.....	146
3.3.2.7. Melez (Hibrid) Sukuk.....	150
3.3.2.8. Wakala (Vekalet) Sukuk.....	150
3.3.3. İSLAM HUKUKU AÇISINDAN SUKUK.....	151
3.3.4. KÜRESEL SUKUK PAZARI GENEL GÖRÜNÜMÜ .....	157
3.3.5. TÜRKİYE’DE SUKUK ( KİRA SERTİFİKALARI).....	164
3.3.5.1. Kavramsal Çerçeve.....	164
3.3.5.1.1. Tanım ve Özellikler.....	165
3.3.5.1.2. Varlık Kiralama Şirketi .....	168
3.3.5.2. Kira Sertifikası Çeşitleri .....	170
3.3.5.2.1. Sahipliğe Dayalı Kira Sertifikaları .....	170
3.3.5.2.2. Yönetim Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikaları .....	171
3.3.5.2.3. Alım Satıma Dayalı Kira Sertifikaları .....	171
3.3.5.2.4. Ortaklığa Dayalı Kira Sertifikaları .....	172



3.3.5.2.5. Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikaları.....	172
3.3.5.3. Kira Sertifikalarının Vergisel Boyutu.....	172
3.3.5.4. Kira Sertifikalarının Muhasebeleştirilmesi.....	173
3.3.5.5 Kira Sertifikası İhraçları .....	175
3.3.5.5.1. Katılım Bankaları Kira Sertifikası İhraçları .....	175
3.3.5.5.2. TCMB Kira Sertifikası İşlemleri .....	185
3.3.5.5.3. Hazine Müsteşarlığı Kira Sertifikası İhraçları.....	189
3.3.5.5.4. Borsa İstanbul Kira Sertifikası İşlemleri .....	195
<b>SONUÇ .....</b>	<b>200</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>204</b>



## TABLULAR LİSTESİ

<b>Tablo 1.1.</b> Finansal Sistemin Genel Taslağı	6
<b>Tablo 2.1.</b> Türk Bankacılık Sektörünün Büyüklüğü (Aralık 2016)	71
<b>Tablo 3.1.</b> İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Milyar TL)	101
<b>Tablo 3.2.</b> Sermaye Piyasası Aracı İhracı Yoluyla Sağlanan Kaynak	104
<b>Tablo 3.3.</b> Menkul Kıymet Stokları (Nominal Değer Üzerinden, 2004-2012)	111
<b>Tablo 3.4.</b> Merkezi Kaydi Sistemde İzlenen Menkul Kıymet Bilgileri (2013-2015)	112
<b>Tablo 3.5.</b> Menkul Kıymet Stok Bilgileri (2013-2015)	112
<b>Tablo 3.6.</b> Kira Sertifikası, Tahvi ve Hisse Senedi Karşılaştırılması	127
<b>Tablo 3.7.</b> Toplam Küresel Sukuk İhraçları (2001 – 2015) – (USD Millions)	157
<b>Tablo 3.8.</b> Uluslararası Sukuk İhraçlarının Bölgesel Dağılımı (2001-2015)	161
<b>Tablo 3.9.</b> İç Piyasa Sukuk İhraçlarının Bölgesel Dağılımı (2001-2015)	162
<b>Tablo 3.10.</b> Kuveyttürk Katılım Bankası Kira Sertifikası İhraçları	178
<b>Tablo 3.11.</b> Albaraka Türk Katılım Bankası Kira Sertifikası İhraçları	180
<b>Tablo 3.12.</b> Türkiye Finans Katılım Bankası Kira Sertifikası İhraçları	182
<b>Tablo 3.13.</b> Asya Katılım Bankası Kira Sertifikası İhraçları	184
<b>Tablo 3.14.</b> Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri / Kira Sertifikası	193
<b>Tablo 3.15.</b> Yurtdışı Kira Sertifikası İşlemleri	194
<b>Tablo 3.16.</b> 2012 ve 2013 Yıl Sonları İtibarıyla Pay Piyasası ve Borçlanma Araçları Piyasası'nda İşlem Gören Yatırım Araçları	196
<b>Tablo 3.17.</b> Kira Sertifikaları İşlem Gören Varlık Kiralama Şirketleri (31.12.2013)	197
<b>Tablo 3.18.</b> Kira Sertifikaları İşlem Gören Varlık Kiralama Şirketleri (31.12.2014)	198

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 3.1. Sermaye Piyasası Araçları	96
Şekil 3.2. Menkul Kıymetleştirme Yapısı	107
Şekil 3.3. Murabaha Sukuk Yapısı	135
Şekil 3.4. Mudarebe Sukuk Yapısı	137
Şekil 3.5. Muşarake Sukuk Yapısı	140
Şekil 3.6. Selem Sukuk Yapısı	142
Şekil 3.7. İstisna Sukuk Yapısı	145
Şekil 3.8. İcare Sukuk Yapısı	148
Şekil 3.9. Kira Sertifikası İhracı	191

## GRAFİKLER LİSTESİ

<b>Grafik 2.2.</b> Toplanan Fonların Kullandırılma Oranı	82
<b>Grafik 3.1.</b> Küresel Sukuk İhraçlarının Bölgesel Dağılımı ( 2001 – 2015, USD Millions)	158
<b>Grafik 3.2.</b> Küresel Sukuk İhraçlarının Ülke Bazında Dağılımı (2001-2015)	159
<b>Grafik 3.3.</b> Küresel Sukuk İhraçlarının Para Birimlerine Göre Dağılımı (2001-2015, USD Millions)	160
<b>Grafik 3.4.</b> Küresel Sukuk İhraçlarının Sektör Olarak Dağılımı (2001-2015)	160
<b>Grafik 3.5.</b> Uluslararası Özel Sektör Sukuk İhraçları (2001-2015, USD millions)	163
<b>Grafik 3.6.</b> Uluslararası Kamu Sukuk İhraçları (2001-2015, USD millions)	163
<b>Grafik 3.7.</b> İç Piyasa Özel Sukuk İhraçları (2001- 2005, USD millions)	164
<b>Grafik 3.8.</b> İç piyasa kamu sukuk ihraçları (2001-2015, USD millions)	164
<b>Grafik 3.9.</b> Katılım Bankalarının Aktif Gelişimi ve Sektördeki Payları	175
<b>Grafik 3.10.</b> Katılım Bankaları Aktiflerindeki Sukuk (Kira Sertifikası) Oranı (milyar TL)	176
<b>Grafik 3.11.</b> Türkiye’deki Kira Sertifikaları İhraçları (Milyon Dolar)	177
<b>Grafik 3.12.</b> Kira Sertifikalarının Toplam ve Ortalama İşlem Hacimleri (Milyon TL)	199

## KISALTMALAR LİSTESİ

AAOIFI	Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions İslâmi Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
API	Açık Piyasa İşlemleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BKK	Bakanlar Kururu Kararı
BNM	Bank Negara Malaysia Malezya Merkez Bankası
BPP	Bankalararası Para Piyasası
DESİYAP	Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası A.Ş.
DET	Değiştirilebilir Tahviller
DIFC	Dubai International Financial Centre
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
FHA	Federal Housing Administration Federal Konut İdaresi
FHLMC	Federal Home Loan Mortgage Corporation Federal Konut Kredisi İpotek Şirketi
FNMA	Federal National Mortgage Association veya Fannie Mae Federal Ulusal İpotek Birliği
GİP	Gelişen İşletmeler Piyasası
GOS	Gelir Ortaklığı Senedi
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GVK	Gelir Vergisi Kanunu
HDT	Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller
HMVKŞ	Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Anonim Şirketi

HOLC	Home Owners' Loan Corporation Ev Sahiplerinin Borçları Kurumu
IFSB	Islamic Financial Services Board İslâmî Finansal Hizmetler Kurulu
IIFM	International Islamic Financial Market Uluslararası İslami Finans Piyasası
IILM	International Islamic Liquidity Management Corporation Uluslararası İslami Likidite Yönetim Şirketi
IMF	International Monetary Fund Uluslararası Para Fonu
İDMK	İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
İFK	İpotek Finansmanı Kuruluşu
İFM	İstanbul Finans Merkezi
İKB	İslâm Kalkınma Bankası
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KFF	Konut Finansmanı Fonu
KİS	Katılma İntifa Senetleri
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KVK	Kurumlar Vergisi Kanunu
K/Z	Kâr-Zarar
KZOB	Kar-Zarar Ortaklığı Belgesi
LDK	Likidite Desteği Kredisi
LIBOR	London Interbank Offered Rate
LME	Londra Metal Exchange Londra Metal Borsası
MBS	Mortgage Backed Securities İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

MII	Mudaraba Interbank Investments
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu
MKS	Merkezi Kayıt Sistemi
MSUGT	Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği
MYR	Malezya Ringiti
OPEC	Organization of Petroleum Exporting Countries Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
ÖFK	Özel Finans Kurumları
PDT	Paya Dönüştürülebilir Tahviller
PP	Pay Piyasası
RM	Malezya Ringiti (Yerel Sembol)
S&P	Standard & Poor's
SEC	Securities and Exchange Commission Menkul Kıymetler ve Mübadele Komisyonu
SerPK	Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn.	Sermaye Piyasası Kanunu
SPV	Special Purpose Vehicle Özel Amaçlı Kurum
TC	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TDHP	Tek Düzen Hesap Planı
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TMK	Teminatlı Menkul Kıymetler
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TTK	Türk Ticaret Kanunu

UAE	United Arab Emirates Birleşik Arap Emirlikleri
UFRS	Uniform Financial Reporting Standarts, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
VA	Veterans' Administration Eski Muharıpler İdaresi
VDMK	Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
VİOP	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası
VFF	Varlık Finansmanı Fonu
VKŞ	Varlık Kiralama Şirketi



## GİRİŞ

Küresel finans sistemi içerisinde faize dayalı olmayan finansal enstrümanlar ve bu enstrümanları düzenleyen ve uygulayan kurum ve kuruluşların bulunduğu İslami finans piyasaları, son yıllarda göstermiş olduğu performans ile dikkat çekmiştir. İslami finans piyasalarının önde gelen kurumları İslam hukuk esaslarına göre işlem yapan bankalardır. 1970'li yıllardan bu yana faaliyet gösteren bu bankaların günümüzde toplam aktifleri bir trilyon USD üzerindedir. İslami bankacılık sisteminin dünyada gelişim göstermeye devam etmesi finansal sistem içerisinde faizsiz enstrümanların tercih edildiğini göstermektedir.

İslami finansal sistem içerisinde bankacılık dışında sigortacılık ve sermaye piyasası işlemlerinin de uygulama alanı bulması küresel ölçekte faizsiz finansal enstrümanların gelişmesi yönünde ciddi bir potansiyel oluşturmaktadır. Özellikle sermaye piyasalarında faizsiz enstrümanlar olarak yeni ürünler piyasa çıkmakta ve yatırımcılar tarafından ciddi talep görmektedir. Bu açıdan faizsiz bankacılık (Katılım Bankacılığı) işlemleri dışında yeni enstrümanların piyasaya girmesi, ihtiyaçlara cevap verebilmesi son derece önemlidir. Bu kapsamda son yıllarda Dünya'da ve Türkiye'de uygulama alanı bulan bir finansal enstrüman olarak sukuk, varlığa dayalı ve sahiplik temsil eden bir finansal araçtır. Buna karşılık borca dayalı finansal araçlar olan tahvil ve bono ile kıyaslama yapıldığında İslami kurallara uygun bir menkul kıymettir.

Çalışmamızda Bir Finansal Enstrüman Olarak Sukuk konusu ele alınırken, tündengelim metodu uygulanmaya çalışılmıştır. Daha açık bir ifadeyle, öncelikle ekonominin temel alanlarından biri olan finansal sistem hakkında genel bir değerlendirmede bulunulmuş, ardından bu sistemin içinde gelişmiş olan faizsiz finansal sistem ana hatlarıyla incelenmiş ve daha sonra söz konusu sistem içinde bir enstrüman olarak sukuk analiz edilmiştir. Araştırma esnasında İktisat literatürü yanında, İslam hukuku alanında konuyla ilgili yapılan çalışmalar da dikkate alınmıştır.

Çalışmamızın birinci bölümünde İslami finansal sisteminde içinde yer aldığı genel olarak finansal sistemin, piyasaların ve finansal araçları yapısı, işleyişi; finansal araç çeşitleri ve tanımları daha çok makro bakış açısıyla değerlendirilmeye çalışılmıştır. İkinci bölümde ise İslami finansal sistemi genel finansal sistem içinde farklı kılan unsurlar, İslami finansal sistemin yapısı, işleyişi ve uygulama alanları incelenmiştir. Üçüncü bölümde ise faizsiz finansal enstrümanlardan biri olan sukukun tanımı, çeşitleri, işleyiş mekanizması, dünyadaki genel görünümü ve Türkiye'deki kamu ve özel sektör uygulamaları ile hukukî boyutu ele alınmıştır.

# BİRİNCİ BÖLÜM : FİNANSAL SİSTEMİN GENEL ÇERÇEVESİ

## 1.1. FİNANSAL SİSTEMİN TANIMI, YAPISI VE İŞLEVLERİ

Bir ekonominin makro ekonomik yapısı kabaca finansal sektör ve reel sektör olarak iki kısım üzerinden değerlendirilebilir. Finansal sektör parasal akım mekanizmalarını kapsamakla beraber reel sektör mal ve hizmet akımını içermektedir. Finansal sektör ve reel sektörün birbiri ile uyum içinde olması makro ekonomik sürdürülebilir gelişme ve istikrarın oluşmasında başlıca faktördür. Büyüme ve gelişmenin sağlanması, refah düzeyinin artması, iktisadi kalkınmanın süreklilik sağlaması vb ancak finansal sektör ve reel sektörün birbirlerini tamamlayıcı olarak çalışması ile mümkündür. Finansal sistemin reel sektör yatırımlarını destekler nitelikte yasal ve kurumsal çerçevede tasarruf yapmayı özendirici, tasarruf sahiplerine getiri sağlayan ve ekonomideki optimum kaynak dağılımını gerçekleştiren bir mekanizmayı içermesi, etkin bir finansal sistemin çalışmasını sağlayarak ekonomik yapıda son derece önemli işlevleri yerine getirecektir. Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkeler düzeyine ulaşması, refah düzeyini, hayat standartlarını yükseltmesi vb etkin bir finansal sistemin varlığına bağlıdır.

### 1.1.1. FİNANSAL SİSTEMİN TANIMI VE YAPISI

Genel ekonomik sistemin içinde yer alan finansal sistem fon arz ve talep edenler arasındaki fon akımını belli araçlarla hukukî ve idarî kurallar çerçevesinde yönlendiren piyasalardan oluşan yapıdır.<sup>1</sup> Bu yapıda fon arz eden olarak tasarruf sahipleri ellerindeki fonları değişik finansal araçlar ve aracılar ile, ilgili hukuki düzenlemeler ışığında fon ihtiyacı içinde bulunan fon talep edenlere sunarlar. Bu açıdan bakıldığında finansal sistem, farklı işlevleri bulunan çeşitli finansal araçların finansal kurumlar aracılığı ile verimli alanlarda kullanımına olanak sağlayarak genel ekonomik sistemin performansını da etkilemektedir.<sup>2</sup>

Finansal sistemin temel görevi, kaynakların etkin bir şekilde dağılım ve kullanımını gerçekleştirerek ekonomik kalkınmaya katkı sağlamaktır. Bu katkının sağlanması bazı ön koşullara bağlıdır.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Cüneyt Dumrul, “Finansal Sistemin Gelişimi ve Ekonomik Büyüme Teori ve Türkiye Uygulaması”,Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, 2010 s.8

<sup>2</sup> Muharrem Afşar, **Finansal Sistem ve İşleyişi**, Eskişehir, Gülen Ofset, 2006, s. 1-2.

<sup>3</sup> Vedat Akgiray, “ Finansal Yeniliklerin ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya Katkıları” **İMKB Dergisi**, Sayı:5, Yıl:2, Ocak/Şubat/Mart 1998, s.2-3

*“Mal ve hizmet ticaretinin sağlıklı biçimde gerçekleştirilmesi için etkin bir ödemeler sistemi olmalıdır. Ödemeler sistemi geniş bir içeriğe sahip olup elektronik fon transferleri, çekle ödeme, kredi kartları, alışveriş kartları, tüketici kredisi hesaplarını da kapsamaktadır*

*Tasarrufların etkin bir şekilde dağıtım ve kullanımını sağlayacak piyasalar ve uzman aracı kuruluşlar olmalıdır.*

*Finansal sistem risk dağılımının etkin paylaşımı için gerekli olan risk yönetim ve kontrol araçlarına sahip olmalıdır.*

*Fiyatların oluşumu ile ilgili tüm bilgilerin en hızlı ve yaygın biçimde ilgililere ulaşmasını sağlayacak bir bilgi dağılım mekanizması olmalıdır.”*

Finansal sistemin temel amaçlarından biri ekonomik gelişimi sağlayacak farklı sektörlere kaynak aktarılmasını sağlamaktır. Ekonomik sistem içerisinde kaynak oluşturan veya fon arz eden ilgili birimler, tasarruflarını değerlendirmek isteyen kurumsal ve bireysel yatırımcılardan oluşmaktadır. Söz konusu ekonomik birimler pozisyonlarına göre finansal araçları kullanmak suretiyle fon arzını gerçekleştirerek kullanılan finansal araca göre getiri sağlarlar. Fon talep edenler ise gelirinden daha fazla harcamada bulunan fon açığı bulunan ekonomik birimlerdir. Bireyler, işletmeler ve devlet fon açığı olan ekonomik birimler olarak da karşımıza çıkmaktadır. Söz konusu ekonomik birimler pozisyonlarına göre finansal araçları kullanmak suretiyle ihtiyacı olan fonları talep ederek kullanılan finansal araca göre oluşan maliyete katlanırlar. Sistem içinde fon arz edenler ve fon talep edenler arasındaki ilişkileri düzenleyen, köprü görevi gören finansal araçlar bulunmaktadır. Finansal araçlar fon akışı esnasında fon arz edenleri ve fon talep edenleri belirli yasal düzenlemelere göre güvence altına alan, fon arz edenlere uygun getiri, fon talep edenlere ise uygun vade ve maliyette risk yönetimini gerçekleştiren kurum ve kuruluşlardır.<sup>4</sup>

Firmalar sık sık kapasitelerini büyütmeyi hedeflerler ve bunu yaparken ihtiyaç duydukları fon için ilişki kurabileceği fon fazlası bulunan kişi veya kurumları aramak zorunda kalırlar. Diğer taraftan fon arz edenler yatırımlarını kısa veya uzun vade de yapmayı amaçlayabilirler. Firmaların mali durumu, geri ödemede karşılaşılması muhtemel güçlükler fon arz edenler açısından soru işaretleri oluşturur. Bu tür sorular çoğaltılabilir. Bu tür

---

<sup>4</sup> Afşar, a.g.e., s.3-4

problemler fon arz edenler ile fon talep edenlerin oluşturduğu piyasaların ve kurumların oluşumuna veya doğuşuna neden olmuştur.<sup>5</sup>

### 1.1.2. FİNANSAL SİSTEMİN İŞLEYİŞİ VE FONKSİYONLARI

Finansal sistem; riskleri dağıtma, paylaşırma ve minimize etme, ticaret mekanizmasına yol açma, mal ve hizmet akımını kolaylaştırma, kaynak dağılımı ve tahsisini kolaylaştırma, yatırım kararlarını yönlendirme vb temel işlevlere sahiptir. Yatırımcıların uzun vadeli borçlanması tasarruf sahiplerinin ise kısa vadeli ödünç vermeyi tercih etmesi nedeni ile vade uyumlaştırmasını etkin bir şekilde gerçekleştirmektedir. Finansal araçların ve finansal araçların yetersizliği nedeni ile ortaya çıkması muhtemel yatırım kayıplarını en aza indirmek için çeşitli teşvik ve tedbirler ile fon arz edenler ve fon talep edenlerin risk ve getiri düzeylerini koruma altına almaktadır. Gelişmiş bir finans sisteminde küçük tasarruf sahipleri risk-kazanç dengesini dikkate alarak tasarruflarını finans sistemine yönlendirmeyi tercih edebilir. Yüksek düzeydeki fon hacmi büyük çaplı yatırımların finansmanını kolaylaştırmaktadır. Böylece sermaye birikiminin artması vasıtasıyla ekonominin kalkınma ve büyümesine katkı sağlanmış olur.<sup>6</sup>

Finansal sistemde gerçekleşen tüm olay fonların bir elden diğerine aktarılmasıdır. Aktarım mekanizmasının sağlıklı çalışması için düzgün işleyen bir finansal sisteme ihtiyaç duyulur. Sistemin bir yanında tasarruf sahipleri veya ödünç verenler diğer yanında borçlular veya ödünç alanlar bulunur. Tasarruf sahipleri (fon arz edenler) ister doğrudan ister finansal araçlar kullanarak fonlarını borçlanmak isteyen yurtiçi veya yurtdışından birey, firma ya da hükümetlere sunmakta; karşılığında ise getiri elde etmektedirler. Borçlular (fon talep edenler) ise ihtiyaç duydukları fonları finansal piyasalarda yurtiçi ve yurtdışından birey, firma ve hükümetlerden temin ederler. Bu döngüde bir ekonomik birimin fon arzı, o ekonomik birim açısından bir alacak, dolayısıyla aktif kalem olurken, fon talep eden için bir borç ya da yükümlülük, dolayısıyla bir pasif kalem olarak değerlendirilir. Banka bilançosunda mevduat pasif tarafta borç olarak yer alırken buna karşılık kredi kullanımı (fon arzı) aktif tarafta alacak olarak yer almaktadır. Finansal sistemde açıklamaya çalıştığımız fon akımını düzenleyen kurumlar, bu akımın oluşmasını sağlayan finansal araçları ve tün bunlar arasındaki ilişkileri

---

<sup>5</sup> M.İlker Parasız,Ufuk Başoğlu,Nalan Ölmezoğulları, **Dünya Ekonomisi Küreselleşme,Finansal Kurumlar ve Küresel Makro Ekonomi**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1999, s.17.

<sup>6</sup> Dumrul, **a.g.e.**, s.26.

düzenleyen hukuki kurallar yer almaktadır. Finansal sistemin varlığı ve sistemin işler durumda olması makro ekonomik dengenin sürdürülebilirliği açısından gereklilik arz eder. İşler durumdaki bir finansal sistemin sunmuş olduğu temel hizmetler:<sup>7</sup> 1. Riskin dağıtılması, 2. Likiditenin sağlanması 3. Finansal bilginin temin edilmesidir.

**1. Riskin Dağıtılması:** Ekonomik birimler, fon arz ederken veya fon talep ederken oluşması muhtemel riskleri ve buna bağlı maliyeti minimum düzeyde tutmak isterler. Riski minimize etmenin (dağıtmanın) en yaygın yolu finansal araçlarda çeşitliliği sağlamaktır. Finansal çeşitlendirme ekonomik birimlerin servetlerini değişik varlıklara yaymak suretiyle finansal araçların toplam riskini azaltmalarınıdır. Halk diliyle “tüm yumurtaları aynı sepete koymamaktır.” Yatırımcılar bu yöntem ile getirilerinin ortalama bir seviyede gerçekleşmesini sağlar. Yatırımcılar varlıklarının bir kısmını hisse senetlerinde, bir kısmını devlet tahvillerinde, bir kısmını değerli madenlerde vb tutabilirler. Dolayısıyla finansal çeşitlendirme yoluyla ortalama bir getiri düzeyi hedeflenmektedir. Yüksek getiri elde etmek isteyen tasarruf sahibi veya yatırımcıların yüksek düzeyde riski göze almaları gerekmektedir.

**2. Likiditenin Sağlanması:** Herhangi bir varlığın diğer malları ya da hizmetleri satın almak için paraya dönüştürülebilme kolaylığına likidite denir. Finansal sistem aktiflerin (varlıkların) daha kolay likit hale gelmesini sağlar. Likidite kabiliyeti ne kadar yüksek ise o kadar etkin bir finansal sistemden söz edebiliriz.

**3. Finansal Bilginin Temin Edilmesi:** Finansal sistemde iki türlü bilgiden bahsedilebilir. *Simetrik bilgi*, fon arz eden ve talep edenler aynı düzeyde bilgiye sahiptirler. Tam bir şeffaflık hakimdir. Taraflar birbirlerinin finansal veya ticari durumları hakkında eşit düzeyde bilgiye sahiptirler. *Asimetrik bilgi*, taraflardan biri finansal işlemle ilgili diğerinden daha fazla bilgiye sahiptir ve hak edilmeyen bir avantaj elde eder. Gerekli bazı bilgi ve belgelerin karşı taraftan saklı tutulması durumu söz konusudur. Bilginin dağıtılması her iki tür bilgi için oldukça önem arz eder. Bilginin dağıtılması iletişim araçları vasıtasıyla piyasaya aktarılmasıdır. Borsaya kayıtlı bir şirketin durumuyla ilgili olumlu ya da olumsuz bilgilerin medyaya yansması, o şirketin borsadaki hisse senedinin gerçek değerinde alım satım yapılmasını kolaylaştıracaktır.

---

<sup>7</sup> Ekrem Erdem, **Para Banka ve Finansal Sistem**, Ankara, Detay Yayıncılık, , 2010, s.49-52.

**Tablo 1.1. Finans Sistemin Genel Taslağı**

<b>TASARRUF SAHİPLERİ</b> (Fon Arz Edenler)		
<b>YATIRIM VE FİNANMAN ARAÇLARI</b>	<b>YARDIMCI KURULUŞLAR</b>	<b>HUKUKİ VE İDARİ DÜZEN</b>
1. Para (Nakit)	1. Bankalar	1. İlkeler
2. Mevduat	2. Aracı kurumlar	2. Kurallar
3. Banka Parası	3. Yatırım ortaklıkları	3. Denetim
4. Kredi	4. Yatırım fonları	
5. Sosyal güvenlik fonları	5. Menkul kıymet borsası	
6. Kooperatif kaynakları	6. Sosyal güvenlik kuruluşları	
7. Tahviller	7. Sigorta şirketleri	
8. Hisse senetleri	8. Kooperatifler	
9. İpotekli borç senetleri ve irat senetleri	9. Yatırım kulüpleri	
10. Kamu hisse senetleri	10. Genel finans ortaklıkları	
11. Gelir ortaklığı senetleri	11. Risk sermayesi yatırım ortaklıkları	
12. Devlet iç borçlanma senetleri (DİBS)	12. Derecelendirme (rating) şirketleri	
13. Varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK)	13. Takas ve saklama şirketleri	
14. Depo edilen menkul kıymet sertifikaları	14. Portföy yönetim şirketleri	
	15. Yatırım danışmanlığı şirketleri	
	16. İpoteğe dayalı menkul kıymetler merkezi	
	<b>YATIRIMCILAR - TÜKETİCİLER</b> (Fon Talep Edenler)	
<b>PARA PİYASASI</b>		<b>SERMAYE PİYASASI</b>
Kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasa		Orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasa

**Kaynak:** Ahmet İncekara, Bankacılık ve Finansal Kurumlar, İstanbul, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayın No:3,2011, s.27

Finansal sistemlerin yapısını çözümlmek için finansal gelişme, finansal baskı, finansal serbestleşme ve finansal küreselleşme gibi kavramların tanımlanması zorunludur.

## **1.2. FİNANSAL SİSTEME AİT TEMEL KAVRAMLAR**

### **1.2.1. FİNANSAL GELİŞME VE DERİNLEŞME**

Finansal araç ve kurumlar finansal sistemi şekillendirmektedir. Finansal sistemin fonksiyonlarını yerine getirebilmesi, tasarrufların verimli alanlara aktarılabilmesi, sistemin gelişmişlik düzeyi ile yakından ilgilidir. Finansal gelişme, finansal sistem içindeki araç ve kurumların çeşitliliği, sayısı, büyüklüğü ve zaman içinde uğradığı değişim ile ilgilidir. Bu durum genel olarak finansal derinleşme kavramı ile açıklanmaktadır. Finansal derinleşme, bir ekonomideki mali varlıklar toplamının milli gelire oranındaki artış olarak tanımlanmakta ve

ekonominin parasallaşma düzeyinin artışı ve finansal araçların hizmetlerinin genişlemesi olarak kendini göstermektedir.<sup>8</sup>

Finansal piyasaların derinleşmesi, ekonominin tasarruf kapasitesi, yatırım tercihleri, finansal araçların getiri oranları ve ödeme araçlarının kullanımı gibi çeşitli faktörlerden etkilenmektedir. Derinleşme düzeyinin yükselmesi; toplam tasarruf oranının artmasına ve finansal varlıklara dönüştürülmesine, fonların organize olmamış piyasalardan organize olmuş piyasalara yönelmesine bağlıdır.<sup>9</sup>

Literatürde finansal gelişme ile ilgili yapılan çalışmalarda iktisadi kalkınmaya paralel olarak finansal araçların önemi artmaktadır. İktisadi gelişme arttıkça finansal araçların toplam varlık ve yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payı artar. Bankacılık dışı finans kesimi (sigorta şirketleri, yatırım bankaları, finansman şirketleri, özel emeklilik fonları gibi araçlar) tüm finans sisteminde ağırlığını artırır. Finans kesimi içerisinde özellikle hisse senetleri piyasası büyür, daha likit hale gelir. Nitekim, finansal gelişme ile birlikte ödünç verenler daha yüksek kaliteye ve düşük riske sahip finansal araçları kullanabilirken; borç alanlar, daha yüksek bir borç miktarı için daha düşük bir faiz ödeyebilirler. Böylece, yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme hızı artar.<sup>10</sup>

### **1.2.2. FİNANSAL BASKI**

Finansal baskı genel anlamda kanun, düzenleme ve kısıtlamalar vasıtasıyla finans sistemine yönelik her türlü piyasa dışı müdahale anlamına gelmektedir. Finansal kısıtlama politikalarındaki temel amaç, finans sistemindeki istikrarsızlıkların ve kriz olasılıklarının önlenmesidir. Bu çerçevede finansal baskı politikaları, özellikle finansal piyasaların yeterince gelişmediği veya derinleşmediği gelişmekte olan ülkelerde kamu kesimi üzerinden gerek doğrudan gerekse dolaylı olarak uygulama imkanı bulabilir. Eğer bir ekonomide sermaye kısıtı ise, faiz oranları piyasada oldukça yüksek olur; bu durumda doğrudan kontroller ile uygulanan finansal baskı politikaları tasarruf/yatırım sürecinin gelişmesinde etkili olabilir. Serbest koşullarda aşırı rekabet sonucu finans kuruluşları aşırı derecede risk alabilir, bu durumun

---

<sup>8</sup>Afşar, **a.g.e.**, s.23-24

<sup>9</sup>Tezer Öcal ve Ö.Faruk Çolak, **Finansal Sistem ve Bankalar**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 1999, s.273

<sup>10</sup>Dumrul, **a.g.e.**, s.15-16

makro istikrarsızlıklara neden olmasını önlemek için aşırı rekabet baskı politikaları ile engellenebilir.<sup>11</sup>

Finansal sistem içerisinde bankalar ve diğer finansal araçlar arasında risk profilleri ve sistemi etkilemeleri açısından ayırım yapılır. Bankacılık alanındaki düzenlemelerde temel prensip, ilgili düzenlemelerin sistemik riskleri ortadan kaldırmak veya azaltmak üzere kurulmasıdır. Sermaye piyasaları ile ilgili yapılan düzenlemelerde ise, yatırımcının korunması ve adil rekabet koşullarının oluşturulması öncelikli amaçtır. Finansal düzenleme ve kısıtlamalar; oluşturulacak kuralların biçimi ve sisteme olan etkileri, çeşitli finansal kurumları hangi boyutta farklılaştıracağı vb konular üzerinde odaklanır. İlgili kurallar genel olarak aşağıdaki konuları kapsar:<sup>12</sup>

*“Bankaların ve diğer finans kurumlarının ihtiyatlı yönetimine ilişkin kurallar; Sermaye yeterlilik rasyosunun belirlenmesi, aşırı risk alma üzerine getirilen sınırlamalar, birbirilerine bağlı krediler üzerine konulan kısıtlamalar*

*İşlemlerin yapılmasına ilişkin kurallar; Finans kurumlarının müşterileriyle işlemleri nasıl yürütecekleri, bilgilerin kamuoyuna açıklanma gereklilikleri vb.*

*İzin verilebilir işlemler ile ilgili kurallar; Hangi finansal kuruluşlara menkul kıymet ve sigortacılık işlemleri yapma izni verileceği*

*Mülkiyet kuralları; Banka sahipliği ile ilgili izin verilmesine yönelik kurallar”*

Finansal baskı politikalarının uygulanma gerekçelerinden ilki bankacılık regülasyonlarıdır. Bankacılık regülasyonları, kontrol mekanizmaları vb para otoritesinin para arzını aktif biçimde kontrol etmesine olanak tanımaktadır. Diğer neden; devletin tasarruf yatırım dengesinin sağlanmasında sosyal faydanın maksimizasyonu için en optimal oranın tespit edilmesine dair olan inancıdır. Son neden ise piyasa oranının altında bir faiz oranı belirlenmesini sağlayarak devletin borç servisini düşürmesidir. Mali baskı sonucu uygulanan faiz politikaları çeşitli açılardan eleştirilmektedir. Kredilerin rasyonel olarak dağıtılmamasına, finansal araçların gelişiminin durmasına, sektöre girişin kısıtlanmasına, tasarrufların optimum düzeyin altında kalmasına, tarasarrufların üretken olmayan yatırım alanlarında değerlendirilmesine vb neden olmaktadır. 1990’lı yıllarda finansal sistemde bir çok yenilik gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde bankaların hareket alanı genişlemiş faaliyet

---

<sup>11</sup> Dumrul, a.g.e., s.24-25

<sup>12</sup> Erdem, a.g.e., s.170-171



alanlarında çeşitlenme ortaya çıkmıştır. İstikrarı bozucu hareket etmeleri, riskli yatırımlar yönelmeleri bu kurumların regüle edilmesi gerekliliğini de gündeme getirmiştir. Regülasyon ihtiyacındaki temel neden büyüme ile finansal büyüme arasındaki pozitif ilişkidir.<sup>13</sup>

### 1.2.3. FİNANSAL SERBESTLEŞME

Finansal serbestleşme, finans piyasalarında (özellikle de bankacılık kesiminde) iktisadî birimlerin faaliyetlerini, kurumsal yapıyı ve araçları kontrol etmeye yönelik idarî ve teknik kısıtlamaların ve düzenlemelerin gevşetilmesinde veya tamamen yürürlükten kaldırılmasında uygulanan politika süreci olup; finansal deregülasyonun gerçekleştirilmesini, finansal baskı politikalarının ve çoklu döviz kuru uygulamalarının terk edilmesini, firmaların yurt dışından borçlanmasının ve yurt dışına borç vermesinin mümkün kılınmasını ve piyasa kurallarının finans sisteminde geçerlilik kazanmasını içermektedir. Gelişmiş ülkelerde bol olan parasal sermayenin, çok daha fazla getiri imkânı bulunan gelişmekte olan ülkelerde serbest dolaşım imkânı bulması amaçlanmaktadır. Böylelikle sermayenin marjinal getirisinin dünya genelinde eşitlenmesi ve sonuçta küresel düzeyde ekonomik büyümenin artırılması da hedeflenmektedir.<sup>14</sup>

1970'lerin ilk yarısı, dünya ekonomisinde 1929 büyük buhranından sonraki en önemli çöküşlerinden birine sahne olmuştur. Petrol şoku ile birlikte ortaya çıkan bu bunalım, ekonomik değişimi ve yeniden yapılanmayı zorunlu kılmıştır. Söz konusu yeniden yapılanmanın başladığı 1960 sonrası dönemde, çok uluslu faaliyetler ortaya çıkmış ve uluslararası ticaret hızlı bir gelişim sürecine girmiştir. Daha sonra 1971- 1973 döneminde Bretton Woods yarı sabit döviz kuru rejiminin çöküşü ile birlikte, bir yandan sermaye piyasaları hızla uluslararası hale gelmiş, bir yandan da uluslararası menkul kıymetler yatırımlarının ve banka kredilerinin yaygınlaşma süreci başlamıştır. Ekonomik ilişkilerin uluslararası boyutu bu sürecin katkısıyla gitgide karmaşıklaşırken, bütünleşen ve bağımlı hale gelen dünya ekonomisinin gerçek anlamda küreselleşmiştir.<sup>15</sup>

1980'li yıllardan 1990'lı yıllara kadar olan dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan bir çok ülke, finansal küreselleşmeyi sağlamak için finansal serbestleşme politikaları çerçevesinde bir takım reformlar yapmışlardır. Literatürde, finansal serbestleşmenin uygun ve

<sup>13</sup> Özkan Zülfüoğlu, "Kamusal Bir Mal Olarak Finansal Sistemin Regülasyonu : Türk Bankacılık Sektörü Örneği", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2013, s.45-46

<sup>14</sup> Dumrul, a.g.e., s.28-29

<sup>15</sup> Öztürk, Y.K.; S. Kuşçu, "Finansal Serbestleşme: İlk Deneyimler ve Kriz", (çevrimiçi) [http://journals.manas.edu.kg/reforma/oldarchives/2011-1-49/2\\_1012-3922-1-PB.pdf](http://journals.manas.edu.kg/reforma/oldarchives/2011-1-49/2_1012-3922-1-PB.pdf) (20Nisan 2015), s.10

sorunsuz bir şekilde gerçekleştirilmesi için yurt içi bankacılık sisteminin kâr maksimizasyonu hedefi doğrultusunda rekabetçi koşullarda çalışması; vergi sisteminin zımnî veya açık bir şekilde finansal aracılık faaliyetlerinde ayrımcılığa neden olmaması; makul düzeyde bir fiyat istikrarı; hukukî ve muhasebe koşullarının iyi bir şekilde sağlanması anlamında ticarî bankalara yönelik sağlamlık düzenlemelerinin ve denetlemelerinin yeterli olması, cari işlemler dengesine ilişkin sorunların giderilmesi ve hükümetlerin malî disiplinlerini sağlamaları gibi ön şartlar olduğu ileri sürülmektedir.<sup>16</sup>

Gelişmekte olan ülkelerin çoğunluğunda ekonomik istikrar sağlanmadan finansal sistemde liberal politikaların izlenmesi, finansal yapıyı kırılgan bir duruma getirmiş (borç finansmanında artış, uzun vadeden kısa vadeli borca kayış, varlık piyasalarında spekülasyon hareketlerinde artış vb) ve krizlerin oluşmasına zemin hazırlamıştır.<sup>17</sup>

#### **1.2.4. FİNANSAL KÜRESELLEŞME**

Finansal küreselleşme; finans piyasalarının denetim ve kısıtlamalardan arındırılıp uluslararası rekabete açılması, uluslararası sermaye akımlarının artması şeklinde tanımlanmaktadır. Bu bağlamda sermaye minimum risk alarak maksimum getiriye elde etmek amacıyla herhangi bir denetim ve kısıtlamanın altında kalmadan uluslararası piyasalarda hareket edecektir.<sup>18</sup>1960'lı ve 1970'li yıllarda meydana gelen üç gelişme dünya çapında sermaye hareketlerinin önemli boyutlara ulaşmasında rol oynamıştır: Europara piyasalarının ortaya çıkması, Bretton Woods sisteminin çöküşü ve petrol şoku. Birbiri ile bağlantılı bu üç gelişmenin etkileri, finansal piyasalarda kontrolün gevşetilmesi (deregulation) ve meydana gelen teknolojik gelişmeler ile birleştiğinde, uluslararası finansal akımların çok büyük boyutlara ulaşmasına ve finansal merkezlerin birleşmesine yol açmıştır. Bu süreçte artan sermaye hareketleri bütün dünyada ki finansal merkezleri dünya çapındaki bir ağın parçaları haline getirmiştir. Bu bakımdan, küresel finansal piyasalardaki fiyat ve miktarlarda görülen oynaklık, ülkelerin ekonomileri üzerinde kısa zamanda önemli etkiler meydana getirmektedir.<sup>19</sup>

Finansal küreselleşmenin son evresinin 1980'lerin ortalarından itibaren ekonomilerini yeniden yapılandırmak isteyen ülkelere önerilen Washington Uzlaşısı

<sup>16</sup> Dumrul, a.g.e., s.30

<sup>17</sup> Mert Ural, "Finansal Krizler ve Türkiye", D.E.Ü.İ.İ.B.F.Dergisi, Sayı:1, Yıl:2003, s.12-13

<sup>18</sup> Afşar, a.g.e.,s. 20.

<sup>19</sup> Ünal Çağlar, **Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, İstanbul, Alfa Yay., 2003, s.43-44

(Washington Consensus) olarak ifade edilen 10 maddelik tedbirler listesinin yaygın bir şekilde kabul görmesiyle başladığı kabul edilmektedir. Bu tedbirler ülkelerin yurt içi finansal piyasalarının uluslararası piyasalara açılmasına uluslararası sermaye akımların hızlanmasına yol açmıştır. Tarihsel süreç içerisinde küreselleşmeden kazançlı çıkan ülkeler incelendiğinde bu ülkelerin gelişmiş ülkeler olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler ise özellikle küresel finansal gelişmeler sonucu, artan kısa vadeli sermaye hareketleri nedeniyle birçok kez finansal krizlerle karşı karşıya kalmışlardır. Sermayenin kısa vadeli kar elde etmek amacıyla ülke ekonomilerine giriş çıkış yapmaları finansal piyasalarda önemli dalgalanmalar meydana getirmektedir.<sup>20</sup>

İletişim teknolojisindeki gelişmeler yatırımcıların düşük maliyetle uluslararası yatırım yapmalarına olanak sağlamıştır. Bu durum piyasaların birbirine entegre olmasına yol açmış, piyasaların birbirinden olumlu veya olumsuz olarak etkilenme düzeyini artırarak kırılgan bir yapıya sahip olmasında etkili olmuştur. Dolayısıyla finansal sistemde bulunan piyasaların uluslararası bir özellik kazanması nedeniyle özellikle yerel piyasalar uluslararası gelişmelere çok daha duyarlı hale gelmiştir. Bu kapsamda küreselleşme sürecinde sermaye akımlarının ve uluslararası ticaretin daha sağlam esaslara dayandırılması gündeme gelmiştir.<sup>21</sup>

Yasanan finansal krizler sonrası gelişmekte olan ülkelerde izlenen politikalarda temel vurgu “finansal istikrar” ve “güçlü makroekonomik yapı” üzerine yapılmaya başlanmıştır. Bu yeni ekonomik anlayışın temel hedefi, hem sanayi sektörünün hem de finansal sektörün temel olarak ilgilendiği ve baz aldığı iki değişken olan faiz haddi ve döviz kurunu kamu denetiminden çıkararak piyasada belirlenmesi olmuştur. Finansal küreselleşmenin de etkisiyle piyasada işlem gören enstrümanlar artmış, bu artış rekabet ve işlem hacmini beraberinde getirmiştir. Finansal piyasaların küreselleştiği bu yapı içerisinde yeni riskler ortaya çıkmış ve buna karşılık olarak riskten korunma fonlarının doğmasına da neden olmuştur. Bu anlamda bir yandan riskin nedeni olan bu yapının diğer yandan varlığını ve karlılığını sürdürmek için bu riskleri yönetme çabası içerisinde olduğu görülmektedir. Bu çabanın finansal piyasalara yansımaları somut olarak türev ürünlerin artışında gözlenmektedir. Türev ürünlerin en önemli avantajı piyasadaki riskin dağıtılması noktasında ortaya çıkmaktadır. Finansal piyasaların

---

<sup>20</sup> Zülfüoğlu, a.g.e., s.54- 58

<sup>21</sup> Cafer Kaplan, **Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No:9910, Nisan 1999, s.8-9

gelişmişliğinin ve derinliğinin artması riskin dağıtılması ve istikrarın sağlanması noktasında türev ürünleri temel araç konumuna getirmiştir.<sup>22</sup>

Bu ürünlerin istikrar aracı olabilmelerinin ön koşulu, söz konusu ürünlere ilişkin risklerin tam olarak bilinmesi ve etkin yönetilmesidir. Tersine durumda finansal ürünler kişilere, kurumlara ve finansal sisteme ilişkin risk unsuru olabilmektedirler. 2000'li yıllardan itibaren önemleri giderek artan bu ürünlerin etkin bir risk transferi sağlayabilmeleri ancak tarafların yükümlülüklerini tam olarak anlayıp yerine getirmeleriyle mümkündür. Aksi takdirde finansal piyasalarda "risk transferi" sorunu ortaya çıkmaktadır.<sup>23</sup>

Sonuç olarak finansal piyasalardaki küreselleşme süreci, ilk olarak uluslararası piyasalardaki sınırlamaların gevşetilmesiyle işlem hacimlerinde ciddi artışlar olmasını sağlamıştır. İkinci olarak, bankacılık işlemleri ve bankacılık dışındaki finansal işlemleri birleştiren finansal kurumlar ortaya çıkmıştır. Son olarak da finansal sistemde meydana gelen yenilikler türev araç piyasalarının oluşmasını sağlamıştır. Tüm bu gelişmeler finansal piyasaların genel ekonomik sistemin gelişimi açısından destekleyici özellikte görünürken regülasyon ve denetim konusunda otoritelerin işini zorlaştırmıştır.<sup>24</sup>

### **1.3. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILAR**

#### **1.3.1. FİNANSAL PİYASALARIN YAPISI VE İŞLEVLERİ**

Piyasa kavramı genel anlamda mal veya hizmet satıcılarının arzı ile bunları talep edenlerin karşılaşması ve fiyatların oluşumunu ifade eder. Finansal Piyasalar ise bir ülkede ekonomik faaliyetlerin finansmanı ile ilgili piyasaların tümüdür. Bu anlamda finansal piyasa kavramı örgütlenmemiş daha geniş bir yapıdadır. Piyasanın oluşması için alıcı ve satıcılar arasında direkt ilişki kurulması her zaman gerekli değildir. Özellikle para ve menkul kıymet piyasaları gibi piyasalarda yapılan işlemlerde alıcı ve satıcılar hiç karşılaşmazlar, işlemler acenta, banka vb kuruluşlar veya kişiler üzerinden gerçekleştirilir.<sup>25</sup>

Finansal piyasalar bir çok finansal gösterge ve varlık fiyatının oluştuğu, çeşitli finansal araçların alınıp satıldığı piyasalardır. Genel ekonomik sistemin bir alt sistemi olarak

<sup>22</sup> Zülfiüoğlu, **a.g.e.**, s.60

<sup>23</sup> Burçhan Sakarya, "Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalganmaları", (çevrimiçi), [https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Calisma\\_Raporlari/4726K%C3%BCresel%20Finansal%20Yap%C4%B1%20ve%202007%20Y%C4%B1%20Dalganmalar%C4%B1.pdf](https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/4726K%C3%BCresel%20Finansal%20Yap%C4%B1%20ve%202007%20Y%C4%B1%20Dalganmalar%C4%B1.pdf) (10 Nisan 2015), s.11

<sup>24</sup> Junus Ganiev, "Küreselleşme, Finansal Piyasalar ve Kriz" **İktisat Politikaları Araştırmaları Dergisi**, Cilt:1 Sayı:2, Yıl:2014 s.122-123.

<sup>25</sup> Halil Seyidoğlu, **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, 3.bs. İstanbul, Güzemcan Yayınları, 2002, s.503

konumlanması nedeniyle ekonominin gelişmişlik düzeyi finans piyasaları üzerinde oldukça belirleyicidir. Ekonomik gelişim düzeyi yüksek olan ülkelerde finans piyasaları derinlikli ve etkin olarak faaliyet göstermektedirler. Gelişmiş ülkelerde büyük ölçekli şirketlerin faaliyetleri yüksek miktarlarda fonlara ulaşılmasını gerekli kılmakta; buna karşılık gelişmişliğe paralel olarak tasarrufların artışı dolayısıyla fon arzının genişlemesi de ihtiyaç duyulan fonların minimum maliyetle temin edilmesini sağlamaktadır.

Finansal piyasalar uluslararası sermaye akımlarının serbest olması, iletişim teknolojisindeki gelişmeler vb nedenlerle birbirlerine bağlı veya birbirlerini etkileme gücü yüksek bir yapıya sahiptir. Bu nedenle finans piyasalarının etkinliği, finansal sistem ve dolayısıyla genel ekonomik sistemi ile yakından ilişkilidir.

Finansal piyasalar uluslararası ekonomik gelişmeler ve küreselleşme çerçevesinde ekonomilerin karşılıklı ilişkilerinin açıklanması açısından önemli bir olgudur. Bu çerçevede fon kullanan ve fon arz edenler arasında oluşan fon akımlarını düzenleyen kuruluşlar, bu akımların oluşmasını sağlayan araçlar ve bunları düzenleyen hukuki ve idari kuralların oluşturduğu ekonomik sistem finansal piyasaların temelini oluşturmaktadır. Bu çerçevede Finansal piyasaların sahip olması beklenen temel işlevleri aşağıdaki gibi sıralayabiliriz.<sup>26</sup>

- Finansal kuruluşların nitelik ve nicelik olarak gelişimine paralel olarak finansal araçların çeşitliliğinin artması sonucunda finansal aktörlerin risk algısının gelişim göstermesine yol açmaktadır.
- Finansal piyasalar özellikle bireysel tasarrufların atıl kalmasını engellemekte, farklı sosyal ve kültürel değerlere sahip tasarruf sahiplerinin birikimlerini bir bütün olarak fon ihtiyacı olan birimlere sunmaktadır.
- Tasarrufların alternatif kullanım alanları arasında dağılımı konusunda bilgi edinilmesi ve bu çerçevede yapılacak işlemlerin maliyetinin minimize edilmesine katkı sağlamaktadır.
- Finansal piyasalarda faaliyet gösteren kurumların bilgi birikimleri dolayısıyla yatırım olanakları konusunda yaptıkları değerlendirmeler, ortalama bir yatırımcıya göre daha fazla bilgi içermektedir. Dolayısıyla ekonomik sistem içinde oluşan tasarrufların verimli yatırım alanlarına kanalize edilmesini

---

<sup>26</sup> Ahmet İncekara, **Bankacılık ve Finansal Kurumlar**, İstanbul, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayın No:3, 2011, s.23-25

sağlayarak risk algısının düzeyini belirlemede, etkin bir kaynak dağılımının oluşmasını sağlamaktadır.

- Ekonomik sistem içinde bireysel tasarruflar finansal piyasalarda faaliyet gösteren aracı kurumların uzmanlık alanları doğrultusunda büyük ölçekli ve karlı yatırım alanlarına kanalize edilebilmektedir.

Finansal piyasalar çeşitli açılardan tasnife tabi tutulabilir.<sup>27</sup>

- Birincil ve İkincil piyasalar
- Örgütlenmiş ve Örgütlenmemiş piyasalar
- Para ve Sermaye piyasaları

### **1.3.1.1. Birincil – İkincil Piyasalar**

#### **1.3.1.1.1. Birincil Piyasa :**

İlk defa dolaşıma çıkan menkul değerlerin işlem gördüğü piyasalar birincil piyasalardır. Birincil piyasalarda hisse senedi, tahvil, bono vb ihraç edilerek fon toplanmakta ve dolayısıyla tasarrufların yatırımlara dönüşme fonksiyonu birincil piyasalarda gerçekleşmektedir. Bu piyasalarda ihraççılar (fon talep edenler) ile fon arz edenler doğrudan veya dolaylı ( finansal aracı vasıtasıyla) olarak karşılaşabilir.<sup>28</sup>

Bu piyasaların yapısı, şirketlerin ya da devletlerin yatırım ve diğer harcamalarını finanse etmek amacıyla çıkardıkları menkul kıymetlerin cinsine göre farklı olabilir. İhtiyaç duyulan fonlar piyasadaki borçlanma yöntemi ile (borç senedi çıkararak) ve özkaynak finansmanı yöntemi ile (hisse senedi çıkararak) olmak üzere iki yolla sağlanabilir. *Borçlanma yöntemi*, daha yaygın kullanılan bir finansman yöntemidir. Borçlu taraf aldığı fonu “anapara artı faiz” şeklinde geri ödemedeki bulunur. Alacaklı taraf bu işlemde faiz geliri elde eder. Faiz oranını piyasa şartları belirler. Borçlanma yönteminde kullanılan finansal araçlar genel olarak tahvil ve bonodur. Borç araçlarının vazgeçilmez iki unsuru faiz ve vadedir. Vadeler kısa, orta, uzun olmak üzere üçe ayrılır. Genellikle vadeleri 1 yıldan az olan borç araçları kısa vadeli, 1 yıldan 10 yıla kadar olanlar orta vadeli, vadeleri 10 yıl ve yukarıdaki olanlar ise uzun vadeli borç aracı olarak kabul edilir. *Özkaynak finansmanı yöntemi*; şirketler tarafından kullanılır ve hisse senedi ihracı yoluyla gerçekleştirilir. Fon arz eden taraf şirkete borç vermek

<sup>27</sup> Afşar, **a.g.e.**, s.8

<sup>28</sup> **A.e.**, s.13-14

yerine hisse sahibi olmaktadır. Bu yöntemde elde edilen getiri kar payı ya da temettü olarak gerçekleşir. Garanti edilen bir getiri söz konusu değildir. Hisse senedi sahipleri, kar payı dışında senetlerinin değerlerinin borsada yükselmesi ile kazanır veya düşmesi ile zarar ederler. Dolayısıyla hisse senetleri temettü ve piyasa değerlemesi (sermaye kazancı) olarak sahibine iki tür getiri sağlar.<sup>29</sup>

#### **1.3.1.1.2. İkincil Piyasalar:**

Birincil piyasalarda ihraç edilen hisse senedi, tahvil, bono vb menkul kıymetlerin el değiştirdiği, bu menkul kıymetlerin paraya çevrilmesine olanak sağlayan piyasalardır. İlgili menkul kıymeti ihraç eden kuruma başvurmadan piyasadaki diğer yatırımcılar ile işlem yapılabilen piyasalardır. Dolayısıyla bir menkul kıymetin ikincil piyasalar da talebi olması veya işlem görmesi birincil piyasada menkul kıymeti ihraç edenin yeni menkul kıymet ihracını ve bu şekilde fon elde etmesini kolaylaştırır. İkincil piyasaların etkin işlemesi sermaye piyasaları açısından son derece önemlidir. Bu anlamda menkul kıymet borsaları ikincil piyasanın en iyi teşkilatmış bölümünü oluşturmaktadır.<sup>30</sup>

Ekonomik anlamda ikincil piyasalar birincil piyasalara göre daha önemlidir. İkincil piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı bulunmaktadır. Bu nedenle ileri düzeyde rekabetçi bir piyasa söz konusudur. Senetlerin piyasada oluşan fiyatı arz ve talebe bağlı olarak belirlenecektir. İkincil piyasada bir senede talep ne kadar fazla ise birincil piyasada da o senede talep o kadar fazla olacaktır. İkincil piyasa, sadece senetlerin miktar ve fiyat açısından değil, aynı zamanda likidite, finansal bilgi ve riskin dağılımı bakımından da birincil piyasaya yön verici konumdadır. Birincil piyasalar, esas itibarıyla alacaklılarla borçluların biraraya getirilmesini sağlarken, ikincil piyasalar, aynı zamanda riskin dağıtılmasını, likiditenin ve finansal bilginin teminini de mümkün kılar.<sup>31</sup>

---

<sup>29</sup> Erdem, **a.g.e.**, s.55-56

<sup>30</sup> Afşar, **a.g.e.**,s.14-15

<sup>31</sup> Erdem, **a.g.e.**, s.56-57

### 1.3.1.2. Örgütlenmiş ve Örgütlenmemiş Piyasalar :

#### 1.3.1.2.1. Örgütlenmiş (Organize) Piyasalar :

Organize finansal piyasalar, “Alıcı ve satıcıları resmi olarak belirlenmiş fiziksel alanlarda buluşturan ve işlemlerin oluşması için belli kurum ve kuruluşların denetimi ve gözetimine tabi alt piyasalar”<sup>32</sup> olarak tanımlanır.

Bu piyasalarda çok sayıda alıcı ve satıcı vardır. Fiyatlar büyük ölçüde tam rekabetçi koşullar altında oluşur. Organize piyasaların en önemli özelliği finansal araçların alım satımının yapılabileceği sürekli bir pazar oluşturmasıdır. Bu sayede yatırımcılar ellerindeki varlıkları gerektiğinde nakde dönüştürebileceklerdir. Finansal piyasalardaki en yaygın organize piyasa menkul kıymet borsalarıdır. Sermaye piyasalarının geliştiği ülkelerde menkul kıymet borsaları ekonomide önemli yer tutar. Sağlıklı bir sermaye piyasasından söz etmek için işleyen bir menkul kıymet borsasının bulunması gereklidir. Menkul kıymet borsalarının işlevleri; likidite sağlama, piyasada fiyat oluşturma, mülkiyeti taban yayma, ekonominin göstergesi olma ve ekonomiye kaynak yaratma şeklinde sıralanabilir.<sup>33</sup>

Organize piyasalar ülkemizde organize para piyasaları ve organize sermaye piyasaları olmak üzere iki şekilde faaliyet göstermektedir:

#### 1.3.1.2.1.1. Organize Para Piyasaları :

Organize para piyasaları üç ana başlık altında incelenebilir.<sup>34</sup>

##### - TCMB Açık Para Piyasası

*“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, para arzının ve ekonomideki likiditenin düzenlenmesi amacıyla bünyesinde 1987 tarihinden itibaren açık piyasa işlemlerine başlamıştır. TCMB, bu piyasa bünyesinde DİBS (Devlet İç Borçlanma Senetleri)’lerin doğrudan alım ve satımı ya da geri satım vaadiyle alım ve geri alım vaadiyle satım işlemleri yapabilmektedir.”*

##### - TCMB İnterbank Para Piyasası

*“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası ekonomiyi yönlendirebilmek, likiditeyi ayarlayabilmek için 2 Nisan 1986 tarihinde bünyesinde İnterbank Para Piyasası’nu faaliyete geçirmiştir. TCMB İnterbank para piyasası’nda bankaların kendi aralarındaki*

<sup>32</sup> Afşar, a.g.e., s.10

<sup>33</sup> Erdem, a.g.e., s.58

<sup>34</sup> M.İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**,9.bs, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2009, s.258



*fon alışverişleri gerçekleşebildiği gibi ihtiyaç oldukça TCMB'de piyasaya taraf olarak katılmakta ve piyasaya para sürmekte ya da piyasadaki fonları geri çekebilmektedir. Bu amaçla TCMB her gün kendi politikası çerçevesinde bu piyasadaki en düşük ve en yüksek borç verme oranını belirlemekte ve fon alışverişinin bu limitler dahilinde gerçekleşmesini istemektedir. Nakit akışındaki değişikliklerin mali piyasaların genelini çok fazla etkilememesi ve reel kesime yansımalarını engellemek için TCMB'nin bu piyasalara müdahale etmesi gerekli olmaktadır.”*

- TCMB Bankalar Arası Döviz Piyasası

*“TCMB bankalararası döviz ve efektif hareketlerini düzenlemek, bankacılık sektöründeki döviz ve efektif kaynakların daha etkin kullanımını sağlamak ve para politikasına esneklik kazandıracak araç sayısını artırmak için TL/Döviz ve TL/Efektif piyasaları 14 Eylül 1988'de Döviz Efektif, Döviz/Döviz ve Efektif/ Efektif piyasaları 21 Eylül 1988 tarihinde faaliyet geçirmiş ve hala faaliyetini sürdürmektedir. Yetkili kurumlar kendi aralarında döviz işlemleri yapabildiği gibi TCMB gerek pozisyon tutmak gerekse kurlara müdahale etmek amacıyla, piyasaya girebilmektedir.”*

**1.3.1.2.1.2. Organize Sermaye Piyasaları**

Organize sermaye piyasaları Borsa İstanbul A.Ş. (BİST) bünyesinde aşağıdaki türlerde faaliyet göstermektedir.<sup>35</sup>

- Borsa İstanbul Pay Piyasası

*“2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve 91 Sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararnameye istinaden kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ilk işlem 3 Ocak 1986 tarihinde gerçekleşmiştir. Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda farklı sektörlerden şirketlerin payları, rüçhan hakkı kuponları, borsa yatırım fonları, varantlar ve sertifikalar işlem görmektedir.”*

- Borsa İstanbul Gelişen İşletmeler Piyasası

*“18 Ağustos 2009 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) yönetmeliği 6/10/1983 tarih ve 18183 sayılı Mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'nin 11 inci maddesine dayanılarak çıkarılmıştır. Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP), yeni kurulmuş veya erken aşama olarak adlandırılan ve henüz hayat eğrisinin başlarında olan, ancak hızlı büyüme potansiyeline sahip şirketlerin, paylarını halka arz etmek suretiyle sermaye piyasalarından uzun vadeli ve geri ödemesiz kaynak temin edebilmelerini mümkün kılmak amacıyla Borsa İstanbul tarafından oluşturulmuş bir piyasadır. GİP ölçeğine uygun şirketler, paylarını Sermaye Piyasası Kurulu kaydına aldıklarını müteakiben, Borsa İstanbul tarafından kârlılık, asgari faaliyet süresi, minimum sermaye veya minimum piyasa değeri gibi herhangi bir sayısal koşul*

<sup>35</sup>Organize sermaye piyasalarına ilişkin açıklamalar Borsa İstanbul A.Ş. internet sitesinden alınmıştır. (çevrimiçi), <http://www.borsaistanbul.com/>, Ürünler ve Piyasalar / Piyasalar, (29 Nisan 2015)

aranmadan GİP'e kabul edilmektedirler. Borsa İstanbul'un ana piyasası olan Pay Piyasası'na (PP) göre GİP'te işlem görmeye başlama süreci daha kısa ve şirketlerin yerine getirmeleri gereken gereklilikler çok daha sadedir.”

- Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası

“Borçlanma Araçları Piyasası, sermaye piyasası mevzuatında ‘Nitelikli Yatırımcı’ olarak tanımlanan yatırımcılar tarafından satın alınabilecek sermaye piyasası araçlarının ihraç işlemlerinin (birinci el) gerçekleştirildiği Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı ve ikinci el sabit getirili menkul kıymet işlemlerinin gerçekleştirildiği Kesin Alım-Satım, Repo-Ters Repo, Menkul Kıymet Tercihli Repo ve Bankalararası Repo Ters Repo Pazarları ile Pay Piyasası'nda işlem gören, BIST 30 Endeksi'ne dâhil paylardan Borsa Başkanlığı tarafından uygun görülen payların işleme konu olduğu Pay Senedi Repo Pazarı ile Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi tarafından ihraç edilen ve Borsa kotunda bulunan dış borçlanma araçlarının işlem gördüğü Uluslararası Tahvil Pazarı'ndan oluşmaktadır. Borçlanma Araçları Piyasası'nda, Türk Lirası ve döviz ödemeli ihraç edilmiş; borçlanma araçları, menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları, kira sertifikaları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından ihraç edilen likidite senetleri ile Borsa Yönetim Kurulu tarafından işlem görmesine karar verilen diğer sermaye piyasası araçları işlem görebilir. Bunun yanında repo ve ters-repo işlemleri ile menkul kıymet tercihli repo işlemleri yapılmaktadır.”

- Borsa İstanbul Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası

“VİOP 21 Aralık 2012 tarihinde kurulmuş ve ilk olarak Pay Vadeli İşlem ve Pay Opsiyon Sözleşmeleri ile işleme başlamıştır. 5 Nisan 2013 tarihinde ise Endeks Opsiyon Sözleşmeleri işleme açılmıştır. Bu tarihlerden itibaren Türkiye'de ilk kez VİOP çatısı altında organize bir piyasa olarak opsiyon sözleşmeleri işleme açılmış ve bununla birlikte yatırımcılara bu finansal enstrümanları daha güvenli bir şekilde kullanma fırsatı sağlanmıştır. VİOP'ta şu anda çeşitli dayanak varlıklar üzerine düzenlenmiş olan “vadeli işlem sözleşmeleri” ve “opsiyon sözleşmeleri” alınıp satılmaktadır. VİOP'ta işlem gören sözleşmeler den bazıları ; Pay Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Dolar/TL Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Euro/TL Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Altın Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Baz Yük Elektrik Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Ege Pamuk Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Pay Opsiyon Sözleşmeleri , Endeks Opsiyon Sözleşmeleri , Dolar /TL Opsiyon Sözleşmeleri vb.”

- Borsa İstanbul Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası

“İstanbul Altın Borsasının kuruluşu ile ilgili ilk düzenleme olan Kıymetli Madenler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik 1993 yılında yayımlanmıştır. Söz konusu Yönetmeliğe dayanılarak 26 Temmuz 1995 tarihinde İstanbul Altın Borsası faaliyete geçmiştir. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri çerçevesinde İstanbul Altın Borsası ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının tüzel kişiliklerinin sona ermesi ve yeni bir borsanın kurulması sonucunda, Borsa İstanbul A.Ş. 03.04.2013 tarihinde faaliyete geçmiştir. Kıymetli maden ve kıymetli taş işlemleri

*İstanbul Altın Borsası yerine Borsa İstanbul A.Ş. bünyesinde kurulan Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası Bölümü tarafından yürütülmeye başlanmıştır.*

*Kuruluş amaçları arasında; son yıllarda kazandığı ivme ile hızla büyümekte olan altın sektörü ile finans sektörü arasında köprü görevini üstlenmek, sektörün kurumsallaşmasına, uluslararası rekabete açılmasına ve altının önemli ihracat kalemlerinden biri durumuna gelmesine katkı sağlamak, kıymetli madenlerin dünya piyasalarına paralel şartlarda işlem gördüğü bir piyasa ortamını oluşturmak, teşkilatlı bir kurum kimliğinde likidite sağlamak, kıymetli maden işlemlerinde referans fiyatı belirlemek, başta altın olmak üzere kıymetli madenlere dayalı yatırım araçları vasıtasıyla finansal ürün yelpazesini genişleterek ulusal ve uluslararası piyasalara entegrasyonu sağlamak ve ayrıca kıymetli taş işlemleri ile de sektöre ihtiyaç duyduğu alanlarda organize piyasa şartları sunmak sayılabilir.”*

#### **1.3.1.2.2. Örgütlenmemiş (Organize Olmayan) Piyasalar :**

Örgütlenmemiş (Organize olmayan) finansal piyasalar tezgah üstü piyasalar olarak da bilinmektedir. “*Örgütlenmemiş finansal piyasalar idari ve yasal olarak belirlenmiş kuralları bulunmayan, resmi ve fiziki olarak belirlenmiş bir mekanı olmayan, organize piyasalar dışında kalan alım ve satım işlemlerinin gerçekleştiği , ilgili kurum ve kuruluşların denetim ve gözetiminden uzak piyasalar olarak tanımlanabilir.*”<sup>36</sup>

Tezgahüstü piyasalar, bankalar, dealerlar, komisyoncular ve diğer aracılardan oluşmaktadır. İşlemler merkezi bir yerden ziyade, bilgisayarda ağıyla ya da telefon faks ağıyla gerçekleşir. Borsa kotuna alınmamış, küçük ve az tanınan şirketlerin hisse senetleri ile hazine kağıtlarının yanı sıra, yabancı paralarda tezgah-üstü piyasalarda alınıp satılmaktadır. Bu piyasalarda yatırımcılar açısından yüksek risk olma ihtimali yüksektir; ancak işlem maliyetlerinin düşük ve formalitenin az olması avantaj olarak değerlendirilebilir.<sup>37</sup>

Ülkemizde Örgütlenmemiş (Organize olmayan) Piyasalar; Bankalararası TL piyasası, Repo piyasası, Tahvil piyasası, Döviz piyasası, Serbest Efektif piyasası ve Serbest Altın piyasası olmak üzere faaliyet göstermektedir:<sup>38</sup>

#### **- Bankalararası TL Piyasası**

Bankalar TL işlemlerini herhangi bir düzenlemeye tabi olmaksızın kendi aralarında oluşmuş piyasada yapabilmektedir. İşlem yapılan bankalar arasında işlem miktarını belirtmek üzere “line” adı verilen bir sınır belirlenir ve “line” dahilinde işlemler yapılır. Bu şekilde

<sup>36</sup> Afşar, a.g.e., s.9

<sup>37</sup> Erdem, a.g.e., s.60-61

<sup>38</sup> İncekara, a.g.e., s.45-47

sınırlamaların oluşturulmasındaki temel etken işlemlerin teminatsız yapılmasıdır. Piyasa bilgileri TRLEDEPO sayfasından takip edilebilmektedir. Bu piyasada oluşan borç verme oranlarının düşmesi piyasadaki nakit gereksiniminin azalması ve dolayısıyla likiditenin artması anlamına gelmektedir

- *Bankalararası Repo Piyasası*

Bankalar ve aracı kuruluşların repo işlemlerini kendi aralarında herhangi bir düzenlemeye tabi olmadan yapabildikleri piyasadır. Söz konusu işlemler aynı şekilde işlem miktarını belirtmek üzere “line” adı verilen bir sınır belirlenerek ve “line” dahilinde yapılır.

- *Bankalararası Tahvil Piyasası*

Bankalar ve aracı kurumlar doğrudan menkul kıymet alım ve satım işlemlerini, Borsa İstanbul’un kendilerine tanıdığı limitlerin yetersiz kalması durumunda özellikle ileri valörlü işlemleri herhangi bir düzenlemeye tabi olmadan kendi aralarında yapmayı tercih etmektedirler. Bu piyasada belirlenen “line” sınırları dahilinde işlemler gerçekleşmektedir.

- *Bankalararası Döviz Piyasası*

Bankalar ve yetkili kurumlar döviz işlemlerini kendi aralarında da herhangi bir düzenlemeye tabi olmadan serbestçe yapabilmektedir. İşlemler birbirlerine tanımlamış oldukları limitler içerisinde yapılmaktadır. İşlemler ilan edilen kotasyonlar üzerinden veya pazarlık üzerinden gerçekleşmektedir.

- *Serbest Efektif Piyasası*

İşlemler bankalar ve yetkili kurumlar arasında gerçekleştirilmektedir. Fiyatlar özellikle yurtiçi piyasalarda yaşanan ekonomik aktivitelerden etkilenmektedir. Piyasalarda likidite miktarının azaldığı dönemlerde (vergi ödemeleri, hazine ihale günleri vb) döviz fiyatları düşmekte, likiditenin yüksek olduğu dönemlerde ise döviz fiyatları artmaktadır.

- *Serbest Altın Piyasası*

İstanbul Altın Borsası tarafından belirlenen miktarın altındaki işlemler serbest altın piyasasında herhangi bir düzenlemeye tabi olmadan pazarlık yöntemiyle gerçekleşmektedir.

### 1.3.1.3. Para ve Sermaye Piyasaları

#### 1.3.1.3.1. Para Piyasaları

Para piyasaları kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Kısa vadeli fon arzına çoğunlukla bankalardaki mevduatlar kaynaklık eder. Fon talebi ise kısa dönemli işletme ihtiyaçlarının sağlanması için oluşur. Bu piyasalarda hazine bonusu, varlığa dayalı menkul kıymetler, mevduat sertifikası, kambiyo senetleri vb araçlar işlem görmektedir. Söz konusu araçlar likiditesi yüksek araçlardır. Vadenin kısa olması nedeniyle arz fiyatlarında fazla dalgalanma olmaz ve dolayısıyla riski düşüktür.<sup>39</sup>

#### 1.3.1.3.2. Sermaye Piyasaları :

Vadeleri bir yıldan daha uzun hisse senetleri ve borç araçlarının alınıp satıldığı piyasalara denir. Sermaye piyasası menkul kıymetlerini çoğunlukla hükümetler ve şirketler arz etmektedir.<sup>40</sup> Genel olarak orta ve uzun vadeli fonlardan oluşmakla beraber yatırım projelerinin finanse edilmesi, sermaye ihtiyaçlarının karşılanması vb nedenlerle talep gerçekleşir. Sermaye piyasaları aynı zamanda kullanılan finansal araçların yapısına göre değişmekle birlikte borç – alacak ilişkisi dışında fon arz-talep edenler arasında mülkiyet ilişkisinin kurulduğu piyasalardır. Fon arz edenler piyasadaki finansal araçların risk-getiri analizini yaparak fon talep edenleri kendisi belirlemektedir. Dolayısıyla bu piyasadaki yatırımcıların aktif yatırımcı olarak nitelendirmek mümkündür.<sup>41</sup>

Para ve sermaye piyasaları arasında finansal piyasaların sunduğu temel hizmetler dikkate alındığında üç önemli farkı belirtmek gerekir:<sup>42</sup>

- Para piyasalarında alınıp satılan finansal araçlar sermaye piyasasına göre kısa vadeli olması nedeniyle daha az risklidir. Fiyatlardaki dalgalanmalar küçük boyutlardadır.
- Para piyasası araçlarının likiditesi sermaye piyasası araçlarına göre daha yüksektir. İşlem hacmi daha büyüktür ve dolayısıyla birim alım satım maliyetleri daha düşüktür.
- Para piyasası araçlarının bilgi (enformasyon) maliyetleri sermaye piyasası araçlarına göre daha düşüktür. Borçlular tanınan kişilerdir ve fonların süresi daha kısadır.

<sup>39</sup> Afşar, a.g.e., s.10-11

<sup>40</sup> M.İlker Parasız, **Finansal Kurumlar ve Piyasalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2007, s.23

<sup>41</sup> Afşar, a.g.e.,s.12

<sup>42</sup> Erdem, a.g.e., s.58

### 1.3.2. FİNANSAL ARACILARIN YAPISI VE İŞLEVLERİ

Finansal sistem içinde doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki tür fon akışı söz konusudur. Doğrudan finansman yönteminde, alıcı ve satıcılar arasında aracı olmaksızın fon akışı sağlanırken dolaylı finansman yönteminde finansal aracılar kullanılarak fon akışı sağlanmaktadır. Finansal aracılar, fon arz edenler ve fon talep edenlerin ortak buluşma adresidir. Fon fazlası olan kişi ya da kurumlar bu fonları yönetme konusunda bilgi ve yeteneğe sahip olmayabilir, fon ihtiyacı olan kişi ya da kurumları tespit edemeyebilir, fon kullandırırken karşılaçıkları riskleri yaymak ve ihtiyaç anında kullanıma hazır olmasını talep edebilir, dolayısıyla fonlarını kendileri ve ekonomi açısından en uygun şekilde kullanmak arzusunda olabilirler. Bu ve benzeri nedenler ile aracı kurumlara ihtiyaç duyulmaktadır. Aynı husus fon kullanması gerekenler (yatırımcı ve tüketiciler) için de söz konusudur. Onlar da ihtiyaç duydukları fonun nerede, hangi maliyetten ne kadar sürede ve ne koşullarda elde edileceğini tek başlarına tam olarak bilemezler. Aracı kurumlar bilginin sağlanması, riskin yayılması, maliyetin düşürülmesi vb hususlarda fon arz edenler ve fon talep edenlere gerekli desteği sağlamaktadır. Finansal piyasalar içindeki tasarruf sahipleri fonlarını giderek daha az oranda kendileri yönetmeye daha fazla oranda ise aracı kurumların yönetimine bırakmaya başlamışlardır.<sup>43</sup>

Finansal sistem içinde fonların arz edenlerden talep edenlere doğru aktarılması süreci ekonomik gelişme düzeyi ve finansal piyasaların yapısına bağılı olarak farklı özelliklere sahip çeşitli finansal kurumlar vasıtasıyla yürütülmektedir. Aracılık işlevinin başarılı olmasına bağılı olarak fon maliyetlerinde azalma ve yatırımların nicel ve nitel yapısında iyileşmeler ortaya çıkmaktadır. Finansal aracılar fonların aktarılması, dönüştürülmesi vb işlemleri yerine getirirken ekonomide bir takım işlevleri yerine getirmektedir.<sup>44</sup>

#### *i. Gömüleme Eğilimini Azaltıcı Etki :*

Bir ekonomide finansal aracıların varlığı ekonomide atıl olan bu anlamda gömülenmiş olarak nitelenen fonların piyasaya girmesini sağlar. Gömüleme nedenlerinden en önemlisi, finans piyasalarında istenilen türde hizmet verecek finans kuruluşlarının ve finansal araçların olmaması veya yeterli düzeyde olmamasıdır. Ayrıca tasarruf sahiplerinden hangi finansal aracın kullanımının kendileri için en uygun olacağı hususunda bilgi ve

<sup>43</sup> Erdem, **a.g.e.**, s.63-64

<sup>44</sup> Afşar, **a.g.e.**, s.58-60.

tecrübeye sahip olması beklenemez. Tasarruf sahipleri, finansal aracların bu konularda sundukları hizmetlerden yararlanarak daha önce gömülenmiş olarak atıl vaziyette tuttıkları fonları bu kurumlar aracılığı ile sistemin işleyişı içine sokarlar.

**ii. *Vade Ayarlama :***

Fon arz edenler mümkün olan en kısa vade ile fonlarını kullanıma sunmak, fon talep edenler ise mümkün olan en uzun vadede kullanmak isterler. Taraflar arasında vade uyumsuzluğunu gidermek finansal aracların görevidir. Finansal araclar sözkonusu finansal araçları vadeleri farklılaştırarak, fon arz ve talep edenlerin ihtiyaçlarına uygun hale getirirler.

**iii. *Miktar Ayarlama :***

Fon arz edenlerin birikimleri küçük tutarlar iken, fon talep edenlerin istedikleri miktarlar büyüktür. Bu durum miktar uyumsuzluğuna neden olmaktadır. Finansal araclar fon arz edenlere mikar ne olursa olsun birikimlerini yatırabilecekleri yatırım alternatifleri sunarak, bu fonları toplamakta ve havuz oluşturmaktadır. Böylece finansal araclar tutar olarak farklı büyüklükteki fonların miktar ayarlamasını yapmaktadırlar.

**iv. *Risk Ayarlama :***

Finansal araclarda toplanan ve büyük boyutlara ulaşan fonların değişik risk derecelerinde finansal araçlara yatırmak ve finansal yatırımları farklılaştırmak mümkündür. Bu nedenle finansal araclar tasarruf sahiplerinin tek başlarına yapamadığı risk ayarlama işlevini, daha kolay ve etkin bir şekilde yerine getirebilir.

**v. *Potansiyel Faiz Oranlarını Düşürme :***

Bir ekonomide finansal aracların varlığı atıl olabilecek fonların piyasaya girmesine neden olmaktadır. Atıl fonların piyasaya girmesi, genel anlamda fon arzının artması, ekonomide faiz oranlarının potansiyel olarak yükselebileceği düzeyin altında oluşması sağlanmaktadır.

**vi. *Emisyon Artış Oranını Azaltma :***

Finansal aracların varlığı ve etkin çalışması, ekonomide mevcut para stokunun kullanımının optimal düzeyde olmasını etkiler. Böylece Merkez Bankası kaynaklarına yönelme en ez düzeye inmektedir.

Finansa kurumlar uzun vadeli kazançlarını ve pay senetlerinin değerini yükseltmek isterken kredi riskini, faiz oranı riskini, likidite riskini, yabancı döviz riskini ve politik riskleri gözönüne almak ve gelecekteki karlılıklarla potansiyel başarısızlıkları dikkatli bir şekilde dengeleyici bir yönetim sergilemek zorundadır.<sup>45</sup>

**vii. Kredi Riski**

Finansal kurum ödünç verirken ödünç alıcının gelecekte borcun faizini ya da ana parasını vadesinde ödememe olasılığını kabu etmektedir. Kredi ya da menkul kıymete yapılan yatırımın riskini yönetmek için finansal kurumlar portföylerini farklılaştırılır, geri ödenmeme riskini ölçmek için analiz yaparlar, ödünç alıcıları veya yatırımları yakından izleme ve benzeri yöntemler uygulayabilirler.

**viii. Faiz Oranı Riski**

Bir menkul kıymetin fiyatındaki ya da piyasa faiz oranlarındaki değişimin neden olduğu gelir kaybıdır.

**ix. Likidite Riski**

Bir finansal kurumun nakit çıkışlarını karşılamak için yeterli nakit girişleri sağlayamamasıdır. Bankalar ve tasarruf kurumlarının mevduat çekişlerini karşılamak ve vadesi gelen diğer yükümlülükleri ödemek için likiditeye ihtiyaçları vardır. Eğer bir finansal kurum yeterli likiditesi olmadığı için kısa vadeli yükümlülüğü yerine getiremezse, uzun dönemde karlı durumda olsa firma iflas edebilir.

**x. Yabancı Döviz Riski**

Yabancı döviz riski bir finansal kurumun kazançlarında ya da değerinde döviz kurundaki dalgalanmalardır. Uluslararası ekonomik koşullarda meydana gelecek değişimler çeşitli ülke paralarında dalgalanmalara neden olabilir. Bu dalgalanmalar finansa kurumların para pozisyonlarına göre kazançlı ya da kayıplı çıkmalarına neden olur.

**xi. Politik Risk**

---

<sup>45</sup> Parasız, Para Banka ve Finansal Piyasalar, s.87-88



Ülkedeki ya da diğer ülkelerdeki hükümet değişikliklerine bağlı olarak finansal kurumların değerindeki dalgalanmalardır. Yurtiçinde eğer hükümet finansal kurumlar ile ilgili düzenlemeleri değiştirirse, finansal kurumların kazançları ve getirileri değişir.

Finansal sistem içinde finansal araçlar finansl kurum görevi görmekte, bazıları hem sermaye piyasası hem de para piyasalarında hizmet görmektedir. Finansal kurumlar, temel aktifleri çoğunlukla finansal araçlar olan ve faaliyetleri de bunlar üzerinde yoğunlaşan, aynı zamanda gelirlerini de finansal araçlarla ilgili işlemlerden sağlayan kurumlardır. Çeşitli yöntemlerle elde ettikleri fonları, piyasada yine çeşitli yöntemlerle fon talep edenlere kullandırır. Ellerindeki verileri kullanarak piyasadaki fiyat hareketlerini denkleştirmeye çalışırlar. Mankul kıymetleri çok sayıda yatırımcıya yaymak amacıyla bölerler. Finansal kurumların olmadığı bir piyasada fon aktarım süreci hem daha uzun bir zamanı gerektirecek, hem de fonların aktarımı tam olarak gerçekleşmeyecektir.<sup>46</sup>

### **1.3.3.FİNANSAL PİYASALARIN REGÜLASYONU (DÜZENLENMESİ)**

Finansal sistem kendisini oluşturan unsurlar ve bu unsurların davranışları nedeniyle etkin bir regülasyona gerek duymaktadır. Finans piyasalarının etkin çalışmaması; finansal aracılık işlevinin zayıflamasına, piyasalarda risk transferi sorununa, özellikle bankacılık sektöründe yaşanması muhtemel borç krizlerine, finansal istikrarsızlığa ve dolayısıyla genel olarak ekonomik büyümenin yavaşlamasına neden olabilmektedir. Bu durum finansal sistem ile ilgili düzenlemelerin kamu otoritesince gerçekleştirilmesinin ve maliyetinin bütçeden karşılanmasının temel gerekçesini oluşturmaktadır. Finansal sistem regülasyonlarının en yoğun biçimde uygulandığı sektör, bankacılık sektörüdür. Bankacılık sektörü regülasyonları için bütçeden kaynak ayrılması ve bu sistemde yaşanacak istikrarsızlıkların ekonomi üzerindeki maliyeti düşünüldüğünde, bankacılık sektörü regülasyonları ve mali etkinlik arasında sıkı bir ilişki olduğu görülmektedir. Bankacılık krizleri ve finansal istikrarsızlığın mali etkinlik üzerinde yol açabileceği olumsuz etkiler şu şekilde sıralanabilir.<sup>47</sup>

*“Yaşanan istikrarsızlıklar ve krizler mali sektör, şirketler ve hane halkı yanında bir ekonomik aktör olarak kamu kesimi, bütçe dengelerini olumsuz etkilemektedir.*

*Kriz riski ve bu riski azaltmak üzere kullanılan sermaye yeterliliği rasyoları, mali kurumlar üzerinde likidite baskısına neden olmaktadır. Finansal piyasaların fonksiyonlarını olumsuz yönde etkileyerek GSYH'nın kısılmasına yol açabilmektedir.*

<sup>46</sup> Afşar, a.g.e., s.57-58

<sup>47</sup> Zülfüoğlu, a.g.e., s.79-80

*Bankacılık sektörü üzerindeki mali baskı şirketlere, hane halkına ve kamu kesimine yönelik kredilerin kısılmasına yol açabilmektedir.*

*Finansal piyasalarda yaşanan istikrarsızlıkların reel ekonomide oluşturduğu oynaklıklar şirket ve hane halkı gelirlerinin azalmasına neden olarak sosyal refahın azalmasına yol açabilmektedir.”*

Gerek ulusal gerekse de uluslararası boyutta finansal sistemin regülasyonunda temel hedef finansal gelişimin sağlanarak bu piyasalara etkinlik kazandırmaktır. Bu anlamda finansal regülasyonu, düzenleyici bir otoritenin kendi sosyal amaç fonksiyonunu maksimize etmek için finansal araçların kararlarına ve davranışlarına bir takım kurallar koyması ya da kısıtlamalar getirmesi olarak tanımlamak mümkündür. Mevduat sigortası, portföy sınırlamaları, faiz tavanları, zorunlu karşılık oranları ve sermaye oranı seçilen amaca ulaşmada kullanılabilecek regülasyon enstrümanları arasında yer almaktadır.<sup>48</sup>

Finansal düzenlemeler diğer bir açıdan, hükümetlerin finans piyasalarında rekabetin teminini ve sürdürülmesini esas alan üç amacı gerçekleştirmek amacıyla takip ettiği yasal ve politik uygulamalardır. Bu üç amaç şunlardır:<sup>49</sup>

- Bilgi edinimi
- Finansal istikrarın sağlanması
- Diğer politika amaçlarının ilerletilmesi

**Bilgi Edinimi;** finans piyasalarında gerek duyulan bilginin doğru bir şekilde ve zamanında düşük maliyetle tedarik edilmesidir. Her alıcı ve satıcı firma ya da birey ihtiyaç duyduğu bilgiyi kendisi temin edemez. Aracı kuruluşlar bilgilere daha iyi ve hızlı bir şekilde ulaşırlar fakat Aracı kuruluşlar da gerekli bilgiyi her zaman tam olarak tedarik edemeyebilir. Hükümetler, bu sorunları ortadan kaldırmak amacıyla, finansal sistemde düzenlemeye giderler. Bu konuyla ilgili yasaları kullanmak suretiyle finansal kuruluşların gerekli finansal bilgiyi taraflara yansıtmasını zorunlu kılar. Bu kuruluşlar her ülkede mevcuttur. ABD’de 1929 bunalımından sonra 1933 yılında çıkarılan Menkul Kıymetler Yasası’nın bir sonucu olarak Menkul Kıymetler ve Mübadele Komisyonu (SEC) kurulmuştur. Türkiye’de bu kuruluşlara örnek olarak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ile son yıllarda bankacılık sektöründe yaşanan

<sup>48</sup>Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve finansal Düzenlemeler**, İTO Yayın No:2001-47, İstanbul, 2001, s.61.

<sup>49</sup>Erdem, **a.g.e.**, s.173.

derin kriz sonrasında oluşturulan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) verilebilir.

**Finansal İstikrarın Sağlanması;** para ve sermaye piyasalarında istikrarın sağlanması, finansal piyasaların, aracı kuruluşların ve araçların sağlamlıklarının ve güvenilirliklerinin temin edilmesini ve sürdürülmesini esas alır. Finans piyasalarında istikrarın sağlanmadığı durumlarda bankacılık sektöründe, borsada, sigorta şirketlerinde ve diğer finans sektörlerinde krizler yaşanmaktadır. Finansal kriz (ya da bankacılık krizi) yaşayan ülkeler derhal bankacılık sektöründe yeniden yapılandırma sürecini başlatırlar. Bunun amacı, sektöre yeniden güveni sağlamak, yasal altyapıyı oluşturmak, mali ve yapısal tedbirleri almaktır. Ülkemizde şubat 2001 ekonomik krizinin ardından, IMF ile koordineli olarak yürütülen Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile birlikte işleyen sürecin en önemli saç ayağı hiç şüphesiz bankacılık sektörü olmuştur.

**Diğer Politika Amaçlarının Geliştirilmesi;** finansal sistem istikrara kavuşmadan, ülkenin diğer makro ve mikro ekonomik politika amaçlarını yerine getirmesi imkansızdır. Örneğin; para politikasının etkin bir şekilde uygulanabilmesi ve dolayısıyla merkez bankasının sağlıklı bir biçimde görevini yerine getirebilmesi için, finans sektörünün istikrarı önemlidir.

### ***Türkiye’de Finansal Piyasaların Düzenlenmesi ve Denetlenmesi:***

Türkiye’de finansal piyasaların düzenlenmesi sermaye piyasaları, bankacılık ve sigortacılık sektörlerinin ayrı yarı kurumlarca düzenlenmesi ve denetlenmesi şeklinde uygulanmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) vb kurumlar söz konusu kurumların başında gelmektedir.<sup>50</sup>

*Sermaye Piyasası Kurulu; “Tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın ekonomik kalkınmaya katılmasını sağlamak ve sermaye piyasasının güven ve şeffaflık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve faydalarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek amacıyla 1981 yılında çıkarılan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulmuştur. Kurul idari ve mali özerkliğe sahip bir kamu tüzel kişisidir ve kendisine verilen görev ve yetkileri kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirir ve kullanır. Kurulun ilgili olduğu Bakan, Başbakan tarafından görevlendirilen Bakan’dır.Sermaye piyasası kurulunun, güven ve şeffaflık içinde çalışmasını ve tasarruf*

<sup>50</sup>Finansal düzenleme ve denetleme ile ilgili kurumlara ilişkin açıklamalar, bu kurumların resmi internet sitesinden alınmıştır. (çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/> , <http://www.bddk.org.tr/> , <http://www.tmsf.org.tr/> (17 Mayıs 2015)

*sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını sağlamak hedefleri doğrultusunda, kurulun temel amaçları: Sermaye piyasalarının ve kurumlarının işleyiş kurallarını belirlemek, piyasadan fon kullanan şirketlerin belli kurallara uygun olarak en iyi şekilde yararlanmalarını sağlamak, sermaye piyasasına yatırım yapan tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumak, piyasaların adil ve etkin çalışmasını sağlamaktır.”*

Kurul sermaye piyasasının etkin işleyişini sağlamak için Aracı Kurumlar, Bankalar, Portföy Yönetim Şirketleri, Gayrimenkul Değerleme Şirketleri, Portföy Saklama Kuruluşları, Yatırım ve Emeklilik Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Bağımsız Denetim Kuruluşları ve Derecelendirme Kuruluşları vb kurumlar ile beraberce faaliyet göstermektedir. Ayrıca ilgili faaliyetlerde verimi artırmak için kanun, yönetmelik ve tebliğlerle düzenlemeler yaparak, piyasaların gözetim ve denetimini sağlamaya çalışmaktadır.

**Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK):**

*“Bankacılık sektörünün düzenlenmesi ve denetlenmesi ile ilgili Hazine Müsteşarlığı, Merkez Bankası, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) vb kurumlardan oluşan parçalı yapının ortadan kaldırması ve sektöre ilişkin tek bir bağımsız denetleyici ve düzenleyici kurumun kurulması kararlaştırmıştır. Buradaki temel amaç, düzenleme ve denetimin etkinliğinin artırılması ve bağımsız bir karar alma mekanizmasının oluşturulmasıdır. Bu çerçevede 4389 sayılı Bankalar Kanunu ile Haziran 1999’da Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nun (BDDK) kurulmasına karar verilmiş ve Kurum Ağustos 2000’de faaliyetlerine başlamıştır. Kurumun temel amacı, finansal piyasalarda güven ve istikrarın sağlanması, kredi sisteminin etkin bir şekilde çalışması, tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunmasıdır. BDDK idari ve mali özerkliğe sahip bir kamu kurumudur. Kurum, mevzuatla kendisine verilen düzenleme ve denetlemeyle ilgili görev ve yetkileri kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirir ve kullanır. Kurumun kararları yerindelik denetimine tabi tutulamaz. BDDK; bankaların, yabancı banka temsilciliklerinin, banka dışı mali kuruluşlar olarak tanımlanan faktoring, finansal kiralama ve finansman şirketlerinin, finansal holding şirketlerinin, varlık yönetim şirketlerinin, ödeme kuruluşlarının ve elektronik para kuruluşlarının kuruluş ve faaliyet izinlerinin verilmesinden ve bu kuruluşların düzenlenmesi ve denetlenmesinden sorumludur.”*

**Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF):**

*“5411 sayılı Kanun ve ilgili diğer mevzuat ile verilen yetkiler çerçevesinde tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması amacıyla, mevduatın ve katılım fonlarının sigorta edilmesi, Fon bankalarının yönetilmesi, mali bünyelerinin güçlendirilmesi, yeniden yapılandırılması, devri, birleştirilmesi, satışı, tasfiyesi, Fon alacaklarının takip ve tahsili işlemlerinin yürütülmesi ve sonuçlandırılması, Fon varlık ve kaynaklarının idare edilmesi ve Kanunla verilen diğer görevlerin ifası için kurulmuş olup kamu tüzel kişiliğini haiz, idarî ve mali özerkliğe sahip bir kuruluştur. Fon, başkan ve üyelerden müteşekkil kurul ile başkana bağlı olarak faaliyetlerini yürüten Başkanlık teşkilatından oluşur.”*

Finansal sistemde Hazine ve Merkez Bankası'nın da düzenleyici rolleri bulunmaktadır:

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı:

*“Ülkenin ekonomi politikaları çerçevesinde hazine işlemleri, kamu finansmanı, yabancı ülke ve kuruluşlardan borçlanma, ülkenin finansman politikaları çerçevesinde sermaye akımlarına ilişkin düzenleme ve işlemlerin yanı sıra, sigortacılık sektörüne ilişkin izleme ve düzenleme faaliyetlerini yürütmektedir. İstanbul Altın Borsası'na ilişkin düzenlemeler de Hazine tarafından yapılmaktadır.”*

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB):

*“Görevleri arasında finansal sistemde istikrarı sağlamak, para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak bulunmaktadır. TCMB, para politikası doğrultusunda para arzının ve ekonominin likiditesinin düzenlenmesi amacıyla, menkul kıymet alım-satımı, repo ve ters repo, menkul kıymetlerin ödünç alınıp-verilmesi gibi işlemleri yapabilmektedir.”*

Regülasyonun amacı piyasa mekanizmasının aksadığı durumlarda yasal olarak iyi tanımlanmış açık ve net düzenlemeler yoluyla piyasa mekanizmasının işlerliğini sağlamak olmalıdır. Regülasyonlar ile hedeflenen ilgili piyasalarda etkinlik ve rekabetin artırılması dolayısıyla uzun vadede ekonomik büyüme ve kalkınmanın sağlanmasının yolunu açmaktadır.<sup>51</sup>

## 1.4. FİNANSAL ARAÇLAR

### 1.4.1. PARA PİYASASI ARAÇLARI

Para piyasası araçları, vadeleri bir yılın altında olan borç araçlarıdır. Vadeleri kısa, riskleri düşük, ticaret hacimleri ise oldukça yüksektir.<sup>52</sup>

**Hazine Bonosu**, devletin bütçe açıkları doğrultusunda, nakit açıklarını finanse etmek için ihraç ettiği kısa vadeli finansman aracıdır. Vadeleri 3-6-9 ve 12 ay olmak üzere bir yılın altındadır. Devlet tahvilleri ile hazine bonoları arasındaki en önemli fark vade açısından ortaya çıkmaktadır. Devlet tahvillerinin vadesi bir yılı aşarken, hazine bonolarının vadesi en fazla bir yıl ile sınırlandırılmıştır. Hazine bonolarının kredi riski taşıması, likiditesinin yüksek oluşu, çeşitli vergi avantajlarına sahip olması, ihraç küpürlerinin yatırımcı açısından

<sup>51</sup> Zülfüoğlu, a.g.e., s.18

<sup>52</sup> Erdem, a.g.e., s.53

küçüklüğü nedeniyle uygun bulunması gibi özellikler sahip olması, bu araçlara piyasadaki talebin canlı olmasına neden olmaktadır.<sup>53</sup>

**Banka Bonoları;** sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) 1992 tarihli tebliğinde banka bonusunu “bankanın borçlu sıfatıyla düzenleyip Sermaye Piyasası Kurulu'na ihraç ettiği, emre ya da hamiline yazılı kıymetli evrak”olarak tanımlanmaktadır.<sup>54</sup>

**Finansman Bonoları;** borçlu sıfatıyla düzenlenip ihraç edilen menkul kıymet niteliğindeki evraktır. Vadesi 30 gün ile 360 günden arasında 30 gün ve katları şeklinde belirlenebilir. İskontolu olarak, halka arz edilerek veya edilmeksizin ihraç edilebilir. Finansman bonusu türleri:<sup>55</sup>

*“A tipi : Garanti kaydı taşımayan finansman bonoları,*

*B tipi : İhraççıya taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonoları,*

*C tipi : Banka garantisi taşıyan finansman bonoları,*

*E tipi : Hazine garantisi taşıyan finansman bonoları,*

*F tipi : Bir anonim ortaklığın müşterek borçlu ve mütselsil kefil sıfatıyla ödeme vaadini ihtiva eden finansman bonoları”*

**Geri Satın Alım Anlaşması (Repo);** belirli bir vadede geri alım şartı ile sermaye piyasasında işlem gören finansal araçların satılmasıdır. Likit olma özelliğinin yüksek olması nedeniyle piyasa da oldukça talep görmektedir. Hazine bonusu, devlet tahvilleri ve özel sektör borçlanma senetleri ülkemizde repo işlemi yapılan finansal araçlardır.<sup>56</sup>

**Çek ve Senetler;** ticari kuruluşların üçüncü kişilerden alacaklarını temsil eden ve bu kuruluşlarca çeşitli ödemelerde para gibi kullanılan belgelerdir. Kullanılmaya hazır provizyona dayalı bir ödeme emrini ifade eden çek,tedavül yeteneği ve hacmi oldukça geniş bir finansal araçtır.<sup>57</sup>

---

<sup>53</sup> Afşar, **a.g.e.**,s.52

<sup>54</sup> Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.46

<sup>55</sup> Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, s.272

<sup>56</sup> <http://www.tspb.org.tr/tr/Default.aspx?tabid=211#opsiyon> (10 Şubat 2015)

<sup>57</sup> Afşar, **a.g.e.**, s.39

**Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler;** bilançonun aktif tarafında bulunan belgelenmiş alacak kalemleri ile duran varlıkların menkul kıymetleştirilmesidir. Bu sayede piyasada menkul kıymetlerin alım satımı yapılabilir. İhraççılar; bankalar, anonim ortaklıklar, finansal kiralama kuruluşları, genel finans ortaklıkları ve KİT'ler olabilir. İhraç edilecek varlığa dayalı menkul kıymetlerin konusunu oluşturabilecek alacak tipleri şunlardır:<sup>58</sup>

*“Konut kredileri*

*Bankaların gerçek kişilere açmış olduğu tüketici kredileri*

*Factoring işlemleri yapan ortaklıklarca temellük edilen ihracat karşılığındaki belgeye dayalı alacaklar*

*Bankalar dışındaki mal ve hizmet üretiminde bulunan anonim ortaklıklar ve KİT'lerin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlar sebebiyle senede bağlı alacaklar”*

**Mevduat sertifikası;** bankadaki mevduat karşılığında mevduat sahibine, mevduatının miktar ve vadesini göstermek üzere belgedir. İkincil piyasası olan ve ihtiyaç duyulması halinde paraya çevrilmesi kolay olan, likiditesi yüksek olan finansal araçlardandır.<sup>59</sup>

#### 1.4.2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarıdır:<sup>60</sup>

**Paylar;** *“Ortaklığın sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymetlerdir. Payları borsada işlem gören ortaklıklar fiziki pay ihracı yapmazlarken, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar, şekil şartları Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenen fiziki olarak pay senedi çıkartırlar. Nama – Hamiline yazılı paylar, Adi – İmtiyazlı paylar, Primli – Primsiz paylar ve Bedelli – Bedelsiz paylar olmak üzere türleri mevcuttur. Payların kar payı geliri ve sermaye kazancı geliri mevcuttur.”*

**Katılma İntifa Senedi;** *“Sahiplerine, ortaklık hakkına sahip olmaksızın kardan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, halka açık olmayan ortaklık tarafından yeni çıkarılacak payları alma hakkı veren sermaye piyasası aracıdır. Katılma intifa senedi, esas sözleşmede hüküm bulunmak koşulu ile genel kurul kararıyla çıkarılabilir. Süresiz olarak veya nominal değerinin üzerinde ihraç edilebilen katılma intifa senetleri halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışa sunulabilir.”*

<sup>58</sup> Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, s.272

<sup>59</sup> Afşar, **a.g.e.**, s.36

<sup>60</sup> Sermaye Piyasası Araçları, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapları-2, (çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=76&fn=76.pdf>, (15 Şubat 2015), s.2-9

**Tahviller;** “Devletin ya da özel sektör şirketlerinin borçlanarak orta ve uzun vadeli fon sağlamak üzere çıkarttıkları borç senetleridir. Tahviller halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satılabilir. Halka arz edilmeksizin yapılacak satışlar, tahsisli satış ve nitelikli yatırımcıya satış olmak üzere iki şekilde yapılabilir. Tahviller sahiplerine herhangi bir ortaklık hakkı vermez, sadece ihraççıya karşı alacaklılık hakkı sağlar. Tahvil sahibi, tahvili çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır. Tahvil sahibi şirketin aktifi üzerinde, alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir. Şirketin yönetimine katılamaz. Buna karşılık şirketin elde ettiği kardan, önce tahvil sahiplerinin faizleri, daha sonra pay sahiplerinin kar payları ödenir. Tahvillerin getirilerini etkileyen en önemli unsurlar, likiditesi ve sahip oldukları risktir. Şirket tahvilleri, şirketin iflas etmesi ve faiz, anapara ödemesinde temerrüde düşmesi açısından devlet tahvillerine oranla daha yüksek risk taşıdıklarından, genellikle devlet tahvillerinden daha yüksek faiz geliri sağlarlar. Tahvilin vade tarihine kadar olan değeri faiz oranlarındaki değişikliklere paralel olarak değişecektir. Başka bir deyişle, faiz oranları düştüğünde tahvilin değeri yükselecek ve bunların vadesinden önce satılması halinde artı kazanç sağlanacaktır. Ters durumda faiz oranları yükseldiğinde, tahvillerin fiyatı düşecektir. Tahviller çoğu zaman sabit getirili menkul kıymetlerdir.”

**Paya Dönüştürülebilir Tahviller (PDT);** “Ortaklık tarafından çıkarılan ve ihraççı ortaklığın sermaye artırımı suretiyle çıkaracağı paylara veya izahname veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren menkul kıymetlerdir. PDT’lerin vadesi 365 günden az olamaz.”

**Değiştirilebilir Tahviller (DET);** “İhraççı tarafından çıkarılan ve payları borsalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir. DET’lerin vadesi 365 günden az olamaz.”

**Ortaklık Varantları;** “Ortaklık varantları, sahibine, vade tarihine kadar ya da vade tarihinde payları borsada işlem gören veya görecek olan kayıtlı sermaye sistemine tabi ihraççı paylarına veyahut payları borsada işlem gören herhangi bir ortaklığın paylarını satın alma hakkı veren sermaye piyasası aracıdır. Bu yönüyle ortaklık varantları pay satın alma hakkı veren opsiyon sözleşmelerine benzemektedir.”

**Yatırım Kuruluşu Varantları ve Sertifikaları;** “Yatırım kuruluşu varantları elinde bulunduran kişiye, dayanak varlığı ya da göstergesi önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren ve bu hakkın kaydı teslimat ya da nakdi uzlaşma ile kullanıldığı sermaye piyasası araçlarıdır. Halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satılmak üzere ihraç edilebilirler. Ancak yurtiçinde tahsisli olarak satılamazlar.”

**Gayrimenkul Sertifikaları;** “İhraççıların inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden nominal değeri eşit menkul kıymetlerdir.”

**Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK);** “Varlık finansmanı fonu (VFF) veya ipotek finansmanı kuruluşunun (İFK) devralacağı varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen menkul kıymetlerdir. İpoteğe dayalı menkul kıymetler (İDMK), konut finansmanı fonunun (KFF) veya ipotek finansmanı kuruluşunun devralacağı varlıklar karşılık gösterilerek



ihraç edilen menkul kıymetlerdir. İhracın fon tarafından yapılacak olması halinde, VDMK ihracı için VFF, İDMK ihracı için KFF kurulması zorunludur. Banka, İFK ve geniş yetkili aracı kurum tarafından kurulan fonlar kurucularının yanı sıra diğer kaynak kuruluşların aktiflerindeki varlıkları devralmak suretiyle VİDMK ihraç edebilirler.”

**Teminatlı Menkul Kıymetler (TMK);** “İhraçının genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve teminat varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma aracı niteliğinde bir sermaye piyasası aracıdır. TMK ifa edilinceye kadar teminat varlıklar, ihraçının yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi halinde dahi teminat amacı dışında tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez, iflas masasına dâhil edilemez, ayrıca bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı verilemez.”

**Kira Sertifikası;** “Her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi (VKŞ) tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymettir. Kira sertifikaları; sahipliğe, yönetim sözleşmesine, alım-satıma, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı olarak veya bu sayılanların birlikte kullanılması suretiyle ihraç edilebilir.”

**Yabancı Sermaye Piyasası Araçları;** “Yabancı yatırım fonu payları hariç olmak üzere yabancı ortaklıklar veya yabancı devletler ve mahalli idareler tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarıdır.”

## İKİNCİ BÖLÜM: İSLÂMÎ FİNANSAL SİSTEMİN GENEL ÇERÇEVESİ

### 2.1. İSLAMÎ FİNANSAL SİSTEMİN GENEL YAPISI

İslâmî finansın, uluslararası boyut kazanan modern bir uygulama alanı olarak incelenmesi ve tartışılmasının yaklaşık elli yıllık bir tarihi mevcuttur. Bu alanda kullanılan terimlerin, kavramların ve araçların temelleri, bin dört yüzyıllık İslâm tarihine dayanmakla birlikte finansal alanda kullanımları çok yenidir.<sup>1</sup>

1950’li yıllardaki siyasi ve sosyal gelişmeler, İslâmî finans uygulamalarının başlamasına öncülük etmiştir. Özellikle petrol fiyatlarının artış gösterdiği 1970’li yıllarda petrol ihracatı yapan İslam ülkelerinin gelirlerindeki önemli artışların İslami finansın gelişiminde büyük payı vardır. Bunun yanında finansal piyasaların küreselleşme olgusu ile bütünleşmesi, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, İslami kurallara dayalı İktisadi sistemler geliştirme çabası İslami finansın gelişmesini desteklemiştir.<sup>2</sup>

İslâmî finans kavramını İslâm hukuk kuralları çerçevesinde uygulama alanı bulan finansal işlemler olarak tanımlayabiliriz. Dolayısıyla İslâmî finansal sistem içerisinde uygulamaların değerlendirilmesi sırasında içinde bulunulan hukuk sistemi veya dönemin değer yargıları değil İslâm hukuku esas alınmaktadır.<sup>3</sup>

İslâm düşünürleri, İslâm dininin gerektirdiği ahlak kuralları ve değerlerinden sapılmadan sermaye birikiminin sağlanması ve bu birikim ile İktisadî kalkınmanın gerçekleştirilmesi gerektiği konusunda görüş birliği içindedir. Finansal sistemin temel fonksiyonu fon arz edenler ile fon talep edenleri buluşturmadır. Dolayısıyla İslâmî finans ile modern finans sistemi aynı fonksiyona sahiptir. Fon arz edenlerin elindeki fazla fonu İslâmın öngördüğü kurallar çerçevesinde kullanılmak istemesi, buna karşılık fon talep edenlerin ihtiyaçlarını İslâmın öngördüğü kurallar çerçevesinde karşılamak istemesi, sistemin İslâm hukukunun kurallarına göre yeniden tasarlanmasını ve dolayısıyla finansal araç (İslâmî

<sup>1</sup> Atilla Yanpar, **İslâmî Finans-İlkeler, Araçlar ve Kurumlar**, İstanbul, Scala Yayıncılık, 2014, s.26.

<sup>2</sup> Suna Akten Çürük, “İslâmî Finansın Türkiye’deki Gelişimi, Mevcut Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Selçuk Üniversitesi SBE, 2013, s.19.

<sup>3</sup> Yanpar, **a.g.e.**, s.27. Kapitalist ekonomik sistemin ardındaki seküler anlayış ve İslam dininde ekonomik faaliyetlerin dinin bir parçası olarak kabul edilmesi hakkındaki değerlendirmeler için bkz.: Murat Ustaoglu ve Ahmet İncekara, “The First Step towards Islamic Finance: Separation of Secularism and the Islamic Agenda”, **Islamic Finance Alternatives For Emerging Economies**, Ed. Murat Ustaoglu ve Ahmet İncekara, New York, Palgrave Macmillan, 2014, 4-27, 22.

bankacılık araçları ve İslâmî sermaye piyasası araçları) ve finansal araçların (İslâmî bankalar, İslâmî sigortacılık şirketleri ve İslâmî yatırım fonları) bu hukuk sisteminin kurallarına uygun oluşturulmasını gerektirmektedir.<sup>4</sup>

İslâm hukuk sisteminin temel amacı, toplumun varlığı ve düzeni için vazgeçilmez temel hak ve değerler olarak literatürde bulunan hayat (can), nesil (nesep, ırz), akıl, mal ve dinin korunması şeklinde özetlenir.<sup>5</sup> Her hukuk sistemi gibi İslâm hukuk sistemi de toplumsal ve bireysel ilişkilerde hak ve adaleti gözeten bir düzenin kurulmasını hedefler. İslâm hukuk sisteminin temel farkı kaynağıdır. Bu hususu önemli islam hukukçularından Prof. Dr. Hayreddin Karaman şöyle açıklar:

*“İslâm hukuk sistemi (fıkıh) kaynağı itibariyle ilâhî olup Kur'ân-ı Kerim'e dolayısıyla vahye dayanmaktadır. Gerek Hz. Peygamber'in gerekse diğer alimlerin icihadlarına\* dayanan fıkıh da ölçüsünü vahiyden almaktadır. Öte yandan diğer hukuklarda hukukî ve cezaî yaptırımların etkisi dünya hayatı ile sınırlı kalırken İslâm hukukunda yaptırımların uhrevî boyutu da bulunmaktadır. Ayrıca iyi niyetle kanuna itaatin dünyevî sonuçlarına ilave olarak sevabı, itaatsizliğin de uhrevî sorumluluğu ve günahı vardır. Dünyevî ve maddî yaptırımların yanı sıra sevap ve günah anlayışı vicdanların eğitilmesinde, kanuna itaatin aynı zamanda bir iman ve kulluk vazifesi olarak algılanmasında etkili olmaktadır. Fıkıhta kanun koyucu Allah'tır. Kulların yetkisi, ilahi kanunu (hüküm) araştırıp bulmak, keşfetmektir. İctihad, beşerin kendinden hüküm koyması değil ilahî hükmü bulup ortaya çıkarması şeklinde anlaşılır. Her hüküm ve uygulamada ilahî iradenin aranılıp bulunması esas olduğu ve ilk planda mükellefin tâbî olacağı dinî-hukukî hükmün belirlenmesi amaç edinildiği için her meselenin ayrı olarak ele alınıp hükme bağlanması yolu tercih edilmiştir. Bu özellik fıkıhın kuralcı ve dogmatik bir yapı kazanmasını önlemiş, farklı şart ve çevrelere göre farklı hüküm ve çözümler üretilebilmesine imkan vermiştir. Toplum hayatının bir kısım ilişkilerini de düzenleyen fıkıhın, değişmez ilahî hükümlerle değişen toplum şartları arasında bağ kurmaya ve yeni meseleleri bu çerçevede çözümlenmeye imkan vermiş olmasının temelinde, her mesele için bağlayıcı bir hüküm koymak yerine (bunlar oldukça azdır) geniş çerçeveli hükümler getirip zaruret ve kamu yararına riayet edilmesine fırsat vermiş ve icthada geniş bir alan bırakmış olması yatmaktadır”.*<sup>6</sup>

Tarihsel süreç içerisinde İslâm hukuk sisteminde farklı hukuk ekolleri (mezhep) oluşmuştur. Bu hukuk ekolleri, dinin inanç ve amelî konulardaki hükümlerini anlama veya yorumlama konusunda kendine özgü değerlendirmelere sahip düşünce sistemleridir.<sup>7</sup>

<sup>4</sup> Yanpar, **a.g.e.**, s.38.

<sup>5</sup> Ertuğrul Boynukalın, “Makasidü’ş-Şeria”, **Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi (DİA)**, XXVII, 423-427.

\* İctihad, İslâm hukukçusunun fıkıh usûlü prensiplerini kullanarak hükme varmak için çaba harcamasına ve sonunda vardığı hükme verilen isimdir.

<sup>6</sup> Hayreddin Karaman, “Fıkıh”, **DİA**, XII, 1-14.

<sup>7</sup> İlyas Üzüm, “Mezhep”, **DİA**, XXIX, 526-532.

Görüşleri talebeleri tarafından tescil edilip yaşatılan, asırlar boyu takip edilen usulleri üzerine yapılan araştırma ve incelemelerle kendilerine hizmet edilen imamların mezheplerini üç gruba ayırabiliriz.<sup>8</sup>

1. Ehl-i Sünnet (Sünnî)\* fikhını temsil eden dört mezhep. Bunların imamlarına göre tarihi sıralaması Hanefî mezhebi, Maliki mezhebi, Şafii mezhebi ve Hanbeli mezhebidir. Günümüzde İslâm aleminde Müslümanların çoğu bu mezheplerden birine tabidirler. İslâm aleminin her bölgesinde ya da bu bölgelerin bazı kısımlarında, ehl-i sünnet fikhını temsil eden bu dört mezhepten birisi hüküm sürmektedir.

2. Zahirî mezhebi. Bu mezhebi, diğer dört ehl-i sünnet mezhebi ile aynı kategoride sınıflandırmak mümkündür. Herhangi bir bölgede egemenliği kalmamıştır. Görüşlerine günümüzde karşılaştırmalı İslâm hukuku derslerinde yer verilmektedir.

3. Ehl-i sünnetin muhalefet ettiği bazı itikadi usullerle bağlantılı olmaları sebebiyle, daha önceki iki gruptan farklı grupların fikhını temsil eden mezhepler. Bu grupta dört mezhep bulunmaktadır: Zeydî mezhebi, İbadî mezhebi, İmamiyye Şiası, İsmailî mezhebi. Günümüzde Yemen, Umman, Tunus, Cezayir, İran, Irak ve Mısırda temsilcileri bulunmaktadır.

İslam hukuk ekollerindeki bu çeşitlilik göz önünde bulundurulduğunda, İslâmî finans alanında da farklı ekollere göre yapılan değerlendirmelerin uygulamada farklılıklara yol açması kaçınılmazdır. Öte yandan, farklı ülkelerdeki değişik finansal uygulamaların İslâm hukukunun farklı ekollerinden kaynaklanması İslâmî kuralların keyfi şekilde uygulandığı şeklinde İslâmî finansa olumsuz bakış oluşturabilmektedir. İslâmî finans günümüzde müslümanların yaklaşık %80'nin mensup olduğu Sünnî mezhepler (Ehl-i Sünnet) çerçevesinde yürütülmektedir. Bu kapsamda İslâmî finans işlemlerinde asıl olarak Sünnî İslâm'ın dört temel hukuk ekolü olan Hanefî, Malikî, Hanbelî ve Şafîî ekolleri esas alınmaktadır. Diğer önemli bir hukuk ekolü olan Şii (Şia) hukuk ekolü de İslâmî finasta yer bulmuştur. İran İslâm Cumhuriyeti finans ve bankacılık alanında bu hukuk ekolüne bağlıdır. Ancak uygulamalarının farklı şekillerde icra edilmesi, İslâmî finans alanındaki yayınlarda bu ekolün genellikle kapsam dışı tutulmasına neden olmuştur.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> Mustafa Ahmed ez-Zerkâ, **İslâm Hukuk Ekolleri ve Maslahat Prensibi**, İstanbul, Rağbet Yayınları, 2007, s.106.

\* Hz. Peygamber ile ashabın dinin temel konularında takip ettikleri yolu benimseyenler anlamında bir tabir.

<sup>9</sup> Yanpar, **a.g.e.**, s.47-48.

İslâmî finansal sistemin anlaşılması için, bu alandaki uygulamalarda çoğunluğu temsil eden ehl-i sünnete bağlı dört temel hukuk ekolünün yaklaşımlarına çok kısa olarak değinmekte fayda vardır:<sup>10</sup>

**1. Hanefi Ekolü:** Kurucusu Ebu Hanife Nu'man b.Sabit'tir (700-768). Hanefi mezhebi, hüküm vermede Kur'an, Sünnet, Sahabe İcmaı\* sıralamasına uymaktadır. Tabii fetvasına bağlı kalınmadığı, bu üç kaynağın boş bıraktığı yerlerde istihsan,\*\* örf gibi metot ve delillerle hareket edildiği belirtilir. Kazuistik karaktere sahiptir. Bu özellik konu ile ilgili çözüm üretmeden önce olayın cereyan ettiği şartların, gelişmelerin yakından takip edilmesini ve her olayın kendi özel şartları içinde değerlendirilmesini gerektirir. Düşünce sisteminde bilginin ve hukukun kaynağı olarak akıl değil sistem içinde tutarlılık kaynağı olarak akla büyük önem verir.

Ticari işlemleri; açık ve belirli olmak, faiz içermemek, örf ve ihtiyaca uygunluk, dürüstlük ve güven şeklinde dört temel üzerine oturtmuştur. Ebu Hanife'nin ticari hayatın içinde yer alması ve buna bağlı olarak insanların karşılaştığı sorunları bilmesi icihadlarının kabul ve uygulama şansını artırdığı söylenebilir.

Günümüzde Türkiye, Balkanlar, Arnavutluk, Bosna-Hersek, Azerbaycan, Dağıstan, Kafkasya Türkistan, Afganistan ve Horasanda da hanefiler bulunmaktadır.

**2. Maliki Ekolü:** Kurucusu Ebu Abdullah Malik b. Enes (712-795)'tir. Maliki mezhebi, hüküm vermede Kur'an, Sünnet, icma, amel-i ehl-i Medine,\*\*\* sahabe fetvası, kıyas, istislah,\* sedd-i zerâî,\*\* istihsan, örf, ıstıshab\*\*\* sıralamasına uymaktadır. Diğer mezhepler gibi kazuistik karaktere sahiptir. Medine'de yaşayan müslümanların uygulamalarının

<sup>10</sup> Ali Bakkal, **İslâm Fıkıh Mezhepleri**, İstanbul, Rağbet Yayınları,2007, s.59-183

\* İcmâ: İslâm âlimlerinin dinî bir meselenin hükmü üzerinde fikir birliği etmelerini ve bütün müslümanların ortaklaşa benimsedikleri dinî hükümleri ifade eden şer'î delil; İslâm fıkının Kur'an ve Sünnet'ten sonra üçüncü kaynağı.

\*\* Fıkıhta özel gerekçelerle açık kıyastan, genel ve yerleşik kuraldan ayrılıp olayın özelliğine uygun çözüm bulma metodunu ifade eden şer'î delil.

\*\*\* Hz. Peygamber döneminden üç nesil sonrasına kadar geçen zaman diliminde yaşayan Medinelilerin üzerinde ittifak ettikleri fıkhi görüş ve uygulamalar.

\* İslâm fıkının genel ilkelerine, özellikle de şer'an onaylandığına veya reddedildiğine dair bir delil bulunmayan maslahata göre hüküm verme yöntemini ifade eden fıkıh usulü terimi.

\*\* "Kötülüğe vasıta olan yolları kapatmak" anlamına gelmektedir. Bu prensibe göre harama götüren şey haram, helale götüren şey helaldir.

\*\*\* Aksine bir delil bulunmadığı sürece serbestlik ve hükümsüzlüğe yahut daha önce varlığı bilinen bir durumun devam ettiğine hükmetme yöntemi anlamında fıkıh usulü terimi.

bulunmadığı durumlarda mantıksal çıkarımlar tercih edilerek akıl ön planda tutulur. Maslahat\* kavramını müstakil bir delil kaynağı olarak en erken kabul eden mezheptir.

Günümüzde Katar, Bahreyn, Kuveyt ve Suudi Arabistan'daki Ahsa bölgesine yayılmıştır. Ayrıca Mısır toplumuna hakim iki mezhepten biri Maliki mezhebidir. Libya, Trablus, Tunus, Cezayir, Fas, Merakeş, Sudan, Afrika sahilleri çoğunlukla Malikidir. Irak ve Suriye'de de Malikiler bulunmaktadır.

**3. Şafii Ekolü:** Kurucusu Muhammed b. İdris eş-Şâfiî'dir (767-820). Hüküm vermede temel olarak Kur'an, Sünnet, icma, sahabe fetvası, kıyas sıralamasına uymaktadır. Diğer mezhepler gibi kazuistik karaktere sahiptir. Kur'an ve Sünnet'i birleştirerek, sünnete ve hadise özel bir anlam yüklemişler; sahih hadislere büyük önem vermişlerdir. Daha önce Ebu Hanife ve bir ölçüde İmam Malik kıyası kullanmakla birlikte kıyas yönteminin asıl teorisyeni İmam Şafii'dir. Ancak başka prensiplerle fazla yumuşatılmadığı için kıyas yöntemi Şafii mezhebinin sert ve katı bir yapı içinde kalmasına sebebiyet vermiştir.

Günümüzde Anadolu'nun doğu kesimlerinde, Mısır, Suriye, Hicaz ve Filistin'de Şafiiler çoktur. Kafkasya, Azerbeycan, Hindistan, Filipin, Seylan ve Malaya müslümanları arasında Şafii mezhebine mensup olanlar bir hayli fazladır. Endonezya, Doğu Afrika, Yemen ve Aden'de de Şafiiler vardır.

**4. Hanbeli Ekolü:** Kurucusu Ahmed b. Muhammed b. Hanbel'dir (781-855). Hüküm vermede temel olarak Kur'an, Sünnet, icma ve istishab sıralamasına uymaktadır. Ayet ve hadislere bağlı kalınması ve bu iki kaynağın anlaşılmasının esas alınması, Hanbeli ekolünün temel karakteristiğini oluşturur. Onlara göre kıyas yöntemi, güvenilirlik açısından zayıf hadislerden ve sahabe fetvalarından sonra gelmektedir. Dolayısıyla mecbur kalınmadıkça kıyas yöntemine başvurulmamaktadır. Sedd-i zerâî yöntemine Maliki ekolünden sonra en büyük önemi Hanbeli ekolü vermiştir. Sedd-i zerâî prensibine dayanarak verdikleri bazı hükümler; sonucu itibariyle riba ve hileye götüren her türlü akdi menetmek, ölümle sonuçlanan hastalıkta eşi mirastan mahrum bırakmak amacıyla yapılan boşamayı geçersiz saymak vb şeklindedir.

Günümüzde Hanbeli mezhebi mensupları, başta Hicaz olmak üzere Irak, Suriye, Filistin ve Mısır'da bulunmaktadır.

---

\* Şer'î hükümlerin içerdiği veya akıl ve tecrübe yoluyla belirlenmekle beraber bunlarla uyum içinde olan faydalar anlamında fıkıh ve usûl-i fıkıh terimi. Sözlükte; salâh kelimesinden türetilmiş olup "bir şeyin maksada uygun özellikte olması, fesadın zıddı, iyi, uygun, elverişli, yararlı, iyi olana ulaştırıcı" anlamlarına gelir.

İslâmî finansal sistemde, farklı ekollerin uygulama yöntemleri ve uygulayıcıların değişen yorumları sebebiyle özellikle finansal araçlar bağlamında farklılıklar oluşmaktadır. Bu çerçevede örneğin Şafîîlerin çoğunlukta olduğu Malezya, oldukça liberal bir yaklaşım sergilerken, Mâlikî ve Hanbelî mezheplerinin nispeten yaygın olduğu Körfez bölgesi daha muhafazakar bir yaklaşım benimsemektedir. İslâmî finans alanında farklı ülkeler veya bölgelerdeki hukuk ekollerine bağlı olarak birbirinden farklı yaklaşımlar olmaya devam edecektir.<sup>11</sup>

İslâm hukuk ekolleri hakkındaki bu kısa girişten sonra, İslâmî finansı ana akım finanstan ayıran temel yasakları inceleyelim.

## **2.2. İSLÂMÎ FİNANSAL SİSTEMDE TEMEL YASAKLAR**

İslâmî finans temelde üç ana yasak ile modern finansın iş yapma usul ve esaslarından ayrılmaktadır. Bu üç yasak faiz (riba), garar (aşırı bilinmezlik) ve kumar yasağıdır.

### **2.2.1. FAİZ YASAĞI**

Faiz kavramının anlaşılması İslâmî finansman teknikleri açısından önem arz etmektedir. Bu nedenle öncelikle faizin ne olduğunun, modern faiz teorilerinin ve faiz çeşitlerinin ve yasaklanma nedenlerinin, tarihsel süreç içerisinde faiz olgusunun bilinmesi gerekmektedir.

#### **2.2.1.1. Faizin Tanımı**

Günümüzde uygulanan modern ekonomik sistemin en önemli değişkenlerinden biri olan faiz olgusunun tanımlanması kavramın anlaşılması yönünde ciddi düzeyde katkı sağlayacaktır. Diğer taraftan faizsiz finansal sistem, faizsiz bankacılık vb kavramlarda geçen “faizsiz” ifadesine istinaden faiz tanımının İslâm hukuk sistemindeki karşılığı kavramsal çerçevenin çizilmesi açısından son derece önemlidir.

Türk Dil Kurumu sözlüğünde Arapça kökenli bir kelime olan “Faiz” “1. İşletmek için bir yere ödünç verilen paraya karşılık alınan kâr, getiri, ürem, nema. 2. Kapitalist ekonomide, artık değerın değişikliğe uğramış biçimi olarak paranın fiyatı, kiralanan paranın kira bedeli” şeklinde tanımlanmıştır. Faiz kelimesinin ingilizcedeki karşılığı “interest”

---

<sup>11</sup> Yanpar, a.g.e., s.50.

kelimesi olup “1. Üretim faktörlerinden sermayenin getirisi. 2. Fon istem ve sunumunun karşılaşması sonucu oluşmuş fon fiyatı.” anlamlarına gelmektedir.<sup>12</sup> Dilimizde faiz anlamına gelen diğer bir kavram “nema” sözcüğüdür. “Nema” kelimesi Türk Dil Kurumu sözlüğünde “1. Büyüme, gelişme, çoğalma. 2. ekon. Faiz, ürem” şeklinde tanımlanmıştır.<sup>13</sup>

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası terimler sözlüğünde faiz, “Üretim faktörlerinden sermayenin elde ettiği getiri; diğer bir ifade ile paranın kullanım bedeli” şeklinde tanımlanmıştır.<sup>14</sup>

Sermaye mallarına yapılacak ilaveler genel olarak likit sermaye sağlanmasını gerektirir. Bu çerçevede faiz likit sermayeye ödenen fiyattır.<sup>15</sup>

Faizi dar anlamda, satın alma gücünün kiralanması olarak tanımlayabiliriz. Bu bağlamda faizin temel işlevi, arz ve talep edilen satın alma gücünün dengelenmesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Bazı yaklaşımlarda faiz kaynakların yatırım ve tüketim şeklinde bölüşümünü ifade eder.<sup>16</sup>

Faiz, mali fonları belli bir süre kullanmanın karşılığı yapılan ödeme olarak da tanımlanmıştır. Buna göre kişiler, işletmeler ve hükümetler, tüketimde veya üretimde kullanmak için mali fonları ödünç alır ve bunun karşılığında da bir faiz öderler.<sup>17</sup> Ancak parayı bir süre kullanmanın karşılığında bedel alınmasına itiraz edilmiştir. Buna göre para faiz getirirse temel fonksiyonundan uzaklaşmış olur. Paranın gelir sağlaması doğal kanunlara aykırıdır. Tefeci, faizde rol oynayan “zaman” ve “süreyi” satmaktadır. Oysa zaman ve süre bedavadır. Faiz “zamanın fiyatıdır” diyenlere skolastikler “ zaman tanrınıdır” karşılığını vermişlerdir.<sup>18</sup>

Babiller (M.Ö. 1894) zamanında insanların savaş soygun vb sebeplerle ihtiyaç fazlası mallarını tapınaklara ve rahiplere emanet ettiği, rahiplerin zamanla bu emanet malların uzun süre geri istenmediğini fark ederek, ihtiyaç sahiplerine bunları kullandırmaya başlamaları borç

<sup>12</sup>[http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com\\_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.55be0411f1c6e6.43138107](http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.55be0411f1c6e6.43138107), “Faiz” maddesi, (14 Nisan 2015)

<sup>13</sup>[http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com\\_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.55be06b6c08b78.43238004](http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.55be06b6c08b78.43238004), “Nema” maddesi, (14 Nisan 2015)

<sup>14</sup><http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Bottom+Menu/Egitim-Akademik/Terimler+Sozlugu/Sozluk#97>, “Faiz Oranı” maddesi (14 Nisan 2015)

<sup>15</sup> İlker Parasız, **İktisada Giriş**, 10.bs, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2010, s.224.

<sup>16</sup> Merih Paya, **Makro İktisat**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 1997, s.150.

<sup>17</sup> Halil Seyidoğlu, “Faiz”, **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, 3.bs. İstanbul, Güzemcan Yayınları, 2002, s.503.

<sup>18</sup> Ali Özgüven, **İktisadi Düşünceler – Doktrinler ve Teoriler**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2001, s.27-37



verme işlemlerinin başlangıcı olarak kabul edilmiştir. Bu tip uygulamalardan hareketle ilk bankaların tapınaklar, ilk bankacılarında din adamları olduğu söylenir. Zamanla söz konusu mal ve hizmetleri kullananlardan ilave menfaat de istenmeye başlanmıştır. Mesela, tapınağa emanet edilen bir koyunu borç alan kişi vade sonunda onu yavrusuyla birlikte geri getiriyordu. Böylece borç verme işlemine bugün faiz dediğimiz unsurda eklenmiş olmaktadır. Faizin “artma, yavrulama” gibi anlamlarının bu dönemin hatırası olduğu söylenmektedir.<sup>19</sup>

İslâm hukuk sistemindeki faiz (riba) olgusunun açıklanması kavramın çerçevesinin oluşturulması yönünde yardımcı olacaktır.<sup>20</sup>

*“Türkçe’de kullanılan ‘faiz’ kelimesi de Arapça kökenli olup genel olarak riba ile eş anlamlı kabul edilir. Arapça riba kelimesi sözlükte ‘fazlalık, nema, artma, çoğalma; yükseğe çıkma; (beden) serpilip gelişme’ gibi anlamlara gelir. İslâm hukukunda riba, borç verilen bir parayı veya malı belli bir süre sonunda belirli bir fazlalıkla yahut borç ilişkisinden doğan ve süresinde ödenmeyen bir alacağa ek vade tanıyıp bu süreye karşılık onu fazlalıkla geri almanın veya bu şekilde alınan fazlalığın adıdır.”*

Faiz kelimesinin dilimizde kullanılan anlamı ile Arap dilindeki karşılığı “Riba” (ربا) kelimesidir. “Riba” kelimesi sözlükte “artmak, büyümek, gelişmek, aşmak daha çok olmak” anlamlarına gelmektedir.<sup>21</sup>

Riba sözcüğünün kelime kökeninde “mutlak çoğalma” vardır. Fıkhi bir terim olarak sözleşme taraflarından birisinin lehine şart koşulan fazlalığı ifade eder. Riba olan şeylerde miktar eşit, teslim zamanı farklı olması durumunda da fazlalık hükmen var sayılır. 100 gr altının 120 gr altın ile değişmesinde 20 gr fazlalık riba olduğu gibi; 100 gr altın peşin verilerek bir ay sonra yine 100 gr alınmak üzere akit yapılırsa burada fazlalık hükmen var kabul edilir.<sup>22</sup>

Riba, diğer bir açıdan, borcun ikiye yada üçe katlanmasına yol açan cahiliyye dönemine ait ticari bir uygulamadır. İslâm öncesi dönemde riba, alacağın vadesinin gelmesi neticesinde gerçekleşirdi; alacağın vadesi geldiğinde alacaklı borçluya, "Ödüyor musun, yoksa artırıyor musun?" diye sorardı. Eğer borçlu öderse, borç miktarı alınırdı. Aksi halde borçlu ödeyeceği miktarı artırır, alacaklı da vadeyi daha ileri bir tarihe ertelerdi. Bu durum hayati ihtiyaçlarını karşılamak için borçlanan insanların büyük bir ekonomik sorun yaşamalarına neden olmakta idi. İslâm öncesi dönemdeki bu uygulama, *Cahiliye Ribası*

<sup>19</sup> Sabri Orman, **İktisat, Tarih ve Toplum**, İstanbul, Küre Yayınları, 2001, s.230

<sup>20</sup> İsmail Özsoy, “Faiz”, **DİA**, XXII, s. 110-126.

<sup>21</sup> Serdar Mutçalı, **Arapça Türkçe Sözlük**, İstanbul, Dağarcık Yayınları, 1995, s. 307.

<sup>22</sup> Hamdi Döndüren, **Delilleriyle Ticaret ve İktisat İlmihali**, İstanbul, Erkam Yayınları, 2012, s.381.

şeklinde terimleştirilmiştir. Cahiliye ribasının haramlığı *kesindir*, Kur'an'da açık şekilde ortaya konulmuştur, bu yüzden gayr-i meşru oluşu üzerinde farklı görüş ileri sürme imkanı yoktur. Vahyedilen on iki riba ayetinden dokuz tanesi riba yasağını açıkça kapsamaktadır. Bunlar, Âl-i İmran Suresi'nin 130-131. ve Bakara Suresi'nin 276-282. ayetleridir. Geri kalan üç ayetten Rum Suresi'nin 39. ayeti ekonomik bir kötülük olduğu için ribayı kötülerken, Nisa Suresi'nin 161-162. ayetleri riba aldıkları için Medineli Yahudileri kınamaktadır.<sup>23</sup>

Araplar teknik olarak riba kelimesini “ilave meblağ” şeklinde anlamaktadırlar. Borçlu alacaklıya, ödünç olarak aldığı parayı muayyen bir zaman kullanmasına mukabil ödemektedir. Bu tarif bugün kullanılan faiz kavramından anlaşılan şeydir. Kur'an-ı Kerim'in nazil olduğu devirde aşağıdaki şekilde gerçekleştirilen işlemler faizli işlemler olarak bilinirdi:<sup>24</sup>

1. Bir kimse, bir eşyayı bir kimseye satar ve ödemenin belirlenmiş tarihte yapılması hususunda anlaşır. Ödeme tarihinde borçlu ödeyemeyecek durumda olursa ona ödemeyi kolaylaştırıcı ilave zaman verilir; bu kolaylaştırmaya karşılık borçlu, ilave meblağı alacaklıya ödemeyi kabul eder.

2. Bir kimse, başka bir kimseye belirlenen zaman içinde ödenmek üzere borç para verir, ödünç alan belirlenen tarihte borcunu önceden belirlenmiş ilave meblağ ile birlikte öder.

3. Alacaklı ve borçlu belirlenen oranda ribanın belirlenen zaman içinde ödenmesinde anlaşılırlar. Borçlu riba ile birlikte esas borcu, belirlenen zaman içinde ödeyemeyecek olursa kolaylaştırıcı ilave zamana karşılık ayrıca ilave meblağ yani riba ödenmesi istenir.

Kur'an-ı Kerim'de mevcut ayetlerde bu tip işlemlerin haram kılınmasıyla ilgili hükümler yer almıştır. Dolayısıyla, borç verilen paranın üzerine, belirli bir süre için, tanınan sürenin karşılığı olarak alınan fazla paraya riba veya faiz denilmiştir. Fazla para verilen sürenin karşılığıdır ve üç unsurdan meydana gelir: Ana parada yapılan artış, artışın sürenin belirlenmesi ile yapılması ve bu şartın peşinen konuşulup karara bağlanması.<sup>25</sup>

Modern ekonomik sistem faiz olgusunu piyasada oluşan arz - talep dengesine göre belirlenen ve paranın üretim süreçlerine katılmasından dolayı veya tasarruf etmenin bir ödülü

<sup>23</sup> Ziuaddin Ahmad, "Riba Teorisi", Çev: Ali Rıza Gül, **Ankara Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi**, Cilt:XLIV, Sayı:1, 2003, s.454-455.

<sup>24</sup> Anwar İqbal Qureshi, **Faiz Nazariyesi ve İslâm**, Çev: Salih Tuğ, İstanbul, İrfan Yayınevi, 1966, s.62

<sup>25</sup> Ebu-l A'la El-Mevdudi, **Faiz**, Çev.Hasan Beşer, İstanbul, Hilal Yayınları, 1966, s.85

olarak açıklamaya çalışırken, İslâm hukuku faiz (riba) olgusunu anaparada meydana gelen karşılıksız artış, fazlalık olarak tanımlamaktadır.

Faizin geçmişten günümüze çeşitli tanımlarının yapılması ve bu tanımlara dayanak oluşturan bakış açılarına ilave olarak kredi mekanizması işleyişinin değerlendirilmesi faiz olgusunun anlaşılmasına yeni bir ufuk açacaktır. Finansal varlıkların faiz oranına tekabül eden bir bedel karşılığında belli bir süre için kiralanmasının mümkün olmasıyla; kredi mekanizmasının en önemli unsuru olarak finansal varlık sahiplerinin varlıklar üzerindeki tüm hakları ilgili vade sonuna kadar karşı tarafa devredilmiş olur. Finansal varlıklar, sahiplerinden bağımsız hale gelmektedir. Bu çerçevede kredi olayının, iktisadi hayat üzerindeki olumlu ve olumsuz etkileri oldukça önemlidir.<sup>26</sup>

- Tasarrufları harekete geçirerek iktisadi potansiyelin verimli bir şekilde kullanılmasını mümkün kılması,
- Küçük tasarrufların büyük yatırımları finanse edecek hale gelmesini sağlaması ve bu suretle sermaye birikimine yardımcı olması
- Kredinin tahsis edildiği alanların ülke ekonomisi bakımından öncelikli olmaması durumunda kaynak dağılımının verimsiz gerçekleşmesine neden olur.
- Kredinin iktisadi hayata katılma olgusu üzerindeki etkisi daha önce belirtildiği üzere olumsuzdur. Toplumdaki tasarruf sahiplerinin büyük bir kısmı sahip olduğu satın alma gücünü faiz karşılığında diğer bir küçük gruba devretmektedir. Böylece devrettiği satın alma gücüyle artık vade sonuna kadar ilgilenmesine gerek yoktur. Çoğu kere bağımlı çalışan birisi olan küçük tasarruf erbabı, böylece tamamıyla insiyatifsiz, iktisadi hayatla aktif bir şekilde ilgilenmesini mümkün kılacak bilgi ve enerjiden mahrum hale gelmiş olur.
- Yukarıdaki bir kaç madde açıklamaya çalıştığımız kredi olgusunun olumlu özellikleri dikkatle incelendiğinde elde edilen faydaların aslında kredinin değil finansal aracı kurumların sağladığı faydalar olduğu görülecektir. Finansal aracılık sisteminin bugün kredi işlemleri üzerinde yoğunlaşmış olması, ikisini karıştırmaya sebep olmakta ise de ikisi özdeş değil farklı şeylerdir. Finansal

---

<sup>26</sup> Orman, a.g.e., s.235-238

aracılık kurumlarının (mali sistemin) yukarıda sayılan faydaları kredi mekanizması dışındaki yollarla da sağlayabilir. Mesela küçük tasarrufları mevduat faizi karşılığı değil, kar payı karşılığı toplamak; toplanan fonları kredi olarak vermek yerine ortaklığa giderek nemalandırmak mümkündür ve uygulamada kısmen de böyle yapılmaktadır.

### **2.2.1.2. Tarihsel Süreç İçinde Faiz**

Eski Yunanda Aristo ve Platon ile başlayan ekonomik düşüncenin ilerleyen zamanlarda diğer düşünürlerin de değindiği bir alan olmasına rağmen; politika, hukuk ve ahlak bilimlerinin son üç yüzyıla kadar öncelik taşıması iktisat biliminin bağımsız bir bilim dalı olarak ele alınmasını geciktirmiştir.<sup>27</sup> Faiz kavramı ise milattan öncesine kadar uzanan çok daha eski bir olgudur. Bu bağlamda, faiz kavramını sadece son üç yüzyılda ortaya çıkan iktisat biliminin kavramları ile anlamaya çalışmak da yeterli olmayabilir. Dolayısıyla faiz olgusunu sadece modern ekonomik sistemler içerisinde değil tarihsel perspektif içinde çok yönlü bir bakış açısı ile değerlendirmek daha sağlıklı olacaktır.

İktisadi faaliyetlerin gerçekleştiği her dönemde var olan faiz olgusu ilahî dinlerin, felsefi düşüncenin, ekonomi ve hukuk sistemlerinin konusu olmuştur. İlk çağ düşünürleri ve semavi dinler faizi yasaklamış toplumsal hayatta yol açtığı zararları vurgulamıştır. Bu dönemlerde değinilen iktisadî konular günümüzdeki birçok iktisadî tartışmanın temelini oluşturmaktadır. Özellikle 1789 Fransız ihtilali ile başlayan reform hareketleri sekülerleşme sürecinin hızla yayılmasına ve dolayısıyla siyaset, ekonomi, hukuk vb toplumsal hayatı çevreleyen tüm düşünce ve sistemlerin sorgulanmasına belki de yeniden tanımlanmasına neden olmuştur. Bu çerçevede iktisadî faaliyet içerisinde var olan faiz olgusu tarihsel gelişmelere paralel olarak farklı şekillerde sorgulanmış, tanımlanmış, uygulanmış veya yasaklanmıştır.

#### **2.2.1.2.1. İlk Çağda Faiz**

Dünya tarihinde bilinen en eski kanunlardan olan Hammurabi Kanunları'nda faiz olgusundan bahsedilmiş ve iktisadî faaliyetlerde para ve buğday alış verişleri için faiz oranı tayin edilmiştir.<sup>28</sup> Firavunlar döneminde Mısır'da faizin anaparayı aşması yasaklanmış, eski

---

<sup>27</sup> Parasız, a.g.e., s.643

<sup>28</sup> Halid Kemal Elbir, "Fahiş Faiz Meselesi", *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, Cilt: XVIII, Sayı:3-4, 1952, s.855.

Yunan ve Roma'da ise faiz haddi %12 ile sınırlandırılarak borçlu sadece malı ve zimmetiyle sorumlu hale gelmiştir. Eski Hint'te de faiz uygulaması kast sistemine göre şekillenmiştir. Alt düzeylerdeki kastlarda faiz makul seviyelerde uygulanırken üst düzeylerde tamamen yasaklanmıştır. Dolayısıyla toplumda sosyal statü yükseldikçe faiz uygulamasının yasaklanması veya kaldırılması yönünde bir baskı oluşmaktadır.<sup>29</sup>

İlkçağ Yunan filozoflarından Platon (M.Ö. 427-347) faizin gelir dağılımını bozması, yoksulluğun yaygınlaşması, toplumda adaletsizliğin artması vb nedenlerle iktisadî ve siyasî olumsuz sonuçlarından dolayı yasaklanması gerektiğini savunmuştur. Platon'a göre faiz ahlak dışı bir uygulamadır. Platon'un öğrencisi Aristo (M.Ö. 384-322) parayı bir mübadele aracı olarak değerlendirmiş ve kısır bir metal olduğunu savunmuştur. Faiz geliri elde etmek paranın temel fonksiyonundan uzaklaşması demektir ve bu durum adalete aykırıdır. Aristo "Para, parayı doğurmaz" düşüncesini savunmuştur.<sup>30</sup> İdeal bir toplumda serveti oluşturan araç paradır fakat paranın kendisi servet değildir. Faiz, paranın kendisinden çıkan bir kazançtır, paranın kendisindeki artışı gösterir. Bundan dolayı paradan faiz geliri elde edilmesi eşyanın tabiatına aykırıdır.<sup>31</sup>

Yunanlılarda ihtiyaç sahiplerine karşılıksız ödünç veren vakıf ve dernekler olduğu gibi tüccarlara ve sanatkarlara faizle para veren ticaret şirketleri de vardı. Faizli işlemlerde yüksek oranda alınan faizlerle büyük kazançlar sağlanmakta idi. Faiz hadleri yüksek olunca borcu birikenler özgürlüklerini kaybederek esir düşer ve köle muamelesine tabi tutulurlardı. Solon kanunlarıyla aşırı faiz hadleri makul seviyelerde tutulmaya çalışılmıştı.<sup>32</sup>

Roma Hukuku borçluyu ve yoksulu koruma maksadıyla tarihte ilk defa faizi kanunla sınırlayıp bu yönde hükümler getirmiştir. On iki levha kanunlarında faizi sınırlayan hükümler vardır. Roma hukukunda borçlanma işlemleri esas itibari ile faizsizdir. Faiz talebinde bulunmak için ayrıca bir anlaşma yapmak gerekir. Ödünç alan bu anlaşmadan sonra ödünç verene faiz öderdi. Roma hukukunda faiz, sermayenin tamamı üzerinden ve aylık olarak hesap edilir faiz oranı aylık %1 yıllık %12'yi geçmezdi. Anaparayı geçecek kadar faizin birikmesine müsaade edilmiyor, anaparayı aşan faizi verme mecburiyeti kaldırılıyordu.

<sup>29</sup> Özsoy, **a.g.e.**, s.110-126.

<sup>30</sup> Murat Pıçak, "Faiz Olgusunun İktisadi Düşünce Tarihindeki Gelişimi", **Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt:I, Sayı:4, 2012, s.69.

<sup>31</sup> Abdil Karakuş, "İslâm Hukuk Kaynaklarındaki Faiz Kavramının Modern Ekonomi Bağlamında Yeniden Değerlendirilmesi", **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi SBE, 2006, s.11.

<sup>32</sup> Süleyman Uludağ, **İslâm'da Faiz Meselesine Yeni Bir Bakış**, 3. bs. İstanbul, Dergah Yayınları, 2010, s.283.

Sermaye sahibi en fazla anapara kadar faiz alabilirdi. Borçlu, sözleşmede belirtilmiş olsa dahi fazlasını vermeme hakkında sahipti.<sup>33</sup>

### 2.2.1.2.2. Ortaçağda Faiz

Ortaçağda faiz konusunda kilise düşünürlerinin tavrı ve Aristocu yaklaşım hakim olmuş; iki temel nokta ön plana çıkmıştır. İlk olarak, faiz karşılığında ödünç verenler emek harcamadan gelir elde ederler, fakat insanlar birbirlerine karşılıksız olarak yardım etmelidirler. İkinci olarak, para mübadele aracıdır. Dolayısıyla aracılık fonksiyonu vardır ve para parayı doğurmaz. Bu görüşler doğrultusunda Alman imparatoru Şarlken 789 yılında, din adamları da dahil olmak üzere, herkesin faiz almasını yasaklamıştır. Kilise XIII. yüzyıla kadar tefecilikle ciddi anlamda mücadele etmiş ve faiz uygulamalarını katı bir şekilde yasaklamıştır.<sup>34</sup>

XII. yüzyılda faiz konusu ile ilgili felsefi düşünceler ortaya çıkmış, kilise faize karşı olan duruşunu kesin bir tavır ile Latern Council tarafından yayınlanan iki ayrı bildiriye belirtmiştir. XIII. yüzyılda Thomas Aquinas'ın fikirleri kendisinden sonraki düşünürleri de etkilemiştir. Thomas Aristo'dan etkilenmesine rağmen faiz konusundaki fikirlerinde Aristo kadar katı değildir. Faizi açıklarken kullanım ve tüketim birbirinden ayrılarak tüketim amaçlı krediler için faiz uygulanması konusunda olumlu düşüncelere sahip olduğunu söylemek mümkündür. Thomas bu görüşleri ile başta Calvin olmak faizi meşru kabul eden bir çok din adamına öncülük etmiştir.<sup>35</sup>

Saint Thomas Aquinas eşyayı, tüketilerek (gıda maddeleri gibi) ve tüketilmeden (at, ev gibi) kullanılabilen eşya olmak üzere ikiye ayırmıştır. Thomas Aquinas'a göre tüketilmeden kullanılan eşyanın bir kira karşılığında kullanımını uygun olmakla beraber tüketilerek kullanılan eşya için ilave bir kullanım bedelinin (faiz) talep edilmesi haksızlıktır. Faiz- kira ayırımında önemli görüşler belirten Saint Thomas, ekonomik koşulların zorlaması ve yatırım amaçlı kaynak ihtiyacının artmasıyla faiz hakkındaki görüşleri yumuşamış ve bazı gerekçelerle para sahibinin ilave olarak "tazminat akçesi" adı altında ayrı bir fazlalık almasını da meşru görmeye başlamıştır. Bu düşüncesini borç verenin parasını kullanma hakkından vazgeçip zarar uğraması veya parasını başka bir işte kullanıp kar etme imkanı varken bundan

---

<sup>33</sup> Uludağ, **a.g.e.**, s.284.

<sup>34</sup> Pıçak, **a.g.e.**, s.70.

<sup>35</sup> Karakuş, **a.g.e.**, s.12.

vazgeçmesi vb nedenlerle temellendirmeye çalışmıştır. Dolayısıyla Saint Thomas bu gibi nedenlerle faiz yasağının kaldırılması konusunda düşünsel altyapıyı hazırlamıştır.<sup>36</sup>

Orta Çağ düşüncesindeki en önemli unsur emek olmadan sadece paranın bir gelir getirmesinin mümkün olmamasıdır. Dolayısıyla paradan gelir elde edilmesi için sahibinin ayrıca emek harcaması gerekir. Bu çerçevede paranın doğru yatırımları destekleyici şekilde kullanılması durumunda sahibine kar sağlama işlevini yerine getireceği kabul edilmektedir.<sup>37</sup>

### 2.2.1.2.3. Yeniçağda Faiz

Ortaçağ döneminde faiz yasağı ağırlıklı olarak, borçlanmaların ticari nedenlerle değil tüketim nedeniyle yapılması dolayısıyla tüketime (iaşeye) yönelik borçlanmalar ile ilgilidir. Tarımla uğraşan halkın büyük bir çoğunluğunun, hava şartlarındaki değişimler nedeniyle hayatlarını devam ettirebilmek için ödünç almak zorunda kalmaları en yaygın borçlanma nedenlerini oluşturmaktadır. Bu şekilde borçlanan halkın anaparaya ilave olarak faiz ödemelerini de yapmak zorunda kalması, topraklarını kaybetmelerine, zor duruma düşmelerine neden olabiliyordu. Bu durumun farkında olan din adamları ve filozoflar bu şekilde borçlanan halkı korumak amacıyla borç verenler tarafından elde edilen faiz gelirini yasaklamıştır. Fakat Ortaçağın sonlarında keşfedilen yeni deniz yolları ve kıtalar uluslararası ticaretin ve üretimin gelişmesini sağlamış, faiz konusunu teknik bir düzlemde ele alarak ekonominin temeline yerleştirmiştir. Bunun yanısıra hristiyanlıkta meydana gelen reform hareketleri faiz ile ilgili bakış açılarını derinden etkilemiştir.<sup>38</sup>

Reform hareketleri ile birlikte Martin Luther (1483-1536), Zwingli (1484-1531) ve Calvin (1509-1564) yazılarında kilise doktrinini güçlü bir şekilde eleştirerek faiz yasalarına büyük etki yapmışlardır. Zaman içinde reform hareketleri ile kilisenin faiz karşıtı doktrini pratik anlamını kaybetmiştir. Böyle olmasına rağmen faiz oranının serbest belirlenmesine izin verilmemiş, kontrol altında tutulmuş, kanun ve bir takım düzenleme araçları vasıtasıyla otoritelerin gözetiminde kalmıştır.<sup>39</sup>

Faiz yasağı uygulamalarında bu dönemde etkili olan şey tüketim için alınan ödünç ile ticari olarak alınan ödünçün birbirinden ayrılması olmuştur. Tüketim için alınan ödünce riba,

<sup>36</sup> Özsoy, **a.g.e.**, s.110-126.

<sup>37</sup> Karkuş, **a.g.e.**, s.13.

<sup>38</sup> Pıçak, **a.g.e.**, s.72.

<sup>39</sup> İsmail Seyrek ve Zekeriya Mızrak, "Faiz Teorileri Üzerine Bir İnceleme: Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Temel Dayanağı", **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:22, 2009, s. 385-386.

ticari ödünce ise faiz denilmiş; sermayenin üretim faaliyetlerini desteklemesi sebebiyle faiz meşru kabul edilmiştir. Karşı görüşte olmasına rağmen daha sonra ticari amaçla faiz karşılığında borç almanın uygun olduğunu ilk savunan hristiyan reformcu Jean Calvindir.<sup>40</sup>

Avrupa’da farklı düşünceler ortaya çıkarken uygulamada da bir takım gelişmeler olmuş ve ilk olarak 1545 yılında İngiltere’de VIII. Henry (1509-1547) borç karşılığında oluşan faizi yasallaştırmıştır. Fransa’da ise fizyokrasi akımının temsilcisi devlet adamı A.R.J. Turgot (1727-1781) faizi “Nemalandırma Teorisi” ile açıklamıştır. Teoriye göre ödünç verilen para karşılığında alınabilecek topraktan elde edilen rant faiz miktarına eşit olmalıdır veya rant kadar faiz alınmalıdır. Ancak faiz oranının serbest olarak belirlenmesi yerine devlet müdahalesini savunmuştur.<sup>41</sup>

#### **2.2.1.2.4. Yahudilikte Faiz**

Yahudiliğe göre ödünç komşunun komşuya karşılıksız olarak yapması gereken bir yardım ve iyiliktir. Riba yoluyla ele geçirilen mal ve para bir zulüm ve haksızlık olarak alındığından gasp edilmiş veya çalınmış bir kazançtır. Tevrat’ta riba manasında kullanılan “nişh” kelimesi ısırma ve sokma manasına gelmekte, bu ifadeyle “Riba alan kişi, riba veren kişiyi ısırma ve bir yılan gibi onu sokmaktadır.” demek istenmektedir.<sup>42</sup>

Yahudiliğe göre riba, borçlunun borcunu öderken, aldığı miktara ilave ettiği belli bir fazlalıktır. Tevrat’ın haram kıldığı riba budur. Başlangıçta basit, açık ve kolay anlaşılabilir bir halde bulunan riba kavramı, iktisadî faaliyetlerin ve özellikle komşu kavimlerle ticari münasebetlerin artması ve yoğunluk kazanması üzerine gittikçe karmaşık bir vaziyete gelmiştir. Bir takım riba türleri ortaya çıkmış, bunlardan bir kısmı belli şartlar altında caiz görülmüş ve Tevrat’taki riba ayetleri bu türlü ribalar ve hukuki hilelere cevaz verecek biçimde tefsir edilmiştir. Bu türlü imkanlar ve kanuni yollar sayesinde riba almak ve vermek sakıncalı olmayan bir muamele tarzı haline gelmiştir. Göçebe hayatı yaşarken girift riba işlemlerini bilmeyen ve tefeciliği haram sayan Yahudiler, Filistin’e yerleştikten ve özellikle de Babil sürgününden sonra çeşitli riba muamelelerinden ve bunlara ait değişik hükümlerden bahsetmeye başladılar. M.Ö. 200 yıllarında ticari borçlardan riba alınmasını yasaklayan hahamlar, dört asır içinde, borç para vereni, ticari faaliyetin ortağı saymak suretiyle kendisinin kardan hisse almaya hakkı olduğunu ileri sürüp kanuni hilelerle ribayı caiz görmeye

<sup>40</sup> Özsoy, a.g.e., s.110-126.

<sup>41</sup> Pıçak, a.g.e., s.74-75.

<sup>42</sup> Tevrat, Hazekiel, 19/12, 17.



başladılar. Sonradan ortaya çıkan bu yorumlara karşılık, Tevrat'ta ribayı açık ve kesin surette yasaklayan ifadeler ve ibareler vardır.<sup>43</sup>

a) “Eğer kavminden yanındaki fakir birine ödünç para verirken, ona murabahacı olmayacaksın, onun üzerine riba koymayacaksın.” (Çıkış, 22/25; Mezmurlar,15/5)

b) “Ve eğer kardeşin fakir düşer ve senin yanında zayıf bir halde bulunursa, ona yardım edeceksin, yanında garip ve misafir gibi yaşayacak. Allah'tan kork ve ondan riba ve kar alma ki kardeşin yanında yaşasın. Ona gümüşünü riba ile vermeyeceksin.” (Levililer, 25/5)

c) “Para ribası olsun, zahire ribası olsun veya ödünç verilen her çeşit eşyanın ribası olsun kardeşine riba ile ödünç vermeyeceksin.” (Tesniye, 23/19)

d) “Yabancıya riba ile ikrazda bulunabilirsin, fakat din kardeşine riba ile ödünç vermeyeceksin.” (Tesniye,23/20)

e) “Kardeşlerim, uşaklarım ve ben onlara gümüş ve buğday ödünç veriyoruz. Rica ederim bu fazla ribaden el çekelim.” (Nehemya, 5/11)

Kur'an-ı Kerim'de Nisa suresi 160-161 ayetlerinde (4/160-161) yahudilerin faiz aldıklarını ifade eder. Dolayısıyla islamdan öncede faizin yasaklandığı bilgisi verilmiştir. İlgili ayet hadislerle de desteklenmektedir. “Hz. Peygamber'e gelen iki yahudi, ‘Biz Musa 'ya apaçık dokuz ayet verdik’ (el-İsra 17/101) mealindeki ayetin manasını sormuşlar, Hz. Peygamber de dokuz ayetin, içinde faiz yasağının da bulunduğu dokuz haramdan ibaret olduğunu söylemiştir (Tirmizi, "Tefsir", 18)” Ancak yahudiler ilgili yasağın yahudiler arasında geçerli olduğunu, yahudiler dışında faiz alınabileceğini belirtmiş ve uygulamışlardır. Yahudilerin bu davranışı faiz ile ilgili uygulamaların yaygınlaşmasını ve aynı zamanda meşrulaştırılmasının önemli sebeplerinden biridir.<sup>44</sup>

#### 2.2.1.2.5. Hristiyanlıkta Faiz

Avrupa'da sanayi ve ticaret hacminin genişlemesi, hacli seferlerinin finansmanı vb nedenler ile sermaye veya büyük miktarlarda ödünç paraya ihtiyaç duyuldu. Kilise servet sahibi olarak kendisi de ödünç para vermeye başladı. Bu durum İncil ayetlerinin bu tür faaliyetlere imkan verecek şekilde yorumlanmasına ve faiz konusunda yumuşak bir çizginin

<sup>43</sup> Uludağ, a.g.e., s.287-289

<sup>44</sup> Özsoy, a.g.e., s.110-126.

takip edilmesine yol açtı.<sup>45</sup> Bu sebeple Hristiyan din adamları arasında uzun süren tartışmalar ortaya çıktı. XI. yüzyılda kurulan Bolonya Üniversitesine mensup hukukçular Justinien kanunlarına dayanarak faizin lehinde görüş ortaya koydular. Faizle ilgili mevcut durumu Hristiyanlıkla bağdaştırmak için birçok formüle başvuruldu. Faizin meşru ilan edilmesi Katoliklerin önde gelenlerinden Saint Thomas d'Aquinas'ın (1225-1274); ticaret ve kredi riskini göze almış ve parasını bu bağlamda riske atmış kimseler lehine kâr ve kazanç hakkı tanınmanın gerektiğini söylemesiyle gerçekleşti.<sup>46</sup>

Hristiyanlıkta faiz meselesi ile ilgili görüş belirten önemli din adamlarından biri olan Saint Thomas d'Aquinas riba konusunda Aristoyu takip etmiş, riba ile faiz arasında bir fark görmemiştir. Saint Thomas murabaha türlerini incelemiş, faiz ve ribayı gizlemek için başvurulmuş hileli muameleleri reddetmekle beraber bunların bir takım istisnaları bulunduğunu da kabul etmiştir. Mudarabeye benzeyen ticaret ortaklığını işaret ederek bu şekilde elde edilen geliri caiz görmüştür. Saint Thomas'a göre borç verme muamelesi borç veren aleyhinde bir zarar meydana getirmiş veya bir kazancın elden kaçmasına yol açmışsa, borç verenin buna tekabül eden bir tutarı borç alandan talep edebilmesi gerekir. Bu istisnalar ve ticaret ortaklıkları gittikçe genişletilmiş ve nihayetinde faizin caiz olduğu sonucuna varılmıştır.<sup>47</sup>

Faiz olgusu, tarih boyunca neredeyse tüm toplumlarda ekonomik alanda uygulamada yer almış, dini ve ahlaki kurallar ile çatışmıştır. İktisat biliminin dünyadaki siyasi ve ekonomik gelişmeler neticesinde bir bilim dalı olarak oluşması sistem içinde yeni gelişmelere paralel olarak faiz konusunda da farklı teorilerin oluşmasına yol açmıştır. Faiz olgusunun ne olduğundan ziyade faiz oranlarının nasıl oluştuğu, ne olması gerektiği vb tartışmalar son dönem teorik çalışmaların ana konusudur.

Tarih boyunca otoriteler dini, ahlaki, ekonomik vb nedenler ile faizi genellikle sınırlandırıp düzenlenmiş ve bazen tamamıyla yasaklanmıştır. Günümüzde ise faiz olgusu ve dolayısıyla faiz oranları ekonomik sistemlerde piyasa mekanizmasının en önemli araçlarından biridir. Dolayısıyla faiz oranlarını belirleyici iktisat politikalarını uygulamak, ilgili otoritelerin ekonomik gelişim ve refah düzeyini sağlamak açısından en önemli önceliklerindedir.

---

<sup>45</sup> Özsoy, **a.g.e.**, s.110-126.

<sup>46</sup> Döndüren, **a.g.e.**, s.384

<sup>47</sup> Uludağ, **a.g.e.**, s.292

### 2.2.1.3. İslâm Dininde Faiz Çeşitleri ve Faiz Yasağı

Faiz, riba ile eş anlamlı kabul edilmekle beraber her iki kelimedede arapça kökenlidir. İslâm hukuk literatüründe riba, “*Borç verilen bir parayı veya malı belli bir süre sonunda belirli bir fazlalıkla almanın veya borç ilişkisinden doğan ve süresinde ödenmeyen bir alacağa ilave vade tanıyıp bu süreye karşılık alınan fazlalığın adıdır.*”<sup>48</sup>

İslâmiyetten önce (Cahiliyye devri) ödünç veya satıştan doğan borç vadesi geldiğinde ödenmezse, alacaklı tarafın vadeyi uzatmasına karşılık borçlu taraf borç tutarını artırırdı. Yapılan yeni anlaşmalarla ilave edilen fazlalıklar anapara tutarının birkaç katına ulaşır ve borçlu taraf ciddi bir yükün altına girerdi. Bu şekilde oluşan borçlar nedeniyle insanlar arasında düşmanlıklar doğar ve savaş çıktığı da olurdu. Cahiliyye devrinde borcun (*deyn*) aslına anapara (*re'su'l-mâl*), fazlasına da “riba” adı verilirdi. Yapılan anlaşmada belirtilen vadeye göre ne kadar basit veya bileşik faiz ilave edileceği tarafların karşılıklı rızası ile tesbit edilirdi.<sup>49</sup>

Kur'an-ı Kerim, Cahiliye ribasının herhangi bir özel tanımını vermesede farklı nedenlerle vahyedilen fazla sayıdaki riba ayetinde onun ayırıcı özellikleri ortaya konulmaktadır.<sup>50</sup>

1. İslâm öncesi dönemde riba, alacağın vadesinin gelmesi durumunda gerçekleşirdi; ödeme vadesi geldiğinde alacaklı borçluya, “Ödüyor musun, yoksa artırıyor musun?” diye sorardı. Eğer borçlu öderse, borç miktarı alınır. Aksi halde alacaklının vadeyi uzatmasına karşılık borç miktarı artırılırdı.

Bu açıklama, ödücün / kredinin ilk vade için ribasız verildiğini göstermektedir. Riba yalnızca ilk vadenin sonunda borçlu borcunu ödeyemediğinde gerçekleşirdi. Bu yüzden Cahiliye ribası, daha başta fazlalığın şart koşulduğu faizli işlemlerden farklıydı.

2. Cahiliye ribası ile ilgili olarak gerçekleşen borç işleminde, borcun vadesinin ödünç neticesinde mi, yoksa satım işlemi neticesinde mi geldiği hususu açık değildir. Bu, bazı alimleri ilk vadede fazlalığın şart koşulduğu faizli borcun yalnızca alım-satım muameleleriyle ilgili ve ilk vadenin dolmasından sonra şart koşulan Cahiliye ribasından farklı bir şey olduğunu düşünmeye sevk etmiştir.

<sup>48</sup> Özsoy, a.g.e., s.110-126.

<sup>49</sup> Döndüren, a.g.e., s.388.

<sup>50</sup> Ziuaddin Ahmad, a.g.e., s.5-7.

3. İslâm'dan önceki ribanın fakirin aşırı borçlanmasına sebep olan katı bir uygulama şekli olduğu, Kur'an'da (Al-i İmran 130 ayetinde) da bu yüzden haram ilan edildiği şeklinde açıklanmıştır.

Kur'an-ı Kerim faiz ile ilgili olarak kademeli olarak önce uyarıda bulunmuş, sonrasında onu kesin olarak yasaklamış ve faizde ısrarcı olmanın Allah'a ve Resulü'ne savaş açmak demek olduğunu belirterek faiz olgusuna dikkatleri çekmiştir. Faiz hakkında nüzül sırasına göre Kur'an'da yer alan ayetlerin mealleri şöyledir.<sup>51</sup>

1. *"İnsanların mallarında artış olsun diye verdiğiniz herhangi bir faiz Allah katında artmaz. Allah'ın rızasını isteyerek verdiğiniz zekata gelince, bunu yapanlar sevaplarını ve mallarını kat kat arttıranlardır"* (Rum 30/ 39). Mekke döneminde nazil olan bu ayette geçen riba kelimesi için bazı müfessirler, Kur'an da yasaklanan faiz olmadığı yönünde görüş belirtmiş olsa da çoğunluğun görüşü, bu ayette o çağdaki Araplar arasındaki faiz işleminin kastedildiği yönündedir.

2. *"Faiz yiyenler kabirlerinden şeytan çarpmış kimselerin cinnet nöbetinden ayılışı gibi kalkacaklardır. Bu hal onların 'Alım satım da tıpkı faiz gibidir' demeleri yüzündendir. Halbuki Allah alım satımı helal faizi haram kılmıştır. Bundan sonra kime rabbinden bir öğüt gelir de faizden vazgeçerse geçmişte olan kendisininindir ve artık onun işi Allah'a kalmıştır. Kim tekrar faize dönerse işte onlar cehennemliktir, orada devamlı kalırlar. Allah faizi tüketir (faiz karışan malın bereketini giderir), sadakaları ise bereketlendirir. Allah küfürde ve günahta ısrar eden kimseleri sevmez..."* (Bakara 2/275-276).

3. *Ey iman edenler! Allah'tan korkun. Eğer gerçekten inanıyorsanız mevcut faiz alacaklarınızı terkedin. Şayet böyle yapmazsanız Allah ve Resulü tarafından açılan savaştan haberiniz olsun. Ancak tövbe edip vazgeçerseniz anaparanız sizindir. Böylece ne haksızlık etmiş ne de haksızlığa uğramış olursunuz"* (Bakara 2/278-279).

4. *"Ey iman edenler! Kat kat arttırılmış olarak faiz yemeyin; Allah'tan korkun ki kurtuluşa eresiniz"* (Âl-i İmran 3/130). Ayetin Bakara Sûresindeki fazi ayetlerinden sonra hicretin ikinci veya üçüncü yılında, nazil olduğu tahmin edilmektedir. Müfessirler, ayette geçen "kat kat arttırılmış olma" ifadesinin faiz yasağının özelliklerinin vurgulanması amacıyla değil Araplar tarafından o dönemde en çok uygulanan bir faiz yönteminin açıklanması amacıyla belirtildiğini kabul ederler. Ayrıca ayette anlaşıldığına göre "kat kat" ifadesi anaparanın değil faizin özelliğidir. O dönemlerde değişik faiz türleri (fahiş riba, tefecilik, katlamalı faiz vb) olsa bile sadece bu türdeki faizin yasaklandığı söylenemez. Zira faiz ile riba arasındaki farkı vurgulamak için fahiş olan ve olmayan riba veya basit- bileşik faiz ayırmaları daha çok sonraki dönemlerde yapılmıştır.

---

<sup>51</sup> Özsoy, a.g.e., s.110-126.

Hadis literatüründe borç faizi hakkında hadisler oldukça az olmakla beraber, faiz konusu Kur'an'da yer alan borç faizi ve sünnette yer alan alışveriş faizi olmak üzere iki şekilde yer almaktadır. Borç faizi Medine döneminde ikinci veya üçüncü yılda yasaklanırken alışveriş faizi bundan dört veya beş yıl sonra yasaklanmıştır. Alışveriş faizi hakkında literatürde iki adet tanım bulunmaktadır: “Peşin alışverişlerde ortaya çıkan faize ‘fazlalık faizi’ (*ribe'l-fadl*), vadeli alışverişlerde ortaya çıkan faize de ‘veresiye faizi’ (*ribe'n-nesîe*) denilmektedir.” Ubade b. Samit'in rivayet ettiği altı eşya hadisi olarak bilinen hadis alışveriş faizinin iki çeşidini de açıklamakta ve bu konudaki hadislerle kaynak oluşturmaktadır. Hadisin meali şöyledir: "*Altına karşılık altın, gümüşe karşılık gümüş, buğdaya karşılık buğday, arpaya karşılık arpa, hurmaya karşılık hurma, tuza karşılık tuz cinsi cinsine birbirine eşit ve peşin olarak satılır. Malların sınıfları değişirse peşin olmak şartıyla istediğiniz gibi satın*" (Müslim, "Müsakat", 81; Tirmizi, "Büyu", 23). Bu hadis, bütün sahih hadis kitaplarında yer almaktadır. Buna göre İslâm dininde haram kılınan faiz iki türdür:<sup>52</sup>

- (i) Ribe'n-Nesfe: Cahiliye devrinde halk içerisinde en meşhur olan faiz şeklidir. Borç vadesinin uzatılmasına karşılık olan fazlalık miktardır. Alacaklı kabul ettiği takdirde borç ilave edilen yeni miktar (faiz) ile birlikte anlaşılan vadeye kadar ertelenirdi. Allah (cc) bu tür faizi kesinlikle yasaklamıştır.
- (ii) Ribe'l-Fadl: Aynı tür eşyayı fazlası ile satmaktır. Bir ölçek buğdayın, diğer bir buğday türünden iki ölçege, tereyağının diğer bir tereyağı türünden iki kata satılması gibi. Hz. Peygamber (SAV) aynı cinsten iki şeyin fazlası ile değiştirilmesini riba olarak tanımlamış ve yasaklamıştır. Değiştirilmek istenen aynı cinsten iki şeyin önce birisinin para ile alınmasını, sonra aranan şeyin para ile alınmasını emrederek alışverişteki riba şüphesini ortadan kaldırmıştır.

İslâm'ın ortaya çıktığı dönemde Arap yarımadasında üzerinde anlaşılan fiyatın belirlenen bir zaman süresinde ödenmesi şartıyla yapılan veresiye satış, genellikle borcun katlanmasına sebep olan riba muamelesi ile sonuçlanmaktaydı. O dönemdeki toplumsal hayat içinde tüketim maddesi kıtlığına maruz halkın genellikle veresiye satış yoluna başvurduğu söylenebilir. Böyle bir yapı içinde borçlunun vadesi geldiğinde alacaklıya borcunu ödeyemediği durumda vadeyi anlaşılan miktar karşılığı uzatması halinde anlaşılan miktar/ fazlalık riba olmaktadır. Yüksek ihtimal ile "*Alışveriş de riba gibidir*" (Bakara 2/275) ayetiyle

<sup>52</sup> Muhammed Ali Sabuni, **Kur'an-ı Kerim'in Ahkam Tefsiri**, Çev. Mazhar Taşkesenlioğlu, Şamil Yayınevi, İstanbul, 1984 II, s.323-324

Kur'an'da ifade edildiği gibi Araplar alışveriş işlemi ile ribanın birbirinden farklı olduğunu düşünmemişlerdi. Fakat gerçekte bunlar arasında fiili bir benzerlik yoktu; çünkü birisi riba, diğeri normal ve geçerli bir alışveriş muamelesi idi. Bu sebeple Allah, birincisinin haram, ikincisinin ise helal olduğunu kesin bir biçimde bildirmiştir.<sup>53</sup>

Faiz konusunda, islam hukukçuları faizin bireylerin hayatındaki yansımaları, toplumsal hayata olan etkileri vb tartışmaktan ziyade daha çok faiz yasağının sınırlarının çizilmesi, kriterlerin açık ve net olarak belirlenmesi vb hususlarda yoğunlaşmıştır. Bu bakış açısının oluşmasında islam dinin faizi kesin olarak yasaklamış olması, müslüman toplumların bunu benimsemiş olması ve faizsiz bir ekonomik sistem geliştirme arzusu etkili olmuştur.<sup>54</sup>

Mezhep imamlarının faiz konusundaki incelemelerine kaynak oluşturan temel nokta “altı eşya hadisi” olarak bilinen ve yukarıda belirttiğimiz hadistir. Bu hadiste Hz. Peygamber altın, gümüş, buğday, arpa, hurma ve tuzun birbirleri arasındaki değişimde hangi durumlarda faizin oluşacağını söylemiştir. Sözkonusu bu altı eşyada faiz oluşacağı genel kabul görmüştür. Fakat mezhep imamları ve fakihler, bu altı eşyanın diğer mallar için bir ölçü olarak mı ele alınması gerektiği yoksa sadece bu altı madde için mi faiz yasağının uygulandığı hususunda farklı düşüncelere sahiptir. Bu konuda dört mezhebin de dahil olduğu çoğunluk, sözkonusu altı maddenin bir ölçü olarak değerlendirmesi hususunda görüş birliğine sahiptir. Fakat faizi ortaya çıkaran nedenin ne olduğu hususunda ciddi tartışmalar olmuştur.<sup>55</sup>

İslâm hukukçularının faiz ile görüşlerini genel olarak iki grupta toplamak mümkündür.<sup>56</sup>

1. Faiz yasağının çerçevesini geniş anlamda değerlendirenler:

Bu gruptaki İslâm hukukçularına göre her tür faiz, hiç bir ayrıma ve derecelendirmeye tabi olmaksızın haramdır. Faizden uzak durulması gerektiği kadar, faiz ihtimali ve şüphesinden de uzak durmak gereklidir. Allah Teala kitabında faizi, içki yasağında olduğu gibi aşama aşama yasaklamıştır. Rum suresinin 39. ayetinde faizin artmayacağı ve bolluk getirmeyeceği, sadakanın ise refah getireceği ifade edilmiş, Allah'ın faize razı olmadığı işaret edilmiştir. Cahiliyye devrinde Mekke, Medine ve Taif gibi merkezlerde iç ve dış ticaret ile meşgul olanların faizli kredi kullandıkları bilinmektedir. Dolayısıyla haram

<sup>53</sup> Ziuaddin Ahmad, a.g.e., s.458.

<sup>54</sup> Özsoy, a.g.e., s.110-126.

<sup>55</sup> Özsoy, a.g.e., s.110-126.

<sup>56</sup> Hayreddin Karaman, **Mukayeseli İslâm Hukuku**, İz Yayıncılık, İstanbul,2001, II, s.219-222

kılınan faiz yalnızca tüketim kredisi değil, yatırım ve üretim kredisini de içine almaktadır. Faiz alıp vermeyi uygun hale getiren zaruri haller ihtiyaç halleri olmayıp, domuz eti yemeyi mübah kılan durumlarda olduğu gibi hayati ihtiyaç ve zaruret halleridir.

2. Faiz yasağının çerçevesini dar anlamda değerlendirenler:

Bu gruptaki İslâm hukukçuları haram faizin gerçekleştiği işlemlerin çerçevesini dar tutmaktadırlar. Ancak hangilerinin haram, hangilerinin mekruh ve helal olduğu konusunda farklı görüşler ileri sürmüşlerdir:

a) Ribe'n-nesîe (borç vadesinin uzatılmasına karşılık olan fazlalık miktarı) ile ribe'l-fadl (aynı tür eşyayı fazlası ile satmak) arasında farklılık vardır. Ribe'n-nesîe haram kılma hedefi olan asıl faizdir. Ribe'l-fadl, ribe'n-nesîeye yol açar, vesile olur diye haram kılınmıştır. On altı oniki altın ile vadeli olarak mübadele etmek haramdır fakat bu işlemin peşin olarak aynı anda yapılmış olması caiz olsaydı, bazı kimseler hile yoluna sapar, peşin olarak konuşur ve muvazaalı olarak vade uygulama yoluna giderlerdi. Bu ayırımdan dolayı bu alimler, ribe'n-nesîenin birinci dereceden zaruret (domuz eti yemeyi mübah kılan zaruret) halinde caiz olabileceğini, ribe'l-fadl denilen faizin ise ihtiyaç halinde de caiz olabileceğini ifade etmişlerdir.

b) Haram olan faiz yalnızca cahiliyye devrinde uygulanan faizdir. Ribe'n-nesîe, ilk ödünç verirken veya mal ile malı veresiye mübadele ederken fazlalığı şart koşmakla gerçekleşmez. Borcun vadesi gelince bunu ödeyememesi halinde alacaklının hem miktarı çoğaltması hem de vadeyi uzatması halinde gerçekleşir. Katlanan faizden maksat budur. Bunun dışında kalan faiz çeşitleri cahiliyye faizine yol açmasın diye men edilmiştir ve haram değildir.

c) Bazı alimler, faiz yasağında, yasağın amacının dikkate alınması gerektiğini, bunun da kuvvetlinin zayıfı sömürmesini önlemekten ibaret bulunduğunu, günümüzde şirket ve bankalar üzerinden yürütülen kredi işlemlerinin eski dönemlerdeki uygulamalara benzemediğini esas alarak, tüketim kredisinden alınan faizi haram, yatırım kredisinden alınan faizi ise caiz olarak görmüşlerdir. Yatırım kredisi ekonomik yönden zayıf bulunan halktan temin edilmekte, bunların faizi de yine halka dönmektedir; bunu caiz görmekle zayıf tarafın menfaati korunmuş olmaktadır.

Diğer taraftan faizin uygulandığı ekonomilerde refah artışı vb için gerekli olan üretim ve yatırımı sağlamak büyük miktarlarda sermayeye bağlıdır ve bunları özkaynaklardan temin etmek mümkün değildir; krediye başvurulması kaçınılmazdır. Bu kredilere verilen faiz

yalnızca anapara üzerine belli oranda tahakkuk ettirildiği takdirde; yani faiz ana paraya eklenerek yeni vadeye yeni faiz tahakkuk ettirilmediği takdirde cahiliye faizi söz konusu olmaz. Asıl ribe'n-nesîe olan cahiliye faizi gerçekleşmediğine göre, buna yol açmasın diye ikinci derecede yasaklanmış olan diğer faizin kamu yararından dolayı caiz olması gerekir. Bununla beraber ideal olan bu tür faize de fırsat vermeyen bir ekonomik sistemin uygulanmasıdır.

Günümüzde mevcut finansal sistem içinde faizsiz finansal enstümanların da uygulama alanı bulduğu, zaman içinde gelişim göstererek yeni ürünlerin ortaya çıktığı, ilgili kurum ve kuruluşların gelişmeleri takip ederek gerekli düzenlemeleri gerçekleştirdikleri göz önüne alındığında, faiz kavramı üzerine yapılan tartışmalarda önemli engellerden bir tanesi faiz sözleşmesinin iki tarafının karşılıklı kazanç ve kayıplarının karşılaştırılmasına dayalı bir mikro yaklaşımın kullanılmasıdır. Dolayısıyla böyle bir yaklaşım içinde faiz tarafların sözleşmeyle sınırlı durumları açısından değerlendirilmektedir. Bu yaklaşım yerine veya ilave olarak genel durum veya ilgili toplumun iktisadi, sosyal, siyasi ve hatta kültürel sistemlerinde yol açabileceği sonuçlar açısından değerlendirileceği makro-sistemik bir yaklaşımın benimsenmesi daha faydalı olabilir.<sup>57</sup>

Bir ekonomide faizin geçerli olmasının yol açabileceği en önemli sonuç, kredi mekanizmasının oluşmasına zemin hazırlamasıdır. Kredi mekanizması yoluyla finansal varlıklar asıl sahiplerinin, bu varlıklar üzerindeki tüm haklarını vade sonuna kadar karşı tarafa devretmiş olurlar. Dolayısıyla finansal varlıklar asıl sahiplerinden bağımsız hale gelirler. Bu çerçevede faiz olmayınca kredi mekanizması işlemeyecek ve tasarruf sahiplerinin ödünç verme motivasyonları ortadan kalkmış olacaktır. Bu açıdan bakıldığında Kur'an-ı Kerim faiz yasağı yoluyla kredi mekanizmasını tasfiye etmeyi hedeflemektedir. Peki ama faizin olmadığı veya kredi mekanizmasının işlemediği bir durumda bunların tekabül ettiği ihtiyaç nasıl karşılanacak ve atıl finansal fonların üretken bir şekilde ekonominin içine çekilmesi nasıl mümkün olacaktır? Bu konuda Kur'an-ı Kerim de somut bir öneri yoktur. Sorun muhatapların inisiyatifine bırakılmış gibidir. Müteşebbislerin atıl finansal fonları yatırım projelerinde kullanmaları fon sahiplerini (fon arz edenleri) ikna etmelerine bağlıdır. Bu noktada müslümanların geliştirmiş oldukları en etkili çözüm farklı şekillerde kurulabilen ortaklık yöntemi olmuştur. Bu durum aslında müteşebbislerin kendileri açısından tercih

---

<sup>57</sup> Orman, a.g.e., s.164-173



edecekleri bir sonuç değildir. Fakat burada faiz yasağının önemli bir sonucu karşımıza çıkmaktadır; sermayenin bağımsızlaşmasının önlenmesi. Ortaklık halinde sermayenin sermayedarla irtibatı devam etmektedir. Sermayedarı aktif ve dinamik bir yapı içinde olmaya teşvik etmektedir. Dolayısıyla ortaklığın yaygın olması işçi statüsünde bulunan insanların azalmasını sağlayacak ve ekonomik motivasyonu önemli oranda artıracaktır. Teorik olarak ortaklığın tüm ekonomiye yayıldığı bir durumda ücretli işçilik statüsünün bütünüyle tasfiyeye uğraması dahi mümkündür. Sermayedar durumundaki ortakların kendilerine veya başkalarına ait işyerlerinde çalışmalarına mani bir durum olmadığına göre ortaya yeni bir çalışan bir tipi çıkacak demektir. İş organizasyonu ve iş ilişkilerinin önemli değişiklikler geçirmesi ihtimali yüksektir. İş organizasyonunda yöneten ile yönetilen arasındaki mesafe hayli azalmış olacak ve hukuki bir hiyerarşiden çok fonksiyonel bir farklılaşma söz konusu olacaktır. Milli gelir yapısında ise gelir hiyerarşisinde ilk sırayı kar geliri alacaktır.

#### **2.2.1.4. Modern Ekonomilerde Faiz Olgusu**

Dünya tarihinde bilinen en eski kanunlardan olan Hammurabi kanunlarından bu yana faiz ile ilgili ortaya atılan görüşler, modern iktisat teorisini ilgilendiren sorular içermemişler, ahlaki değerler ifade etmişlerdir. Bu görüş ve tartışmalar, ihtiyaç içinde olan insanların ödünç işlemleri çerçevesinde suistimal edilmelerini konu edinmişlerdir. Paranın, üretim amaçlı kullanılmak üzere talep edilen sermaye unsuru olabileceği gözönüne alınmamaktadır. Modern toplumlarda ise para belirli faydalar sağlayan bir mal olarak algılanmaktadır. Diğer taraftan ödünç işlemlerinde nakdî ödünç sınırlamanın çağdaş finansal sistemlerin oluşumunu engellediği görülmektedir. Tüm bu nedenlerle faize karşı yasaklayıcı tavırların zamanla yumuşadığı görülmektedir. Osmanlı İmparatorluğu'nda 1884 yılından çıkarılan Murabaha Nizamnamesinde, riba ile faiz arasında ayırım getirilmiştir. Murabaha Nizamnamesi ile %9 oranından fazla olan faiz yasaklanmış %9 oranına kadar olan faiz uygulamaları ise şer'i ve hukuki kabul edilmiştir.<sup>58</sup>

Faiz yasağı yerine faiz oranlarının tartışılması ve bununla ilgili uygulamaların ekonominin merkezine yerleşmesinde Orta Çağ'da meydana gelen toplumsal ve ekonomik değişim ile Hıristiyanlıkta gerçekleştirilen köklü yapısal değişikliklerin önemli etkileri olmuştur. Bir yandan Hıristiyan din adamlarının faizin günah olmadığı yönündeki

---

<sup>58</sup> Paya, a.g.e., s.151.

görüşlerinin giderek yoğunlaşması, diğer yandan Orta Çağ ekonomisinin, hızla değişmesi ve kapitalist bir nitelik kazanması da faiz uygulamasının yaygınlaşmasına neden olmuştur.<sup>59</sup>

Modern iktisat literatüründe faiz teorisi iki temel yaklaşım çerçevesinde ele alınmaktadır.<sup>60</sup>

(i) Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi: Bu yaklaşım faiz hareketlerini ekonomik sistemdeki fon arz ve talebi ile ilişkili olarak inceler. Teorinin geliştirilmesinde Irving Fisher'in (1867-1947) büyük katkıları olmuştur. Fisher, faizin oluşumunda iki temel faktörden bahseder:

1. İnsanların bugün ve gelecek olmak üzere tüketim konusundaki zaman tercihi. İnsanlar her zaman tüketim ve tasarruf arasında bir tercih yapmak durumundadırlar. Belirli bir faiz karşılığında tüketimini erteleyen kişi, ileride daha fazla tüketim imkanına kavuşur. İnsanların bugünkü ve gelecek dönem tüketim miktarları ile ilişkili tercihini, piyasadaki faiz oranları belirleyecektir. Yüksek faiz oranları; ileride daha fazla tüketim fırsatı sağlayacağı için, cari dönem tüketimini frenleyecek, tasarrufları artıracaktır.
2. Verimlilik. Girişimciler yatırımları nedeniyle yaptıkları harcamaları üzerinde getiri sağladıkları sürece verimli yatırımlarda bulunmuş olacaklar ve verimlilik artışına paralel fon talepleri artacaktır. Bu durum piyasadaki fon arz ve talebini etkileyerek piyasa faizlerini belirleyen unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ödünç verilebilir fonlar teorisi kapsamında faiz, sadece tüketim ve yatırım gibi reel büyüklüklerde meydana gelen değişmelerden etkilenmektedir. Bu noktada ekonomideki para miktarı gibi parasal büyüklükler etkili değildir. Dolayısıyla fon arz ve talebinin belirlediği faizi, reel büyüklük olarak tanımlamak son derece güçtür.

(ii) Likidite Tercihi Yaklaşımı (Keynesyen Faiz Teorisi): Keynes, faiz oranının tüketim ve yatırım harcamaları gibi reel büyüklüklerden etkilendiği görüşünü reddetmektedir. Faiz oranı, toplumun likidite tercihi (para talebi) ile birlikte para otoritelerince saptanan para arzı tarafından belirlenen tamamen parasal bir olaydır. Faiz bugünün ertelenmiş tüketimi için verilen bir ödül değildir.<sup>61</sup>

İslâmî finans, belirtildiği üzere İslâm hukuku prensiplerine göre uygulama alanı bulan ve az sayıda yasağın belirleyici olduğu bir sistemdir. Yapılan yasaklamalar ile

<sup>59</sup> Karakuş, a.g.e., s.44.

<sup>60</sup> Paya, a.g.e., s.152.

<sup>61</sup> Brain Snowdon, Howard R.Vane, **Modern Makroekonomi Temelleri, Gelişimi ve Bugünü**, 2012, 1. bs, Çev.Ed. Barış Kablamacı sf. 55

ulaşılmak istenen sonuç; çalışmanın ve üretimin teşvik edilmesi, yapılan anlaşmalarda taraflar arasında karşılıklı faydanın sağlanması ve ekonomik anlamda toplumsal adaletin sağlanmasıdır. İslâmî finansı, geleneksel finanstan ayıran temel nokta ribâ yasağı olmasına rağmen, ribâ içermeyen bir işlemin de tamamıyla İslâmî olduğu söylenemez. Çünkü yapılan işlemlerin islam hukuk prensiplerine göre diğer yasakları da içermemesi gerekir. Bu bağlamda bir diğer yasak “Garar” yasağıdır.<sup>62</sup>

### 2.2.2. GARAR YASAĞI

Garar, olup olmayacağı bilinmeyendir. Bazı İslâm hukukçuları cehalet kelimesini de aynı kavram için kullanmaktadırlar. Olacağı, elde edileceği bilinmekle beraber vasfı bilinmeyene meçhul denir. Cehaletle garar arasındaki farkı örnekler üzerinde şöyle izah etmek mümkündür: Cehaletsiz garar örneği; kaçak köleyi satmaktır. Köle kaçmadan önce bilindiği için meçhul değildir, ancak yakalanıp yakalanmayacağı belli olmadığından garar söz konusudur. Gararsız cehalet örneği, kişinin gördüğü fakat cam mı yakut mu olduğu bilmediği bir taşı satın almasıdır. Gördüğüne göre mevzu mevcuttur, garar yoktur. Ancak cinsini bilmediği için cehalet vardır.

İslam hukukunda akitlerin geçerliliğini etkileyen ve bu sebeple yasaklanmış olan hukukî belirsizlikler (garar) on çeşittir:<sup>63</sup>

1. Teslimin mümkün olmaması: Kaçmış deve, tek başına ana karnındaki yavru gibi.
2. Malın bilinmemesi: “Şu çantadakini sana sattım” demek gibi.
3. Bedel veya malın niteliklerinin bilinmemesi: Evimden bir giysiyi sana sattım demek veya bakmaksızın vasfı açıklanmaksızın bir şeyi satmak gibi. Maliki ekolüne göre görülmeyen malı niteliklerini belirterek veya daha önce görülmüş olması sebebiyle satmak caizdir. Ebu Hanife nitelik belirtme ve daha önce görme şartları bulunmadan bunu caiz görmüş, Şafii ekolü her iki halde de uygun görmemiştir.
4. Bedelin bilinmemesi: “Halkın sattığı fiyat ile veya şu kişinin diyeceği fiyat ile sattım” demek gibi.

---

<sup>62</sup> Çürük, a.g.e., s.16.

<sup>63</sup> Karaman, a.g.e., s. 166-169.

5. Vadenin bilinmemesi: “Ahmet’in gelmesine kadar, Ali’nin ölmesine kadar” gibi kayıtlarla akit yapılması gibi. Ancak mesela “hasat zamanına kadar” demek caizdir. Belirlenmiş bir aya kadar demek caizdir; bu durumda ayın ortası kastedilmiş olur.

6. Bir satışta iki satış: Bir malı iki farklı fiyatla satmak; “ Şu elbiseyi sana peşin on, vadeli yirmi liraya sattım” demek suretiyle olur. Karşı taraf evet derse iki fiyattan hangisine karar verildiği belli olmadığı için cehalet vardır. İki farklı malı bir fiyata satmak; “Şu iki elbiseden – hangisini istersen- birini şu kadara sattım” demek suretiyle olur. Burada satılan mal belli olmadığı için cehalet vardır.

7. Kurtulması umulmayan şeyin satılması.

8. Çakıl satışı: “Elindeki çakıl düşünce satım akdinin bağlayıcı olacağı” şeklindeki satış.

9. Bırakışma (*münabeze*) satışı: Biri elbiseyi diğerine bırakır veya atar; diğeri de karşısındakine aynı şeyi yapar ve satım akdi gerçekleşmiş olur.

10. Dokunuşma (*mülamese*) satışı: Görmese bile elbiseye eli ile dokunuverince akid tamamlanmış olur.

Son üç madde İslâm öncesi (cahiliye devri) adetlerindedir.

Garar kapsamına dahil olan bu türden belirsizlikleri bulunduran akit ve işlemler, İslam hukukuna göre farklı derecelerde geçersizlik müeyyidesi ile karşılık bulur. “*Amaç haksız kazancın önlenmesi olmakla beraber ticari hayatın rekabet ve kazanma arzusu üzerine kurulması, bedeller arasındaki dengenin mutlak bir kriterinin bulunmaması, sözleşme hukukunda güven ve istikrar fikrinin ve objektif (dışa vurulan) iradenin çok önemli bir yere sahip olması gibi sebeplerle, müeyyideler bunların rızayı sakatladığının belirlenmesi durumu ile sınırlı tutulmuş ve çoğunda tarafların mevcut duruma razı olduklarının anlaşılması kaydıyla sözleşmenin geçerliliğine hükmedilmiştir. Zira garar yasağı, haksız kazancın önlenmesi amacıyla yukarıda belirtilen durumlarla kesişmekle beraber İslâm hukukunda farklı bir öneme sahiptir. Garar yasağına ilişkin hükümler İslâm hukukunda kamu düzeninden sayıldığından, tarafların kendi iradeleri ile yasağı bertaraf etmeleri mümkün değildir.*”<sup>64</sup>

<sup>64</sup> İbrahim Kafi Dönmez, “Garar”, **Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi (DİA)**, XXIII, 366 -371.

İslam hukuk metodolojisi uzmanı Prof.Dr. İbrahim Kafi Dönmez riba ile garar ilişkisi konusunda şu tespiti yapar:

*“Riba ve gararın İslâm'ın kazanç yollarına ilişkin dünya görüşünü yansıtan ve birbirini tamamlayan iki temel yasak olduğu söylenebilir. Şöyle ki: Riba risksiz kazancın yasaklanması anlamına gelirken, kazancı sırf risk üzerine bina etme gibi bir sonuca ulaşılmaması gerektiğini gösteren diğer bir hüküm garar yasağıdır. Ribada risk olgusu, bir taraf için kazanç engeli (kazanabileceği gerçek miktardan vazgeçip daha azına razı olma sebebi), diğer taraf içinse kazanç sebebi (kazanabileceği miktardan fazlasını elde etme) olmaktadır. Garar durumlarında da normalde elde edilecek kazançla ilave olarak sağlanan bir kazanç vardır ki bunun asıl sebebi risktir.”<sup>65</sup>*

Gararın belirlenmesinde zamanın şartlarının, toplumsal dinamiklerin ve özellikle de ticari düzendeki değişimlerin de etkili olduğu ve bu konudaki hukuki değerlendirmelerde bu hususların dikkate alınması gerektiği ifade edilmektedir. Nitekim günümüzde borsa ve sigorta gibi uygulamalar İslam hukuku açısından değerlendirilmesinde gararın mevcut olup olmadığı konusunun önemli bir belirleyici olduğu görülmektedir.<sup>66</sup>

### 2.2.3. KUMAR YASAĞI

İslam dininin temel yasaklarından biri olan kumar yasağı şu şekilde açıklayabiliriz: *“Kumar; şans ve becerinin birlikte veya tek başına söz konusu olduğu bir olay yahut yarışmanın ya da belirsiz bir olayın sonucu üzerine bahse tutuşma ve bu yolla kazanç elde etme şeklinde tanımlanmakla beraber türü ve şekli toplumlara ve dönemlere göre değişiklik gösterse de esas itibarıyla haksız kazanç, mal ve zaman israfı, irade zafiyeti ve toplumsal çözülme gibi bir dizi olumsuzluğa yol açtığı için dinler ve temel ahlak öğretileri tarafından yasaklanmış ve kınanmıştır.”<sup>67</sup>*

İslâm hukuk literatüründe kumar iki açıdan ele alınır: *“Bir yönüyle kumar toplum ve Allah hakları, yani genel ahlakın korunması, haram bir işin toplumda yayılmasının önlenmesi kapsamında ele alınmış, kumar oynama şahitliğin kabulünü engelleyen ve kamu düzenini ihlal ettiği için engellenmesi gereken kötü bir davranış olarak görülmüştür. Bu açıdan kumar kişinin adalet vasfını düşüren ve ceza gerektiren bir suç sayılmıştır. Diğer taraftan özellikle ilk dönem metinlerinde kumar; garar, cehalet gibi kelimelerle birlikte kullanılarak bazı hukuki işlemlerin hukuka aykırı biçimde risk ve belirsizlik taşıdığına işaret edilmiş ve işlemin geçersizliği belirtilmiştir. Bu anlayışın sonucu olarak şahıs haklarının korunmasının öncelik*

<sup>65</sup> Dönmez, a.g.e., s.366-371.

<sup>66</sup> A.e., s.366-371.

<sup>67</sup> Ali Bardakoğlu, “Kumar”, Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi (DİA), XXVI, 364 – 367.

*taşıdığı muamelat hukukunda para ve mal değişiminden satış ve şirket akdine, mal bölüşümünden faiz yasağının kapsamına girebilecek veya sonucu belirsizlik taşıdığı için gararlı alışveriş olarak görülebilecek olan birçok işlem türü, şans ve tesadüfe bağlı bir kazanç içerdiği ölçüde bir tür kumar olarak görülmüş ve yasaklanmıştır. Özellikle dinin kumar yasağı, İslâm hukukunda genişletici bir yoruma tabi tutularak rıza unsurunun yeterince bulunmadığı hukuki işlemlerin iptali, haksız kazançların ve beklenmedik hak kayıplarının önlenmesi, akidlerde bilinmezliğin giderilmesi, açıklık ve güvenliğin sağlanması yolunda temel bir argüman olarak kullanılmış, böylece muamelatta hakim diğer ilkelere birlikte borçlar hukukunun genel çizgisini belirleyen bir bakış açısı oluşturmuştur.”<sup>68</sup>*

## **2.3. İSLÂMİ FİNANSAL SİSTEMİN UYGULAMA ALANLARI**

### **2.3.1. BANKACILIK İŞLEMLERİ**

#### **2.3.1.1. Banka Kavramı**

Bankalar para arz ve talebi arasında denge kurulmasını sağlayan kuruluşlar olarak; *“Halkın belirli süreler için kullanmadıkları paraları toplayarak kredi ve plasman şeklinde işleten, hisse senedi ve tahvil alım satımına aracılık eden, para havalesi, kasa kiralama, senet tahsili, emanet kabulü, teminat verme, döviz alım satımı yapma gibi işleri gören mali kuruluşlardır. Halktan kullanmadıkları paraları mevduat şeklinde toplar, bunlarla ticaret, sanayi, ihracat, tarım, konut yapımı, küçük zanaat, gibi alanlara kredi verirler. Kredi işlemlerinde güven esastır. Kredi verenler, verdikleri parayı geri alamama riski ile karşı karşıyadır. Kredi verenler ile kredi alanlar birbirlerini tanımadıkları için risk unsuru daha da artar. Dolayısıyla kredi işlemlerinde güven sağlayacak kuruluşlara ihtiyaç vardır ve bunu da bankalar yerine getirir. Bankalar halkın küçük tasarruflarını toplar, büyük fonlar oluşturur ve böylece bireysel tasarruflar ile karşılanamayacak ölçüde büyük krediler verebilirler. Bankalar ayrıca kendilerine yatırılan paraların vadelerinden daha uzun süreyle kredi verme olanağına sahiptirler”<sup>69</sup>*

Tarihi olarak ilk bankacılık işlemlerinin eski Sümer ve Babil’e kadar uzandığı tahmin edilmektedir. M.Ö. 3500 yıllarında kurulan “Mabet” adındaki kuruluşların ilk bankalar olduğu ve ilk borç verenlerin de rahipler olduğu bilinmektedir. İnsanlar, ilk çağlardan itibaren dokunulmazlıkları bulunan mabetlere ve mabetlerde bulunan, toplumda saygın ve sözü geçen

<sup>68</sup> Bardakoğlu, a.g.e., s.364 – 367.

<sup>69</sup>Halil Seyidoğlu, a.g.e., s. 49.

insanlar olarak din adamlarına güven duymuşlardır. Din adamları toplumun manevi sorunları yanında ekonomik sorunları ile de ilgilenmişlerdir. Mabetlere karşı oluşan güven duygusu halkın servetini, çalınma ve kaybolma tehlikesine karşı buralara emanete bırakmasına yol açmıştır. Herkesin emanete bıraktığı malı bir anda almadığını fark eden din adamları, bu malları ihtiyacı olan insanlara belli bir faiz karşılığında borç vermeye başlamışlardır. Mabetlerin kredi işlemleri gerçekleştirdiği, yapılan kazılar sonucu tespit edilmiştir. Kazılardan elde edilen belgeler hesaplar arası transferlerin, tediye ve teslim emirlerinin, talimatların vb olduğunu, faaliyet alanlarının ödünç ve mevduat kabulü işlemlerinden oluştuğunu ve bu işlemleri gerçekleştirecek şekilde örgütlenildiğini ortaya koymaktadır. Hamurrabi kanunlarında mabetlerin ödünç işlerini nasıl yöneteceği, borcun tahsil ve tasfiyesinin nasıl gerçekleştirileceği vb konular detaylı olarak yazılmıştır. Eski Mısır, eski Yunan ve Roma'da banka işlemleri ile ilgili faaliyet gösteren kuruluşların olduğu bilinmekle beraber özellikle eski Mısır'da tefeciliği ve bileşik faizi yasaklayan yasalar bulunmaktadır. Eski Yunan'da ise faiz uygulamalarına bir sınırlama getirilmemiş fakat faiz oranlarının yüksekliği karşısında devlet bankaları kurmaya başlamışlardır.<sup>70</sup>

Yahudilerin bankacılık sahasında erken dönemlerden itibaren etkin oldukları anlaşılmaktadır. Zira bankacılık sisteminin gelişmesindeki en büyük kısıt olan faiz yasağı hıristiyanların ve müslümanların bankerlik yapmalarına engel oluyor buna karşılık yahudilerin her iki tarafa bankerlik yapıp, faizle para veriyorlardı. Yahudiler dışında Kuzey İtalyalı Lombartlar da bankacılık işlemlerinde bilgi ve tecrübe sahibi idi. Lombartlar ve Yahudiler buldukları her yerde devamlı olarak aynı kuralları ve hükümleri uygulamak marifetiyle ticaret ve bankacılık işlemleri ile ilgili hukuk sisteminde birlik sağlanmasında önemli rol oynamışlardır.<sup>71</sup>

Ortaçağın sonlarında faiz hakkındaki fikirlerin değişmesi, rönesans ile birlikte ortaya çıkan keşifler ve buluşlar vb ile faiz yasağı kaldırılarak faizin meşruluğu kabul edildi. Bu değişiklik Avrupa finans piyasalarının da etkilenmesine yol açarak bankacılık sisteminin gelişmesine neden olmuştur. Bu gelişmeler paralelinde 1609'da Amsterdam Bankası, 1637'de ise Venedik Bankası kurulmuştur. Geçmiş yüzyıllarda bankacılık sistemi kendi sermaye ve kaynaklarını ödünç veren bir yapıya sahip oldukları halde, 18. yy'dan sonra bankacılık sistemi, kendilerine yatırılan mevduat karşılığında kredi açan, cari hesapları çek karşılığında

<sup>70</sup> M.İlker Parasız, **Modern Bankacılık Teori ve Uygulama**, İstanbul, Banksis Yayınları, 2000, s.5-6; Servet Bayındır, **İslâm Hukuk Penceresinden Faizsiz Bankacılık**, İstanbul, Rağbet Yayınları, 2005, s. 26-27.

<sup>71</sup> Tezer Öcal ve Ö.Faruk Çolak, **a.g.e.**, s.16-17.

kullanıma sunarak kaydi para düzenine geçen, hisse senedi ve tahvil ihracına aracılık eden, ticari senet ve poliçe iskontosu karşılığında banknot ihracı yapan, elindeki kaynakları endüstriyel ve ticari girişimlerin kurulmasına ve işletme ihtiyaçlarına tahsis eden vb bir yapıya kavuşmuştur. Bütün bu faaliyetleri gerçekleştirmeleri XIX. Yüzyıl bankacılık sistemine geçmiş yüzyıllarla kıyaslanmayacak surette geniş olanaklar, büyük bir nüfuz ve güç sağlamıştır.<sup>72</sup>

İkinci Dünya Savaşında sonra Avrupa ve Japonya'nın yeniden imarının finansmanı kalkınma ve yatırım bankalarının bankacılık sistemi içindeki önemini artırmıştır. 1973 petrol krizi bankacılık sektörüne kaynak girişini artırarak ticari bankacılığın yeniden ivme kazanması yönünde etki etmiştir. Petrol krizinden sonra Avrupa bankacılık sistemine yönelen parasal kaynaklar sistem içinde kredi mekanizmasını işler duruma getirmiş ve paralel olarak bankacılık sistemindeki ürün sayısının artması yönünde baskı yapmıştır. Sistemde meydana gelen büyüme ve gelişmenin teknoloji ile desteklenmesi, elektronik bankacılık işlemlerin artmasına, ürün portföyüne bireysel bankacılık ürünlerinin katılmasına neden olmuştur. Teknolojik gelişimin elektronik bankacılık işlemleri formunda sistem tarafından benimsenmiş olması, bankaları müşterileri için riskli işlemlerden korunmalarını (hedging) sağlayacak işlemler yapmaya yöneltmiş bu da yeni finansal araçların (finansal yenilik ürünleri) üretilmesine olanak sağlamıştır.<sup>73</sup>

### **2.3.1.2. Katılım Bankacılığı / Faizsiz Bankacılık**

Tarihsel süreç içerisinde ve günümüzde, faiz konusundaki tartışmalar mali aracı kurumların kuruluş felsefesini ve işleyiş mekanizmasını önemli ölçüde etkilemiştir. Bankacılık alanındaki uygulamaların büyük bir kısmı fon toplama ve fon kullandırma süreçlerinde kredi sistemini esas alırken, diğer kısım ortaklık sistemini esas almak üzere kurulmuştur. Kredi sistemi faizli bankalar, ortaklık sistemi ise katılım bankaları (faizsiz bankalar) tarafından uygulanmaktadır.<sup>74</sup>

Son yüzyılda klasik bankaların, gelişme ve büyümelerine paralel olarak İslâm ülkelerine girip faaliyetlerini yaygınlaştırması, bu bankaların faizli işlemler gerçekleştirmeleri nedeniyle, işlem yapmanın caiz olup olmadığı konusunu tartışmaya açmıştır. Bir kısım İslâm alimi kesinlikle işlem yapılamayacağını belirtirken diğer bir kısım ekonomik hayat içerisinde

<sup>72</sup> Tezer Öcal ve Ö.Faruk Çolak, **a.g.e.**, s.16-17.

<sup>73</sup> **A.e.** s.17-18.

<sup>74</sup> Bayındır, **a.g.e.**, s. 25-26.



müslümanların faaliyetlerini devam ettirmeleri ve ihtiyaçların karşılanması hususunda İslâmın zaruret prensibinden hareket ederek sınırlı bir şekilde bu tarz bankalarla işlem yapmanın caiz olduğunu ileri sürmüşlerdir. İslâmî prensiplere göre hareket eden, ihtiyaçlara cevap verebilecek alternatif kurumların kurulması gerektiği fikri henüz tartışılmaya başlanmamıştır.<sup>75</sup>

İslâm dini hayatın her alanını kaplayan bir bütündür. Ekonomik, siyasi, sosyal, kültürel vb konular birbirinden ayrı veya bağımsız olarak değerlendirilmez. Bu çerçevede iktisat İslâm'ın ahlaki ve ideolojik bir alt birimine dönüşmektedir.<sup>76</sup> Dolayısıyla İslâm dininde faizin yasaklanmış olması nedeniyle halkın büyük kesimi klasik bankacılık sistemine yönelmekten çekinmiş ve çoğunlukla tasarruflarını ekonomik faaliyetlerin dışında tutmuştur. Bu atıl durumdaki tasarrufların değerlendirilmesi ve ekonomik kalkınmanın ihtiyaç duyduğu yatırımların gerçekleştirilebilmesi için faizsiz bankacılık (katılım bankacılığı) İslâm dünyasında bir gereklilik olarak ortaya çıkmıştır. İslâmî bankacılığın yaygın hale gelmesinde dini esaslara göre yönetilen Pakistan, İran, Suudi Arabistan ve kısmen Malezya'daki uygulamalar etkili olmuştur. Ayrıca İslâm ülkeleri arasındaki ekonomik ve sosyal ilişkilerin geliştirilmesi, İslâm ülkelerindeki fon fazlasının akışını kolaylaştırmak gibi sebepler İslâmî bankaların doğuşunu hazırlayan bir konjoktür meydana getirmiştir.<sup>77</sup>

1970'li yılların başlarından itibaren OPEC ülkelerinin almış olduğu kararlarla petrol fiyatlarında yapılan artışlar ile petrol zengini İslâm ülkeleri daha da zenginleşmişlerdir. Petrol fiyatlarındaki sürekli ve hızlı artışlar, petrol üreticisi ülkelerde ve Orta Doğu ülkelerinde önemli miktarlarda döviz rezervinin birikmesine yol açmıştır. Bu ülkeler elde ettikleri gelirlerin bir bölümünü batılı bankacılık kuruluşlarına yatırırken, diğer taraftan da düşük gelir düzeyindeki İslâm ülkelerinin kalkınmalarına yardımcı olmak üzere işbirliği geliştirmeyi amaçlamışlardır. Dolayısıyla katılım bankaları (faizsiz bankalar), mali sektöre bir yenilik olarak, ticari bankalara gitmeyen fonların ekonomiye kazandırılmasına ve tasarruf sahiplerinin fonlarını güven içinde saklamalarına ve değerlendirmelerine olanak sağlamaktadır. Ayrıca bu bankalar, kalkınma amacına yönelik alternatif finansman yöntemleri ile uzun süreli yatırım projelerini finanse ederek, gelişmekte olan ülkelerdeki bir eksikliği giderebilme potansiyeline sahiptir. Buna karşılık, katılım bankacılığı açısından iktisadi ve

<sup>75</sup> Ahmet Zerka, Abdülaziz En-Neccar, **İslâm Düşüncesinde Ekonomi, Banka ve Sigorta**, Çev.: Hayreddin Karaman, İstanbul, İz Yayıncılık, 2009 s. 26.

<sup>76</sup> Sebahattin Zaim, **İslâm – İnsan Ekonomisi**, 2. bs, İstanbul, Yeni Asya Yayınları, 1992, s. 124.

<sup>77</sup> Kamil Güngör, "Bir Finansal Araç Olarak Katılım Bankacılığı: Tesbitler-Teklifler", **Finansal Yenilik ve Açılımları ile Katılım Bankacılığı**, İstanbul, TKBB Yayınları, 2009, s.226.

finansal problemlerin kaynağını, sermayenin karşılığı olarak ödenen sabit bir getiri, sermayenin spekülâtif hareketler amacıyla kullanımı, kumar ve diğer fiktif piyasa işlemleri oluşturmaktadır. Katılım bankacılığının temel dayanak noktası olan kar paylaşım sistemi uygulandığında bir çok ekonomik problemin çözümünde katılım bankaları daha etkin olabilecektir.<sup>78</sup>

Katılım bankacılığı çerçevesinde yapılan işlemlerde uyulması gereken ana kurallar; işlemlerin mubah olması (işlemi haram kılan ve yasaklayan bir delil bulunmadıkça o işlemin yapılmasının serbest olması), alış-veriş olması, bir illete (neden, sebep) dayanması, maslahata uygun olması, İslâm alimlerinin içtihat hakkı ve çağımızda kolaylığa olan ihtiyaç olarak düşünüldüğünde temel yapı ortaya çıkmaktadır.<sup>79</sup>

### 2.3.1.2.1. Dünyada Faizsiz Bankacılık

Faizsiz bankacılık modelinin ortaya çıkışının arkasındaki itici motiflerden bir tanesi, ağırlıklı olarak İslâm ülkelerinde yaşayan ve faiz yasağı nedeniyle klasik bankacılık faaliyetlerine ilgi duymayan bir kesimin tasarruflarının, tasarruf oranı çok düşük olan bölgelerde ekonomik kalkınmanın finansmanında kullanılmasının sağlanmasıdır. Bu gerekçe özellikle çoğunluğu müslüman olan toplumlar/devletler için geçerlidir. Çoğu İslâm ülkesi, vatandaşlarına her iki bankacılık modelini (faizli ve faizsiz) de aynı anda sunmak suretiyle ülkedeki tüm tasarruf sahiplerine ulaşabilmeyi amaçlamaktadır.<sup>80</sup>

Çağdaş faize dayalı olmayan bankacılık düşüncesinin ilk ortaya çıkışı 1942'lere dayanmaktadır. Ortaklık prensibine göre ilk faizsiz banka 1963 yılında Mısır'ın Myt-Gamr kasabasında, tarım sektöründeki üreticileri piyasadaki aracı ve tefecilerin hakimiyetini ortadan kaldırmak amacıyla Ahmed en-Neccar tarafından kurulmuştur. Doktora çalışmasını "19.yy Sürecinde Almanya'da Yerel Tasarruf Bankaları" üzerine (1952-1956) yapan en-Neccar, çalışmalarında İkinci Dünya Savaşı sonrasında Almanya'nın hızla kalkınmasında Alman tasarruf bankalarının oldukça etkili olduğu sonucuna varmıştır. Bu bankacılık sistemini islami prensiplere uygun şekilde faizsiz olarak Mısır'da uygulamaya çalışmıştır. Bankanın kuruluş sürecinde Almanya'dan sermaye ve bilimsel destek alan en-Neccar'ın sistemi islami usullere

<sup>78</sup> Raci Kaya, "Türk Bankacılık Sisteminde Katılım Bankalarının Tercih Nedenleri ve Bir Araştırma", **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2013, s.12-16.

<sup>79</sup> Yusuf El-Kardavi, **Faizsiz Sistemde Ticaret (Murabaha)**, Çev. Nihat Yazar, İstanbul, Faisal Finans Finans Kurumu Yay., 1994 s.19-38.

<sup>80</sup> Fahrettin Yahşi, "Katılım Bankalarında Risk Odaklı İç Denetim ve Bir Model Önerisi", Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, 2014, s.10

(faizsiz bankacılık prensipleri) göre kurma çabasında olduğunu anlayan Almanlar verilen desteği kaldırmışlardır. Banka dönemin siyasi baskıları sonucunda dört yıl faaliyet gösterebilmiş ve 1967 yılında kapanmıştır; buna rağmen kendisinden sonraki birçok faizsiz bankanın kuruluşuna örneklik etmiştir.<sup>81</sup>

İlerleyen yıllarda İslâm bankalarının kurulmaya başladığını görmekteyiz. 1971’de Mısır’da kurulan Nasır Sosyal Bankası ve 1975’te kurulan Dubai İslâm Bankası, sanayi, tarım gibi önemli alanları finanse eden kuruluşlar olarak faaliyet göstermeye başlamışlardır.<sup>82</sup> İslam kalkınma bankası 1974 yılında Cidde de kurulmuştur ve 1975 yılından günümüze kadar faaliyetlerine devam eden ve yaşayan ilk faizsiz bankadır.<sup>83</sup> 1970 li yıllarına sonlarına doğru islami bankacılık sistemi dünya genelinde büyük sermaye gruplarının dikkatini çekmiş ve günümüzde faaliyet gösteren bir çok katılım bankası bu yıllarda kurulmuştur. 1977 yılında kurulan Kuwait Finance House islami bankacılık sektörüne en büyük pazar payına sahip kurumlardan biridir. 1980’li ve 1990’lı yıllar islami bankacılığın gelişme dönemleridir. Bu dönemde Körfez ve Ortadoğu bölgesi dışında Asya Pasifik bölgesinde de gelişme göstermeye başlamış ayrıca ürün ve hizmetlerde büyük oranda farklılaşma yaşanmıştır. İslâmî finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (AAOIFI) 1990 yılında kurulmuştur. AAOIFI dünyada islami finansal hizmetler sunan kurum ve kuruluşların belirli standartlara sahip olmasını sağlayarak islami bankacılığın gelişimine önemli katkıları olmuştur. 2000’li yıllarda ise islami bankacılık Avrupa ve Amerika’da da gelişme göstermiş bir çok yeni ürün ve hizmetler piyasaya sunulmuştur. Bütün bu gelişmeler çerçevesinde islami bankacılık sektörü büyürken sektörün düzenleyici ve denetleyici kurumlara olan ihtiyacı da artmıştır. Bu ihtiyaçlar paralelinde Malezya’da İslâmî Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB) 2002 yılında kurulmuş; 2006 yılında ise Avrupa’da katılım bankacılığının giderek gelişmesiyle birlikte Avrupa İslâmî Yatırım Bankası kurulmuştur.<sup>84</sup>

Faizsiz bankacılık sistemi dünya genelinde üç tip model şeklinde uygulanmaktadır. Bunlardan birincisi “salt katılım bankası”dır. Bu modelde yerel mevzuat şartlarına göre yeni bir lisans ile bir katılım bankası kurulur veya geleneksel bankacılık yapan bir bankanın

---

<sup>81</sup> Bayındır, a.g.e., s. 41.

<sup>82</sup> Mehmet Yeşilyaprak, “Katılım Bankalarında Kredi Derecelendirmesi ve Etkin Subjektif Kriterlerin Anket Yöntemi İle Ölçümü” **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2011, s.7.

<sup>83</sup> Ali Polat, “Katılım Bankacılığı Dünya Uygulamasına İlişkin Sorunlar-Fırsatlar; Türkiye İçin Projeksiyonlar” **Finansal Yenilik ve Açılımları ile Katılım Bankacılığı**, İstanbul, TKBB Yayınları, 2009, s.83.

<sup>84</sup> M. Şerafettin Özsoy, **Sağlam Bankacılık Modeli İle Katılım Bankacılığın Giriş**, İstanbul, Kuveyttürk Katılım Bankası A.Ş. Yayınları, 2012, s.68.

dönüştürülmesi ile katılım bankası oluşturulabilir. İkinci model katılım bankacılığı penceresidir. Katılım bankacılığı hizmeti ile geleneksel bankacılık hizmetleri aynı şubenin içinde verilmekle beraber, katılım bankacılığı penceresi operasyonel olarak islami kurallara uygun şekilde yürütülmektedir. Üçüncü modelde ise katılım bankası bir geleneksel bankanın ortaklığı ile ona bağlı fakat bütünüyle ayrı bir tüzel kişilik olarak kurulmaktadır. Bu modelde katılım bankası ve geleneksel banka bütün faaliyetlerini birbirinden bağımsız gerçekleştirir. Her iki bankanın şubeleri birbirinden ayrı olmak zorundadır. Katılım bankacılığı uygulamasında üç çeşit model olmasına rağmen ülkelerin iç mevzuatları bu modellerin uygulanmasını engelleyebilir. Örneğin, İslâmî kurallara göre yönetilen bazı ülkelerde geleneksel bankacılığın yasak olması bu ülkelerde pencere modelinin uygulanmasını da yasaklamıştır.<sup>85</sup>

Dünyada İslâmî bankaların özellikle Ortadoğu ve Güney Asya bölgelerinde yoğunlaştığı görülmektedir. Sadece İslâmî finans sisteminin geçerli olduğu İran ve Sudan olmak üzere, Körfez Ülkeleri ve Malezya sektörün ana pazarları olarak ön plana çıkmaktadır. Türkiye, Pakistan ve Endonezya ise gelecek dönemlerde İslâmî finans pazarında önemli oranda payı olması beklenen ülkelerdir. Dünyadaki müslüman nüfusun üçte birinin yaklaşık 500 milyon nüfusun yaşadığı bu ülkelerde islami finansı talep eden fakat hizmet alamayan müşteri potansiyellerinin olması, ihtiyaçları karşılayacak ürün ve hizmetlerin yeterince gelişmemiş olması vb sorunlara rağmen zaman içinde pazar paylarında artışların görülmesi beklentileri ciddi anlamda desteklemektedir. Ortadoğu ve Asya Pasifik bölgeleri dışında, İngiltere, Avustralya, İsviçre, Güney Afrika, ABD, Çin, Fransa ve Japonya gibi Müslüman nüfusun azınlıkta olduğu ülkelerde de önemli girişimler başlatılmıştır. Özellikle beş katılım bankası ile İngiltere bu ülkelere öncülük etmektedir. İlk olarak 1982 yılında islami finans sektörüne giriş yapan İngiltere, bugün yaklaşık 20 milyar ABD Dolarına ulaşan varlıkları ve yatırımları, devlet desteği, eğitim imkânları ve araştırma merkezleri ile bu alanda önemli bir aktördür.<sup>86</sup>

### **2.3.1.2.2. Türkiye’de Katılım Bankacılığı / Faizsiz Bankacılık**

Türkiyede kâr-zarar (K/Z) ortaklığına dayalı olarak faaliyet gösterecek ilk faizsiz banka olarak 1975 yılında Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası A.Ş. (DESİYAB)

<sup>85</sup> A.e., s.74.

<sup>86</sup> Türkiye Katılım Bankacılığı Büyüme Yolundaki Önemli Adımlar, Deloitte, Ocak 2014, (çevrimiçi) [http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/financial-services/katilim\\_bankaciligi2014.pdf](http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/financial-services/katilim_bankaciligi2014.pdf) (11 Kasım 2015), s.3

kurulmuştur. Fakat kuruluşunda faizli veya faizsiz çalışması yönetim kurulu kararına bağlanması nedeniyle 1978 yılı sonrasında alınan karar gereği faizli sisteme göre faaliyet göstermeye başlamıştır. Uluslararası İslami finans alanında Türkiye'nin en önemli girişimi 1975 yılında İslâm Kalkınma Bankası'nın (İKB) kurucu üyeleri arasında yer almakla beraber 1984 yılında kuruluşun en büyük ortakları arasında olmasıdır.<sup>87</sup> DESİYAB kuruluş işlem ve faaliyetleri 4.11.1983 gün ve 165 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile yeniden düzenlenmiş, 22.6.1988 gün ve 329 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile unvanı Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Günümüzde Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. başta sanayi olmak üzere bir çok sektördeki işletmelere; yatırım projelerinin kredilendirilmesi, Finansal Kiralama vb alanlarda destek sağlamaktadır.<sup>88</sup>

Türkiye'de Katılım Bankalarının kuruluşunun 1983 yılında 83/7506 sayılı ve 16 Aralık 1983 tarihli Kanun Hükmünde Kararname ile yasal zemini hazırlanmıştır. Dünya genelinde bu tip bankalara "İslâmî Banka" denilirken Türkiye'de bu isim resmen "Özel Finans Kurumu" olarak belirlenmiştir. Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı 25.12.1984 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan bir tebliğ ile özel finans kurumlarının faaliyete geçmesi, cari ve katılım hesaplarına ilişkin düzenlemelerin yapılması vb hususlarda Merkez Bankası'nı yetkilendirmiştir. Özel finans kurumlarının hukuki statüsünün 25 Şubat 1984 tarihinde tamamlanmasıyla birlikte Türkiye'de ilk özel finans kurumları olarak 1985 yılında Albaraka Türk ve Faisal Finans kurulmuş ve faaliyetlerine başlamışlardır.<sup>89</sup>

25 Şubat 1984 tarihinde 18323 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan tebliğ ile özel finans kurumlarına (ÖFK) dair düzenlemeler tamamlanmıştır. Bu tebliğin esasları şunlardır:<sup>90</sup>

**Kuruluşu;** "ÖFK'nin asgari 5 tane kurucusu olmak üzere 100 ortaklı bir A.Ş. şeklinde kurulabileceği hükme bağlanarak, Bankalar Kanununu değiştiren 1983/7506 sayılı KHK'den bankaların kuruluşuna ilişkin kabul edilen esaslara paralel hükümler getirilmiştir."

**Fon Temini;** "ÖFK'nin kabul edebileceği fonlar Cari Hesaplar ve Katılma Hesapları olmak üzere iki bölümden oluşur. Hesabın işletilmesinden doğan masraflar özel finans kurumuna aittir. Özel finans kurumunun bu hesapların işletilmesinden doğan kâr-zarar payı azami %20'dir. Bu marj içinde değişiklik yetkisi Merkez Bankası'nındır."

<sup>87</sup> Yeşilyaprak, a.g.e., s.8.

<sup>88</sup> <http://www.kalkinma.com.tr/tarihce-statu-ve-sermaye-yapisi.aspx> (Çevrimiçi) (06 Aralık 2015)

<sup>89</sup> Özsoy, a.g.e., s.83.

<sup>90</sup> Yeşilyaprak, a.g.e., s.9.

*Fon kullanımı; “Üretim Desteği Sağlama (Murahaba), K/Z'a Katılma (Mudaraba), Leasing şeklinde tanımlanmıştır.”*

Özel Finans Kurumlarının kuruluş ve faaliyetleri 19 aralık 1999 tarihine kadar 83/7506 sayılı kanun hükmünde kararname ile düzenlenmekteydi. İlgili kararnamelere göre Özel Finans Kurumları bankacılık hizmeti sunmasına rağmen banka statüsünde değerlendirilmiyor; bu durum ise yurtiçi ve özellikle yurtdışı işlemlerde sorun oluştuyordu. Bu sorunları çözmek adına 1999 yılında çıkarılan 4491 sayılı Kanun ile özel finans kurumları da 4389 sayılı Bankalar Kanunu kapsamına alınıp resmi olarak banka statüsüne dahil edilmiştir.<sup>91</sup>

Yukarıda kuruluş sürecini özetlediğimiz üzere, kar-zarara katılma esasına göre çalışan bankacılık, dünya genelinde daha çok faizsiz bankacılık ya da İslâm bankacılığı olarak adlandırılmasına rağmen, ülkemiz mevzuatına “Özel Finans Kurumu” olarak girmiştir. Bu kavram, bankacılık kavramını ifade etmekten çok uzak olduğu gibi, başındaki “özel” kelimesi nedeniyle, diğer mali kurumlardan farklı olarak ayrıcalıklı muamele gören ve bu yüzden haksız rekabet yaptığı düşünülen kurumlar olduğu şeklinde, yanlış anlaşılmalara da yol açmıştır. Ayrıca bu tabirin bankacılık literatüründe yer almaması, uluslararası piyasalarda özel finans kurumlarının kendilerini ifade etmelerinde ciddi zorluklar yaşamalarına neden olmuş, yurtiçinde de mevzuatta geçen banka ifadesinin bu kurumları kapsamadığı gerekçesiyle faaliyetlerini gerçekleştirirken büyük sıkıntılarla karşılaşmışlardır.<sup>92</sup> Bu nedenle 2005 yılında 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ile “Özel Finans Kurumu” ismi “Katılım Bankası” olarak değiştirilmiştir.

Katılım bankası Bankacılık Kanunu’nda “Özel cari ve katılım hesapları yoluyla fon toplamak ve kredi kullanırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlar ile yurtdışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye’deki şubelerini ifade eder” şeklinde tanımlanmıştır. Dolayısıyla sadece isim değişmiş, çalışma prensipleri ve yöntemleri aynı şekilde muhafaza edilmiştir.<sup>93</sup>

Katılım Bankalarının geçmişten günümüze finansal faaliyetleri incelendiğinde faizsiz finansal enstrümanlardan murabaha (üretim desteği) üzerinde yoğunlaşan bir faaliyeti

---

<sup>91</sup> Özsoy, **a.g.e.**, s.84

<sup>92</sup> Yahşi, **a.g.e.**, s.13-14. Ayrıca bkz.: Ahmet İncekara, Ferda Yerdelen Tatoğlu ve Murat Ustaoglu, “Modeling Islamic Finance and Inclusive Growth for Emerging Markets: Evidence and Roadmap of Turkey and Malaysia”, **Islamic Finance Alternatives for Emerging Economies**, 74-95, 79.

<sup>93</sup> Hüseyin Tunç, **Katılım Bankacılığı**, İstanbul, Nesil Yayınları, 2010, s.185.

mevcuttur. Finansal işlemleri veya enstrümanları faizliden faizsize doğru uzanan bir yelpaze şeklinde düşünürsek murabaha (üretim desteği) sınır bölgesidir ve her sınır bölgesi gibi tartışmaya açık bir özellik taşır.<sup>94</sup> Dolayısıyla ülkemizde katılım bankalarının özellikle fon kullandırım işlemleri ile ilgili yapılan tartışmalarda söz konusu özellik ön plana çıkmaktadır. Murabaha işlemlerinin ilgili sınır bölgesinde olması nedeni ile gerekli tedbirlerin alınması ve uygulanması gerekli olan detaylar üzerinde gündem oluşturulması hususunda katılım bankalarının çalışmalarını görmek mümkündür.

Türkiye’de faaliyet gösteren 5 katılım bankasının Türk bankacılık sektöründeki payı 2015 yılı sonu itibarıyla % 5’i geçmiştir. Türkiye katılım bankacılığı sektörünün toplam aktif büyüklüğü, geçmiş yıla kıyasla 2015 yılında % 15 büyüme kaydederek 120 milyar TL’yi aşmıştır. Toplanan fonlar %13 büyüme ile 74 milyar TL üzerindedir. Kullandırılan fonlar ise %14 artış ile yaklaşık 79 milyar TL’dir. Özkaynaklar ise güçlü yapısını devam ettirmekte ve 2014 yılına göre %10 artış ile 10.5 milyar TL üzerindedir.<sup>95</sup> Cumhuriyetin 100. yılının kutlanacağı 2023 yılında, katılım bankalarının bankacılık sektöründeki payının %15’e ulaşacağı ve toplam aktif büyüklüğünün 180 milyar ABD dolarına yaklaşacağı öngörülmektedir.<sup>96</sup>

**Tablo 2.1. Türk Bankacılık Sektörünün Büyüklüğü (Aralık 2016)**

BANKALAR	KURULUŞ SAYISI	AKTİFLER		TOPLANAN FONLAR		KULLANDIRILAN FONLAR	
		MİLYON TL	PAYI (%)	MİLYON TL	PAYI (%)	MİLYON TL	PAYI (%)
Mevduat Bankaları	34	2.455.366	89.9	1.377.763	94.4	1.587.245	89.48
Katılım Bankaları	5	132.873	4.86	81.487	5.59	84.880	4.78
Kalkınma ve Y.Bankaları	13	142.807	5.24	0	0	101.621	5.74
Toplam	52	2.731.047	100	1.459.241	100	1.773.745	100

**Kaynak:** Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Genel Sunumlar – Aralık 2016, s.3, (Çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/sunumlar>, 29.04.2016

<sup>94</sup> Orman, a.g.e., s.124-125

<sup>95</sup> **Katılım Bankaları 2015**, Türkiye Katılım Bankaları Birliği, s.43.

<sup>96</sup> A.e., s.46. Türkiye’de katılım bankalarındaki büyüme ile genel ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin tespitine yönelik bir çalışma için bkz.: Ahmet İncekara, Ferda Yerdelen Tatoğlu ve Murat Ustaoglu, “Modeling Islamic Finance and Inclusive Growth for Emerging Markets: Evidence and Roadmap of Turkey and Malaysia”, **Islamic Finance Alternatives for Emerging Economies**, 74-95.

### 2.3.1.2.3. Katılım Bankacılığı İşlemleri

Katılım bankaları mali piyasalarda faaliyet gösteren finansal aracı kuruluşlardır. Finansal aracı kuruluşlar, fon fazlasına sahip olup tatmin edici bir getiri arayışı içinde bulunan tasarruf sahipleri ile yatırım yapmak amacıyla fon/kredi ihtiyacı içinde bulunan bireysel ve kurumsal yatırımcıları bir araya getiren mali kuruluşlardır. Dolayısıyla katılım bankalarının ana fonksiyonu kendi çalışma prensiplerine özgü yöntemlerle, kendileri için belirlenen yasal çerçeve içerisinde, bankacılık faaliyetlerini gerçekleştirmektir.<sup>97</sup> Katılım bankalarının yasal çerçeve içinde faaliyet döngüsünü kısaca özetleyebiliriz: “*Katılım bankası cari ve katılma hesapları yoluyla faizsiz bankacılık prensiplerine uygun yöntemlerle fon toplar. Topladığı fonları kurmuş olduğu havuz sisteminin yapısına göre ilgili havuzlarda biriktirir. Daha sonra havuzda biriken fonları, katılım bankacılığı temel ilkelerine uygun fon kullandırma yöntemlerine göre bireylere ve işletmelere kullandırır. Murabaha, Leasing, eser sözleşmesi (istisna akdi), emek-sermaye ortaklığı (mudarabe) ve kar-zarar ortaklığı (muşareke) gibi ticarete ve ortaklığa dayalı uygulamalar bu yöntemler arasında sayılabilir. Katılım bankası, fon kullandırılan müşterilerin projeleri sonuçlanıp gelirleri gerçekleştirdiği zaman, katılma hesapları yoluyla fona iştirak eden katılımcılara/hesap sahiplerine kar paylarını öder. Katılım bankacılığını geleneksel bankacılıktan ayıran en temel prensiplerden birisi de katılım bankacılığının fon kullandırma işlemlerinin bir mal veya hizmet alım satımına yani ticarete ya da ortaklığa dayanmasıdır. Buna karşılık geleneksel bankacılıktaki fon kullandırma işlemi, kredi yani faizli borç verme işlemidir.*”<sup>98</sup>

#### 2.3.1.2.3.1. Fon Toplama İşlemleri

Katılım bankaları yurtiçi piyasalardan ve yurtdışı finansal kuruluşlardan çalışma prensiplerine uygun şekilde kaynak temin edip fon kullandırma faaliyetlerini gerçekleştirmektedirler. Katılım bankaları çoğunlukla yurtiçi piyasalarda katılım fonu<sup>99</sup> yöntemi ile fon toplamaktadırlar. İki hesap türü kullanılmaktadır:

<sup>97</sup> Yahşi, a.g.e., s. 15.

<sup>98</sup> Özsoy, a.g.e., s. 118-119.

<sup>99</sup> 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 3. maddesinde **katılım fonu**; “katılım bankaları nezdinde açtırılan gerçek ve tüzel kişilere ait özel cari hesap ve katılma hesaplarında yer alan para” şeklinde tanımlanmaktadır.



**Özel cari hesap;** “Katılım bankalarında açılabilen ve istenildiğinde kısmen veya tamamen her an geri çekilebilme özelliği taşıyan ve karşılığında hesap sahibine herhangi bir getiri ödenmeyen fonların oluşturduğu hesaplar”dır.<sup>100</sup>

Katılım bankalarında özel cari hesaplara bir getiri verilemeyeceği hususu mevzuatta açıkça yer alırken, klasik/ konvansiyonel bankalarda, vadesiz mevduat hesaplarında toplanan fonlara faiz verilip verilemeyeceği düzenlenmemiştir. Dolayısıyla, bu bankalar tarafından vadesiz hesaplara faiz verilmesi mümkündür.<sup>101</sup>

**Katılma Hesabı;** “Katılım bankalarına yatırılan fonların bu kurumlarca kullandırılmasından doğacak kâr veya zarara katılma sonucunu veren, karşılığında hesap sahibine önceden belirlenmiş herhangi bir getiri ödenmeyen ve anaparanın aynen geri ödenmesi garanti edilmeyen fonların oluşturduğu hesaplar”dır.<sup>102</sup>

Katılma hesaplarının klasik bankacılık sisteminin toplamış olduğu mevduata göre üç ayırıcı vasfı ortaya çıkmaktadır:<sup>103</sup>

1. Mevduatta anaparanın geri ödenmesi yasal düzenleme ile garanti altına alınmış iken katılım hesaplarında anaparanın geri ödenmesi kesinlikle garanti edilememektedir.
2. Mevduat hesaplarında, tasarruf sahibinin banka ile anlaşmış olduğu vade ve faiz oranı saklı kalmak koşuluyla, yatırılan tutarın vade sonunda ulaşacağı miktar baştan belli iken, katılım hesapları açısından böyle bir belirlilik söz konusu değildir.
3. Katılma hesaplarının getirisi, bu fonların katılım bankaları tarafından işletilmesi sonucunda ortaya çıkan kar ve zararın katılım bankası ile tasarruf sahibi arasında önceden belirlenmiş bir “paylaşım oranı” üzerinden dağıtılması sonucu ortaya çıkmaktadır. Toplanan fonların kredi olarak kullandırılması neticesinde ortaya çıkan sonucun pozitif olması halinde katılım fonu sahiplerine kar, negatif olması durumunda ise zarar dağıtılması söz konusudur. Katılım bankasına yatırılan tasarruf miktarı, katılım bankasının kredilendirme faaliyetlerindeki performansına bağlıdır.

Katılma hesaplarının alt bileşeni olan “Özel Fon Havuzları” uygulaması hakkında yönetmelikte şu ifade kullanılmıştır:<sup>104</sup>

<sup>100</sup> BDDK, 19.10.2005 tarih ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu, Mad 3.

<sup>101</sup> Yahşi, a.g.e., s.17.

<sup>102</sup> BDDK, 19.10.2005 tarih ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu, Mad. 3.

<sup>103</sup> Yahşi, a.g.e., s.17-18.

*“Katılım bankaları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’na tespit edilen vade ve türlerine bağlı kalmaksızın, önceden belirlenmiş projelerin veya diğer yatırımların finansmanında kullanılmak üzere, müstakil hesaplarda fon toplamak suretiyle vadesi üç aydan daha az olmayan özel fon havuzları oluşturabilirler. Bu şekilde toplanan fonlara ait katılma hesapları, vadeleri itibariyle diğer hesaplardan bağımsız olarak ayrı hesaplarda işletilir ve toplanan fonlardan diğer vade gruplarına aktarma yapılamaz. Özel fon havuzları ile ilgili olarak, oluşturulmasını ve tasfiyesini izleyen on beş gün içinde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’na bilgi verilir. Finansman süresinin sonunda özel fon havuzları tasfiye edilir”*

Bu doğrultuda, özel fon havuzlarını klasik katılma hesaplarından ayıran özellikler aşağıdaki gibi sıralanabilir:<sup>105</sup>

1. Özel fon havuzlarının vadesi, 3 aydan aşağı olmamak üzere, TCMB tarafından belirlenen vade ve türlere bağlı kalmaksızın serbestçe belirlenebilecek,
2. Bu havuzlarda toplanan fonlar ancak önceden belirlenmiş projelerin ve diğer yatırımların finansmanında kullanılacak,
3. Özel fon havuzunda/hesabında toplanan fonlar hangi projenin finansmanı için toplanmışsa, ilgili projenin finansmanında kullanılacak ve bu hesaplardan diğer vade gruplarına kesinlikle aktarım yapılmayacak,
4. Diğer katılım hesaplarının dışında takip edilebilmesi için bu hesapların izlendiği müstakil hesaplar oluşturulacak,
5. Özel fon havuzu oluşturulmaları ve tasfiyelerini izleyen on beş gün içinde BDDK'ya bilgi verilecek, finansman süresinin sonunda ise özel fon havuzları tasfiye edilmek suretiyle ortaya çıkan kar/zarar taraflar arasında paylaşılacak.

Özel fon havuzları yöntemiyle fon toplanması; tasarruflarını faizsiz modelde değerlendirmek istemekle birlikte yüksek getiri beklentisi içerisinde olan ve nispeten risk iştahı yüksek tasarruf sahiplerinin tasarruflarının değerlendirilmesi için önemli bir imkan sunmaktadır.

---

<sup>104</sup> BDDK, “Mevduat ve Katılım Fonunun Kabulüne, Çekilmesine ve Zamanaşımına Uğrayan Mevduat, Katılım Fonu, Emanet ve Alacaklara İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik”, **Resmi Gazete**, Tarih: 1 Kasım 2006, Sayı: 26333. Mad.7.

<sup>105</sup> Yahşi, **a.g.e.**, s. 21.

Toplanan fonların yetersiz kalması veya fon kaynaklarının çeşitlendirilmek istenmesi durumunda bankalar uluslararası piyasalardan sendikasyon kredisi temin etmektedirler. Klasik bankaların yaygın olarak kullandığı sendikasyon kredisi yöntemi, katılım bankaları için farklı bir yöntemde işlemektedir. Bu yöntemde fonu sağlayan katılım bankası, uluslararası finansal piyasalardan murabaha/kurumsal finansman desteği yoluyla fon kullanmaktadır.<sup>106</sup>

Katılım bankaları tarafından gerçekleştirilen sendikasyon yöntemini reverse/ters murabaha olarak da adlandırmak mümkündür. Bu işlem, sendikasyon yoluyla fon tedarik etmek isteyen katılım bankasının cinsi ve fiyatı belirlenen bir emtiaın sendikasyona katılan banka/finansal kuruluşlar tarafından uluslararası mal piyasalarından peşin satın alınıp söz konusu katılım bankasına vadeli olarak satılması; bunun hemen akabinde ise ilgili katılım bankasının vadeli olarak finanse etmek suretiyle almış olduğu bu emtiayı yine aynı mal piyasasında peşin bedelle satmak suretiyle hedeflediği likiditeye kavuşmasıdır. Normal bir murabaha işleminde fonu/krediyi kullanan kredi müşterisi iken reverse/ters murabahada fonu/krediyi kullanmakta olan katılım bankasının bizatihi kendisidir. Klasik bankalarda ise bu süreç, sendikasyona katılan finansal kurum ve kuruluşların ilgili tutarı sendikasyonu talep eden bankanın hesabına yatırımları ile gerçekleşmektedir.<sup>107</sup>

Katılım bankalarının kaynak temin etme yöntemlerinden bir tanesi de son yıllarda geniş bir uygulama alanı bulan sukuk ihraçlarıdır. Arap sermaye piyasalarında bono ve tahviller için senet kelimesi kullanılırken, faizsiz sertifikalar için sukuk kelimesi kullanılmaktadır. Sukuk, katılım bankaları açısından aktif varlıkların menkul kıymetleştirilmesi suretiyle (*securitization*), yapacakları yeni finansman faaliyetleri için fon sağlama yöntemi olması açısından önemlidir. Katılım bankaları tarafından daha önceki dönemlerde gerçekleştirilen sabit kıymet yatırımları ya da finansman faaliyetlerinden oluşan kredi portföyü sukuk ihracı yoluyla yeniden likide edilmektedir. Bu yolla sağlanan fonlar ise katılım bankası tarafından yeni sabit kıymet ve/veya kredi portföylerinin oluşturulmasında kullanılmaktadır. Bu faaliyet neticesinde sukuk yatırımcıları tatmin edici düzeyde bir menkul kıymet kazancına ulaşırken, katılım bankaları da aktiflerini büyütmek ve faaliyetlerini genişletmek suretiyle karlılıklarını artırmaktadırlar.<sup>108</sup> Sukuk konusu bir sonraki bölümde müstakil olarak ele alınacaktır.

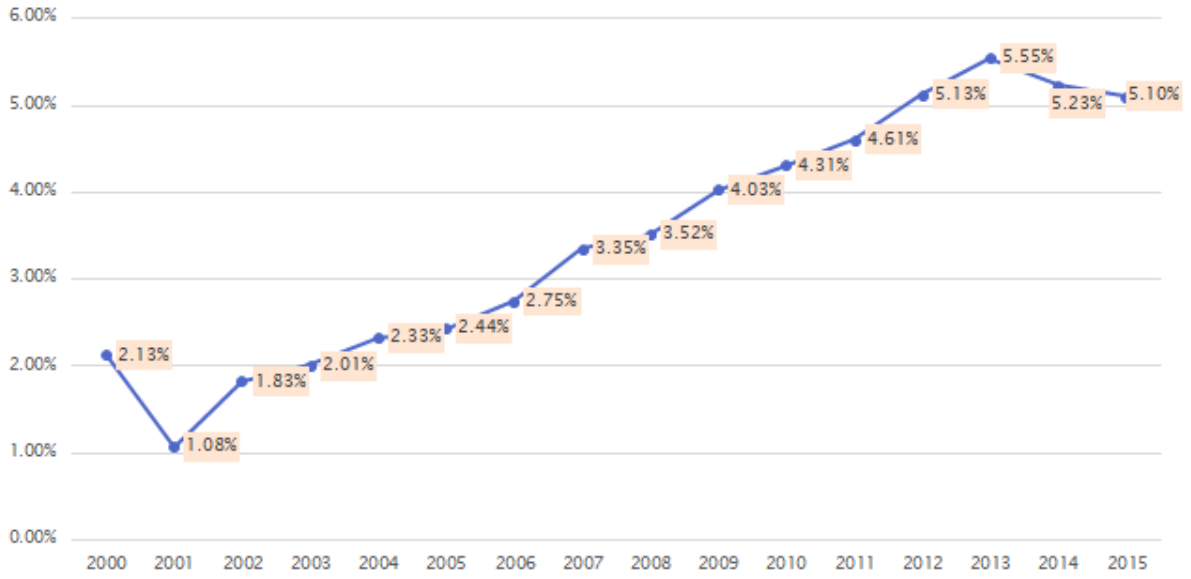
---

<sup>106</sup> Tunç, **a.g.e.**, s.166

<sup>107</sup> Yahşi, **a.g.e.**, s.27

<sup>108</sup> Yahşi, **a.g.e.**, s.28

**Grafik 2.1. Katılım Bankalarının Bankacılık Sektöründeki Aktif Payı %**



**Kaynak:** Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Genel Sunumlar – Aralık 2015, s.12, (Çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/sunumlar>, 22.01.2016

### **2.3.1.2.3.2. Fon Kullandırma İşlemleri**

Katılım bankaları yukarıda kısaca açıkladığımız yöntemlerle topladıkları fonları değişik yöntemlerle kullandırmaktadırlar. Resmi Gazete'nin 1 Kasım 2006 tarih ve 26333 sayılı nüshasında yayımlanan Bankaların Kredi İşlemlerine İlişkin Yönetmeliğin 19. maddesinde Katılım Bankalarının Finansman sağlama yöntemleri açıklanmıştır:

**Kurumsal Finansman Desteği:** "Katılım bankası ile fonu kullanacak işletme arasında akdedilecek sözleşme dahilinde, işletmenin ihtiyaç duyduğu her türlü emtia, menkul kıymet, gayrimenkul, hak ve hizmet bedelinin satıcıya ödenmesi koşuluyla işletmenin borçlandırılması işlemidir."

**Bireysel Finansman Desteği:** "Bireysel ihtiyaçlar için, gerçek kişi alıcıların doğrudan satıcılardan aldıkları mal veya hizmet bedelinin, katılım bankası tarafından satıcıya ödenmesi koşuluyla alıcının borçlandırılması işlemidir."

**Kâr-Zarar Ortaklığı Yatırımı:** "Katılım bankalarının gerçek ve tüzel kişilerin tüm faaliyetlerinden veya belirli bir faaliyetinden veya belirli bir parti malın alım satımından doğacak kâr ve zarara katılmak üzere bu kişilere fon kullandırılması işlemidir. Bu yöntem ile fon kullandırmak için, fonu kullanacak olan gerçek ve tüzel kişilerle "Kâr-Zarar Ortaklığı Yatırım Sözleşmesi" düzenlenir. Bankalar, fon kullandırdığı gerçek ve tüzel kişilerin kâr ve zararına, sözleşmede belirlenen oranlarda katılır. "Kâr-Zarar Ortaklığı Yatırım Sözleşmesi"nde, bankaların kâr ve zarardan alacağı pay ve varsa alacağı teminatlar açıkça gösterilir. Bu sözleşmede, projenin kârlılığında bağımsız olarak önceden belirlenmiş tutarda kâr garanti edilmesine dair hükümler yer alamaz."

**Finansal Kiralama:** "Taşınır ve taşınmaz malların 10/6/1985 tarihli ve 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanununun ilgili hükümleri çerçevesinde, katılım bankası ile kalkınma ve yatırım bankası tarafından temin edilerek kiraya verilmesidir.

**Mal Karşılığı Vesaikin Finansmanı:** "Katılım bankası ile fon kullanan arasında düzenlenecek yazılı bir sözleşme dahilinde, mal karşılığı vesaik mukabilinde fon kullandırılması işlemidir."

**Ortak Yatırımlar:** "Kanunun 56. maddesinin birinci fıkrasındaki sınırlamalar dikkate alınmak kaydıyla, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketlerin sermayelerine, taraflar arasında düzenlenecek sözleşme hükümleri çerçevesinde edinilecek ortaklık paylarının en fazla yedi yıl içinde halka arz yoluyla elden çıkarılması şartıyla, katılım bankalarının iştirak edilmesi veya belirli bir yatırımın finansmanı amacıyla oluşturulacak fonlara katılınmasıdır. Sermayeye iştirak şeklindeki yatırımlar için düzenlenecek sözleşmelerde, sermayesine iştirak edilen şirketin yönetimi hususu başta olmak üzere tarafların hak ve yükümlülükleri ile sermayenin halka arz edilmesi sürecine ilişkin hükümlere yer verilmesi zorunludur."

Katılım bankacılığında finansman sağlama yöntemleri yukarıdaki isimlendirmelerden farklı olarak, İslâm hukuk terminolojisinde işlemlerin içeriklerine göre *Murabaha*, *Mudarebe*, *Müşareke*, *İcare*, *Selem*, *İstisna (Eser Sözleşmesi)* ve *Teverruk* olarak adlandırılmaktadır. Şimdi bu işlemleri kısaca tanıtalım:

**Murabaha:** Sözlükte "artma, kar, ticari kazanç" anlamındaki ribh kökünden türeyen ve "kazandırma, kar hakkı tanıma" manasına gelen murabahanın terim anlamı bir malın maliyet fiyatı üzerine belirli bir kar ilave edilerek satılmasıdır.<sup>109</sup>

Bankanın, müşterisinin ihtiyacı doğrultusunda bir mal veya hizmeti satıcısından peşin alıp üzerine kar ilave ederek o müşteriye vadeli satması işlemi, Katılım Bankacılığında *Murabaha* olarak uygulanmaktadır. Müşteriye malın finansmanının vadeli şekilde sağlanması imkanı tanınmakta aynı zamanda malın bedeli satıcıya peşin ödenmekte ve satıcının parasının ödenmesi banka güvencesi ile sağlanmaktadır.<sup>110</sup>

**Mudarebe:** Darb kelimesinden türetilen mudarebenin terim anlamı sözleşme çerçevesinde bir tarafın sermaye koyması, diğer tarafın ise işletmeyi üstlenmesiyle oluşturulan kar paylaşımına dayalı ortaklığı ifade eder.<sup>111</sup>

Katılım Bankası yatırım projesine sermaye (fon) sağlarken girişimci de emek sağlar. Elde edilen kar, başlangıçta yapılan ortaklık sözleşmesine göre dağıtılır. Proje sonunda ortaya

<sup>109</sup> İbrahim Kafi Dönmez, "Murabaha", *Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi (DİA)*, XXXI,148-152.

<sup>110</sup> Özsoy, a.g.e., s.163.

<sup>111</sup> Cengiz Kallek, "Mudarebe", *Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi (DİA)*, XXX, 359-363.

zarar çıkarsa bu zararın tamamı katılım bankasının sorumluluğu altındadır. Proje sahibinin zararı ise emek kaybıdır.<sup>112</sup>

**Muşareke:** Sermaye ve yönetimde ortaklığı öngören bir faaliyet türü olup iki tarafın da fon sağladığı ortak bir girişimdir. Kar – zarar taraflar arasında katkıda buldukları orana göre paylaşılır. Katılım Bankası ve müşteri (iş ortağı) arasında bir iş ortaklığı sözleşmesi imzalanır ve proje başlatılır. Katılım bankası projeye sadece sermaye sağlarken iş ortağı projeye hem emek hem de sermaye sağlamak zorundadır. Proje sonunda kar elde edilirse bu kar ortaklık sözleşmesine göre dağıtılırken ortaya zarar çıkması durumunda ise bu zarar başlangıçta ortaya konan sermaye oranına göre dağıtılır.<sup>113</sup>

**İcare:** Günümüzde daha çok finansal kiralama işlemlerine (Leasing) karşılık gelen bir yöntem olan icare, “İslâm hukukunda kullanım hakkının veya belirli bir menfaatin bir ücret karşılığında sunulmasıdır. Daha çok dünyevî karşılıklar için kullanılan ücret ve uhrevî karşılıklar için kullanılan ecîr kelimeleriyle eş anlamlı olarak ve daha yaygın biçimde ‘kiralamak’ anlamında masdar olarak kullanılır.”<sup>114</sup>

Bankacılık kavramı olarak icare, bir kuruluşun satın aldığı varlığı müşterisine belirli bir ücret karşılığı kiralamasıdır. Katılım bankalarının bir finansman yöntemi olarak uyguladıkları leasing (finansal kiralama) de aslında bir kira sözleşmesidir. Bu işlemde, kira sözleşmesinin süresi ve kira ücreti taraflar arasında belirlenerek bir anlaşma sağlanır ve varlık kiraya verenin (bankanın) malı olarak kalır. Kira sözleşmesinin bitiminde kiracının isterse bu malı satın alabilme hakkı vardır. Bu konuyla ilgili olarak Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu katılım bankalarının yapacağı leasing işlemlerini “taşınır ve taşınmaz malların 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanunu hükümleri etrafında, katılım bankası tarafından temin edilerek kiraya verilmesi” olarak tanımlanmaktadır.<sup>115</sup>

**Selem:** Sözlükte “teslim etmek, teslim olmak, peşin bedelle vadeli mahsul almak” vb anlamları olan selem kelimesi islam hukuku terimi olarak nitelikleri belirlenmiş bir vadeli malın peşin bedelle satılmasını ifade eder.<sup>116</sup>

---

<sup>112</sup> Özsoy, a.g.e., s.174.

<sup>113</sup> A.e., s.178.

<sup>114</sup> Ali Bardakoğlu, “İcare”, *Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi (DİA)*, XXI, 379- 388.

<sup>115</sup> Özsoy, a.g.e., s.181.

<sup>116</sup> Bilal Aybakan, “Selem”, *Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi (DİA)*, XXXVI, 402- 405

Selem süreç olarak vadeli satışın tersine işleyen bir işlemdir: “*Banka, satıcı ile kendisi arasında yapılan bir anlaşmada belirlenen gelecekteki bir tarihte kendisine teslim edilecek malı, bedelini peşin ödemek suretiyle satın alabilecektir. Bankanın, kendisinin güvenini kazanmış ihtiyaç sahibi bir çiftçiye kendi sermayesinden peşin kaynak sağlayarak, vadesinde teslim almak üzere ondan mahsul satın alması ve bunu piyasada satması seleme örnek olarak gösterilebilir.*”<sup>117</sup>

**İstisna (Eser Sözleşmesi):** Sözlükte “*sanat ve mahareti gerektiren bir şey yapmak, imal etmek, meydana getirmek*” anlamındaki “*sun*” kökünden türeyen istisna kelimesi “*bir sanatkârdan sanatıyla ilgili bir şeyi imal etmesini istemek, sanatkâra siparişte bulunmak*” mânasına gelir. İslam hukukunda da bu çerçevede terimleşen istisnâ; sanatkârla ısmarlayan arasında özellikleri belirlenmiş bir şeyin belirli bir ücret karşılığında yapılmasını konu alan bir sözleşme türüdür.<sup>118</sup>

İstisna yöntemi daha çok inşaat- yapı sektöründe ve ticaret finansmanı alanlarında tercih edilmektedir. Katılım bankası ile müşteri arasında anlaşma sağlanır. Katılım bankası satıcıya mal üretim siparişini verir, mal bedelini satıcıya öder ve mal üretildikten sonra üretilen malın müşteriye teslim edilmesini sağlar. Müşteri bu işlemde kaynaklanan borcunu vade sonunda geri öder.<sup>119</sup>

**Teverruk:** Katılım bankalarının zaman zaman kullandığı bir enstrüman olup uluslararası murabaha olarak da adlandırılan bir alım satım yöntemidir. Teverruk uygulamasının; katılım bankalarının kısa süreli likiditelerini değerlendirme ihtiyacı ve mevcut fon kullandırma yöntemlerine uymayan müşteri taleplerinin karşılanabilmesi gibi iki önemli nedeni vardır. Teverruk işlemlerinin önemli bir kısmı uluslararası ticari mal piyasasında özellikle de Londra Metal Borsası’nda (LME) yapılmaktadır. Uygulama süreci aşağıdaki şekilde gerçekleşir:<sup>120</sup>

1. Likidite ihtiyacı olan müşteri katılım bankasına müracaat eder ve kendisine emtia satın alınması talimatını verir.
2. Katılım Bankası piyasadan temin ettiği bu emtiayı kar ilave edilmiş bir fiyattan müşterisine vadeli olarak satar.

<sup>117</sup> Özsoy, a.g.e., s.184.

<sup>118</sup> Hamza Aktan, “İstisna”, *Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi (DİA)*, XXIII, 393- 396.

<sup>119</sup> Özsoy, a.g.e., s.187.

<sup>120</sup> Tunç, a.g.e., s.157-159.

3. Müşteri bu şekilde sahip olduğu malın bankayı vekil tayin ederek peşin fiyatla satılmasını ister.
4. Vadeli alıp peşin satma işleminden elde edilen nakdi müşteri kullanır.
5. Bu işlemde kaynaklanan anapara ve kar payı borcunu ise belirlenen vadede yine katılım bankasına öder.

Katılım bankaları tarafından gerçekleştirilen fon kullandırma faaliyetleri sadece nakdi kredilerden ibaret olmayıp müşteri ihtiyaçlarının karşılanmasında gayrinakdi (nakdi olmayan) kredileri de içermektedir. Gayrinakdi krediler, "Bankanın nakit olarak bir ödemede bulunmadan üçüncü kişiler arasında yapılan kontrat, taahhüt, antlaşma vb. yazılı metinlerin geçerli olabilmesi için taraflardan biri lehine taahhütlerde bulunması, kredi müşterisinin neden olabileceği zararı karşılama garantisi vermesi veya müşterilerin ödemelerine garantör olması işleminden doğan risk" olarak tanımlanabilir. Gayrinakdi kredilerde kredi kullanan taraf adına üçüncü kişi ya da kişilere sadece bir garanti ya da kefalet verilmekte veya bunların edimlerini yerine getirecekleri taahhüt edilmekte, herhangi bir nakit akışı gerçekleşmemektedir. Katılım bankaları klasik bankalar tarafından sağlanmakta olan tüm gayrinakdi finansman işlemlerini yapabilmektedirler. Katılım bankaları tarafından müşterilerine; “*Teminat Mektubu*”, “*Akreditif*” ve “*Aval/Kabul Kredisi*” şeklinde gayrinakdi kredi sağlanmaktadır. Bu gayrinakdi kredi türlerini de burada kısaca tanıtmakta yarar görüyoruz.<sup>121</sup>

**Teminat Mektubu:** Teminat mektubu işlemlerinde üç taraf vardır: Teminat mektubunu düzenleyen banka, kendisi lehine teminat mektubu düzenlenen lehtar ve mektuba konu iş ve/veya hizmetin kendisine karşı teminat mektubu verilmek suretiyle taahhüt edildiği muhatap. Bu çerçevede Teminat Mektubu;

*“borçlunun muhataba karşı yüklendiği bir edimin yerine getirilmesini garanti etmek üzere, banka tarafından lehtara verilen taahhüdün yerine getirilememesi durumunda kayıtsız şartsız ödeme yapılacağını gösteren mektup”*

olarak tanımlanabilir.

Katılım bankaları açısından bankacılık hizmet geliri olarak komisyon geliri yaratmak açısından müşterileri lehine teminat mektubu vermek önemli olduğu kadar müşterilerinin teminat mektubu ihtiyacını karşılamak suretiyle müşteri memnuniyeti ve sadakati oluşturmak da çok önemlidir.

---

<sup>121</sup> Yahşi, a.g.e., s.51.



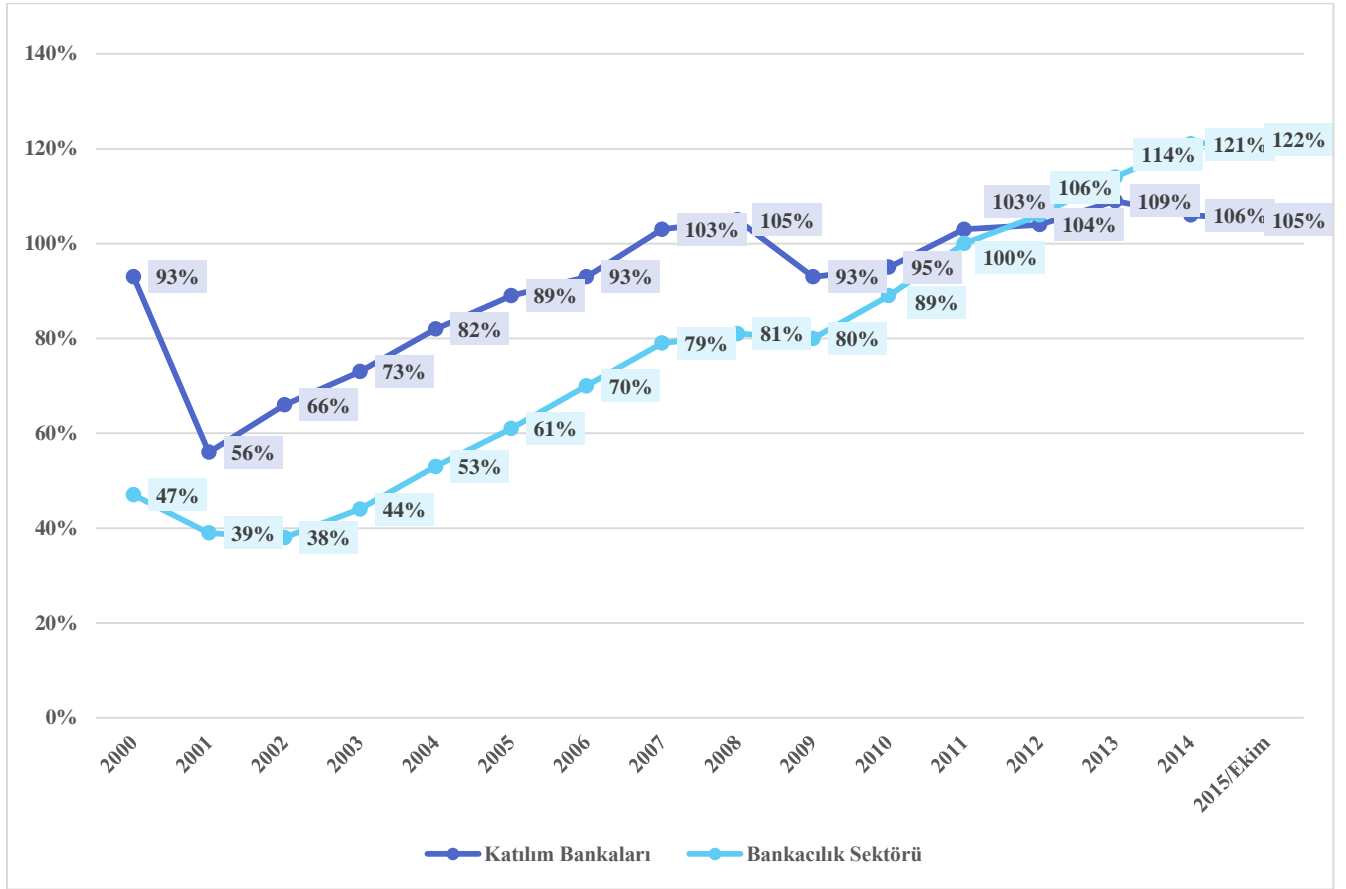
**Akreditif:** Uluslararası ticarete bir ödeme şekli olan akreditif; alıcının talebine dayalı olarak banka tarafından belirli şartlar sağlandığında satıcıya ödeme yapılması yönündeki bir taahhüttür. Uluslararası ticarete yaygın olarak kullanılan bir ödeme aracı olan akreditifli ödeme sistemi, ithalatçı ve ihracatçı ile birlikte onların kredibilitesine ilave olarak bankaların garantörlüğünü de devreye sokarak alıcı veya satıcının akreditif şartlarına uygun davranmaması halinde diğer tarafın zarara uğramamasını sağlamaktadır.

Katılım bankaları, dış ticaret yapan müşterilerin uluslararası piyasalardaki mal hareketlerine yönelik ödemelerin yapılabilmesi için akreditif işlemlerini gerçekleştirirler.

**Aval/Kabul Kredileri:** Aval, poliçe veya bononun ön yüzüne yazılan, şartsız ve gayrikabili rücu bir kefalet olup, muhatap ve keşidecinin dışında poliçeye imza koyan kimse aval vermiş olur. Aval veren kişi ve/veya kurum ve kuruluşa avalist denmektedir. Banka avali ise, ödeme taahhüdünde bulunan ithalatçının yanı sıra, bankanın da lehtar tarafından alıcı adına keşide edilen poliçenin önyüzünün alıcı ile birlikte imzalanması suretiyle ödeme taahhüdünde bulunulmasını ifade eder.

Kabul, ilgili banka üzerine keşide edilmiş bir poliçenin bankaca kabul edilmesi ve böylece poliçe bedelinin vadesinde lehdara ödeneceğinin ilgili banka tarafından garanti edilmesidir.

**Grafik 2.2. Toplanan Fonların Kullandırılma Oranı**



**Kaynak:** Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Genel Sunumlar – Aralık 2015, s.17, (Çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/sunumlar>, 21.01.2015

### 2.3.1.2.3.3. Diğer Bankacılık Faaliyetleri

Katılım bankaları, temel bankacılık faaliyetleri olarak bilinen fon toplama ve kullandırma faaliyetleri dışında kalan ve klasik bankalar tarafından müşterilerine sunulan tüm ürün ve hizmetleri de katılım bankacılığı prensipleri çerçevesinde sunmaktadırlar. Burada katılım bankasının herhangi bir finansal ürün ve hizmeti talep eden müşterilerine sunarken dikkat etmesi gereken en önemli husus sunumu istenen ürün ve hizmetin faiz içermiyor olmasıdır. Faizsizlik prensibi katılım bankalarının varlıklarının temel gerekçesidir. Bu gerekçeye aykırı davranmak hem bu kurumların kuruluş gayeleri ile çelişecek hem de bu kurumları düzenleyen hukuki çerçeveye aykırılık oluşturacaktır. Katılım bankaları tarafından sunulan diğer finansal ürün ve hizmetler şunlardır:<sup>122</sup>

- Çek karnesi verilmesi,

<sup>122</sup> Yahşi, a.g.e., s.54-55.

- Fatura tahsilatına aracılık,
- Kamu vergi ve maaş ödemelerine aracılık,
- Kredi kartı hizmetleri,
- POS hizmetleri,
- Havale-EFT ve yurtdışı para transferlerine aracılık işlemleri,
- Sigorta işlemlerine aracılık,
- Çek senet tahsilatına aracılık,
- Döviz alım-satımı,
- Altın alım-satımı ve altın hesabı açılması,
- Kiralık kasa hizmetleri,
- ADK kanalları ile ATM,
- İnternet, mobil ve telefon bankacılığı.

### **2.3.2. SİGORTA (TEKAFÜL) İŞLEMLERİ**

#### **2.3.2.1. Sigorta Kavramı**

Sigorta kavramını farklı açılardan ele alıp değişik tanımlamalar yapabiliriz. Fakat Türkiye Sigortalar Birliği tarafından yapılan sigorta tanımı ve ilgili kavramların açıklanması, sigorta yapan kurum ve kuruluşların oluşturmuş olduğu önemli bir birliğin üzerinde hem fikir olması açısından önemlidir.<sup>123</sup>

*“Aynı türden tehlikeyle karşı karşıya olan kişilerin, belirli bir miktar para ödemesi yoluyla toplanan tutarın, sadece o tehlikenin gerçekleşmesi sonucu fiilen zarara uğrayanların zararını karşılamada kullanıldığı, bir risk transfer sistemidir. Bu sistem sayesinde kişiler, karşı karşıya buldukları tehlikelerin neden olabileceği, parayla ölçülebilen zararlarını, nispeten küçük miktarlarda ödemiş oldukları primler yoluyla paylaşmaktadırlar. Sigortanın temel işlevi, oluşan zararı ekonomik açıdan önemsiz bir duruma getirmektir. Dolayısıyla kişiler tek başına karşılayamayacakları zararları bu*

<sup>123</sup> Türkiye Sigorta Birliği, (çevrimiçi), <http://www.tsb.org.tr/sigorta-tanimlari.aspx?pageID=648>, “Sigorta” Maddesi, (02.01.2015)

*tür bir organizasyon aracılığıyla aralarında paylaşmaktadırlar. Bu organizasyon, “sigorta şirketi”, “sigorta ettiren” ve “bir sigorta sözleşmesi”nden oluşur. Bir sigorta sözleşmesinde; bir tarafta sigorta teminatı veren, ilgili kanun ve mevzuata göre sigortacılık faaliyetinde bulunmaya yasal olarak yetkili bulunan “sigortacı”, diğer tarafta da tehlikeyle karşı karşıya olan “sigorta ettiren” bulunmaktadır. Sigortalı; sigorta şirketinin bir tarafı olarak, teminat kapsamındaki tehlikelerden herhangi birinin gerçekleşmesi durumunda, meydana gelen hasarın tazmini talebinde bulunmaya yasal yetkili olan kişidir.”*

İnsanlar karşılaşılabilecekleri bazı risklere karşı hayatlarını güven içinde sürdürebilmek amacıyla bir takım tedbirler almaya çalışmışlardır. Bu tedbirler özellikle tek başına karşı konulamayacak düzeyde ve ağır ekonomik sonuçlar doğuran büyük riskler karşısında yardımlaşma gruplarının oluşturulmasına neden olmuştur. Karşılıklı sigortacılığın ilk örneklerini oluşturan bu grupların tarihini milattan önce 4500 yıllarına kadar götürmek mümkündür. Eski Mısır'da taş ustalarının içlerinden birinin ölmesi durumunda baş vurulmak üzere bir sandık oluşturduğu, milattan önce 3000 yıllarında Çinli tüccarların akarsulardaki kayıklarının batması halinde oluşan hasarı birlikte ödedikleri, yine Roma'da küçük tüccarların yardım sandıkları kurdukları bilinmektedir. Araplarda da âkile denilen sistemle, kazaen işlenen cinayetin kan bedelinin belirli akraba zümreleri tarafından ödenmesinin mecbur tutulması, ayrıca Medine döneminde Hz. Peygamber'in hazırladığı Medine vesikasında kabilelerin birbiri ile yardımlaşmasının düzenlenmesi, sigorta örnekleri olarak değerlendirilmektedir. Selçuklulardaki derbend teşkilatı, Osmanlılardaki esnaf yardım sandıkları ve loncalar da dönemin sigorta ihtiyacına cevap veren oluşumlardır.<sup>124</sup>

Ticari sigortacılık daha ziyade XIX. yüzyılda gelişmeye başlamış; önceden var olan yangın ve hayat sigortaları yanında kazaya karşı sigorta, kaza sebebiyle mesuliyet sigortası gibi yeni sigorta türleri ortaya çıkmıştır. XX. yüzyılda ise hırsızlığa, hayvan ölümüne, makine kırılmasına ve savaş risklerine karşı sigorta uygulamaları görülmeye başlanmış, ayrıca işçilerin sosyal güvenliği için sosyal sigortalar düzenlenmiştir. Osmanlı Devleti'nde ilk sigorta şirketi 1874 yılında, ilk Türk sigorta şirketi ise Osmanlı Umum Sigorta Şirketi adıyla 1893'te kurulmuştur. Türkiye ve İslam coğrafyasındaki diğer ülkelerde ticarî sigortacılığın bu kadar geç ortaya çıkması, vakıflar başta olmak üzere yardımlaşma vasıtalarının hayatîyetini son dönemlere kadar sürdürmesi ile ilişkilendirilebilir. Daha sonraları ise İslâm hukukçularının

---

<sup>124</sup> Nihat Dalgın, “Sigorta”, **Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi (DİA)**, XXXVII,159-164.

ticari sigortaya mesafeli yaklaşması, müslüman halkın ticari sigorta şirketlerine başvurmasını engelleyerek sigortanın gelişmesini olumsuz yönde etkilemiştir.<sup>125</sup>

### 2.3.2.2. İslâm Hukukçularının Sigorta İle İlgili Görüşleri

İslam hukuku klasik eserlerinde sigorta konusu hakkında herhangi bir inceleme veya çalışma olmamakla birlikte benzer konular hakkında görüş bildirilmiştir. Kilise hukukunun sigorta konusunda kapsamlı bir tartışma alanı oluşturması karşısında islam hukuk literatüründe sadece benzer konularda görüş bildirilmesi oldukça dikkat çekicidir. Klasik eserler içinde sigorta ile ilgili teknik anlamda bilinen tek görüş son dönem alimlerinden İbn Âbidîn (öl.1252/1836) tarafından ortaya konulmuştur.<sup>126</sup> Yabancı tacirlerin İslâm ülkelerinde ticari faaliyetlerini sigortalı olarak gerçekleştirmeleri üzerine İbn Abidin konu hakkındaki görüşlerini ifade etmiş ve sigortacının sigortaladığı kişiye borçlanmasının bir temele dayanmadığını söyleyerek bu işlemi caiz görmemiştir.<sup>127</sup>

İslâm dünyasında sigorta konusu ile araştırmalar yirmici yüzyıl başlarından itibaren özellikle İstanbul ve Kahire merkezli verilen fetvalardan oluşmaktadır. Mısır'da resmi makamlar tarafından sigortayı yasaklayıcı fetvalar verilmesinde İbn Abidin'in görüşleri önemli rol oynamıştır. Osman devletinde ise 1870 yılında Beyoğlu'nda meydana gelen Feridiye yangınından sonra şeyhülislam sigortanın caiz olduğuna dair bir fetva vermiştir. 1901 yılında ise Mısır baş müftüsü Muhammed Abduh hayat sigortası yapılmasının caiz olduğu yönünde fetva vererek tüm dikkatleri toplamıştır. Bu yıllardan sonra resmi kurumlardan veya dönemin alimlerden farklı görüşler belirtilmekle beraber genel özellik bu görüşlerin kapsamlı çalışmalara dayanmamasıdır.<sup>128</sup>

1960'lı yıllarda ise islam dünyasında sigorta konusunda önemli tartışma alanları oluşmuş ve geniş katımlı çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalar neticesinde çoğunluk görüş ticari sigortayı haram olarak nitelendirirken az sayıda islam hukukçusu ve iktisatçısı ticari sigortayı meşru görmüştür. 1970'li yıllarda ise İslam ülkelerinde “tekâful” ya da İslâmî sigorta adı verilen sistemler ve bu sistemleri uygulamaya çalışan kurumlar ortaya çıkmıştır.

<sup>125</sup> Dalgın, a.g.e., s.159-164.

<sup>126</sup>Hasan Hacak, “İslâm Hukukunda Sigorta ve Fıkıh Bilginlerinin Sigortaya Yaklaşımının Genel Bir Değerlendirmesi” *M.Ü. İlahiyat Fakültesi Dergisi*, 30 (2006/1), 21-50, s.31.

<sup>127</sup> Zerka ve En-Neccar, a.g.e., s.186-187.

<sup>128</sup> Hacak, a.g.e., s.35

Dolayısıyla tartışmalar bir taraftan sigortanın meşru olup olmaması üzerinde yoğunlaşırken diğer taraftan islami sigorta veya “tekafül” sisteminin sorunları üzerinde yoğunlaşmıştır.<sup>129</sup>

Bu çalışmalar neticesinde ortaya çıkan temel görüş ve bu görüşü savunan alimleri genel olarak üç ana grupta toplayabiliriz:<sup>130</sup>

*“Sigorta kurumuna, ticarî ve kooperatif teşekküllü sigorta ayırımı yapmadan bütünüyle karşı çıkıp, her ikisinin de haram ve İslâm’a aykırı kurumlar olduğunu söyleyenler.*

*Sigorta kurumunun hükmünü belirlerken ticarî sigorta ile kooperatif teşekküllü sigorta arasında çok keskin bir ayırım yaparak ticarî sigortanın haram ve yasak iken kooperatif teşekküllü sigortanın meşrû olduğu görüşünü öne sürenler ki araştırmacıların çoğunluğunun bu grupta olduğu söylenebilir. Bu görüş geniş bir yelpazeyi kapsamakla birlikte tekâfül ya da İslâmî sigorta denilen sistemin de temel dayanağını oluşturmaktadır.*

*Diğer bir grup ise ticarî sigorta ile kooperatif sigorta arasında zannedilenin aksine dikkate alınacak bir fark olmadığı ve bu sebeple ticarî sigortanın da İslâmî ilkelerle çelişmeyip bir yardımlaşma ve risk paylaşımı kurumu olduğunu savunurlar.”*

### **2.3.2.3. Tekafül ( İslâmî Sigorta) Sisteminin İşleyişi**

Tekafül sözlük anlamı olarak dayanışma demektir. Arapça kefalet kelimesinden gelen tekafül Türkçede bir arada hareket etmek, dayanışma anlamlarına gelmektedir. Tekafül sigorta (*takaful insurance*) sisteminde, katılımcıların belirlenmiş bir risk için ödemiş oldukları ücretler ile bir fon oluşturulur ve riskin meydana gelmesi durumunda oluşan zarar söz konusu fondan karşılanır. Bu sistemde katılımcıların oluşturmuş olduğu fon ile sigorta şirketinin sermayesi ayrı tutulur ve takip edilir. Ayrıca ilgili fon islami prensiplere uymak şartıyla finansal yatırım yapabilir. Bu çerçevede bakıldığında tekafül sigortacılık sisteminin, mütuel sigorta ya da kooperatif sigorta türlerine benzediği söylenebilir. Tekafül esasına dayanan üç temel sigortacılık modeli bulunmaktadır:<sup>131</sup>

**“1. Kar Paylaşımı (Mudarabe) Modeli:** Kar paylaşımli tekafülde, tekafül şirketi katılımcıların ödediği paralardan hasarlar için ödenen paralar sonrası kalan artı paranın ve katılımcısı paralarının yatırımından gelen paranın önceden belirlenmiş belirli bir oranını alır.

<sup>129</sup> Hacak, a.g.e., s.35-36.

<sup>130</sup> A.e., s.37.

<sup>131</sup> Tekafül Katılım Sigortası, (çevrimiçi), <http://www.tekafulsigorta.com/2011/04/tekaful-sigorta-turleri.html> , 02.01.2015.

**2. Vekâle Modeli:** Vekale tekafül sigortanın çalışma modelinde, tekafül sigorta şirketi bu hizmeti karşılığında katılımcıların ödediği paralardan belirli bir miktar yönetim ücreti kesintisi yapar.”

**3. Kombine Model:** Melez bir model olarak hem kar paylaşımı hem de vekale modelinin bileşenlerini içeren karma bir yapıya sahiptir.”

Genel olarak bakıldığında, tekafül sisteminin temeli ortaklığa dayanmakla beraber en önemli özelliği toplanan primlerin faizsiz finansal enstrümanlara yatırılmasıdır. Bu çerçevede klasik sigortacılık ile katılım sigortacılığını birbirinden ayıran özellikleri aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz:<sup>132</sup>

”Klasik sigortacılıkta sadece ticari faktörler esas alınır tekafül sisteminde ise dayanışma esastır.

Klasik sigortalar faiz, kumar ve şüphe içerir. Tekafül sisteminde faiz, kumar ve şüphe yoktur.

Klasik sigorta şirketleri, sadece mevcut yasalara tabiidirler. Tekafül şirketleri, mevcut yasaların yanı sıra Şer’i Denetleme Kuruluna tabidir.

Klasik sigortacılıkta poliçe sahipleri tarafından ödenen primler şirkete gelir kabul edilir ve hissedarlara ödenir. Tekafül sisteminde ise tekafül fonu ile sermayedarların hesapları arasında tam bir ayırım vardır.

Tekafül fonundaki herhangi bir fazlalık sadece katılımcılar arasında vekalet ve mudarebe modellerine göre dağıtılır. Klasik sigorta sisteminde ise bütün fazlalıklar ve karlar sermayedarlara aittir.

Tekafül sisteminde katılımcıların ve hissedarların birikimleri İslâmî kurallara uygun yatırımlarda kullanılır. Klasik sigorta sisteminde ise kullanılacak fonların İslâmî kurallara uygun olması zorunlu değildir.

Tekafül şirketleri, İslâmî prensiplerle çalışan kendi reasürans sistemi olarak Re-Tekafül şirketlerine sahiptir. Klasik sigorta şirketlerinde ise Reasürans şirketlerinin İslâmî prensiplerle çalışması zorunlu değildir.”

### **2.3.3. SERMAYE PİYASASI İŞLEMLERİ**

İslâmî Finans sisteminde bankacılık ve sigortacılık alanındaki gelişmelere paralel olarak zaman içerisinde sermaye piyasası işlemleri de gelişme göstermiştir. İslâmî prensiplere göre faaliyet gösteren finansal kuruluşlar likidite yönetimi için İslâmî sermaye piyasası

<sup>132</sup> İsmail Hitit, “Tekafül (İslâmî) Sigortacılık Sisteminin Dünyadaki Gelişimi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi**, Cilt 6, Sayı:2, 2014 s.51

araçlarını kullanmaktadırlar. İlgili sermaye piyasası araçlarına sadece finansal kuruluşlar tarafında değil gerçek ve tüzel kişiler tarafından da yatırım yapılabilmektedir.

İslami Sermaye Piyasası işlemlerinde önde gelen ülkelerden biri Malezyadır. Malezya Merkez Bankası (BNM) bu piyasayı; Derecelendirme kuruluşları, Tahvil komisyonu, Merkez Bankası İçerisinde yer alan Merkezi Şeriat Alimler Kurulunu ve Malezya Tahvil Alım Satım Komisyonunu kurarak geliştirmiştir. Merkezi Şeriat Kurulu oy birliği ile kararlar ve fetvalar çıkartarak bunların tüm Malezya’da uygulanmasını sağlamıştır. 1990’lı yıllarda ise Malezya, faizsiz hizmetlerin ve faizsiz hukuki yapıların popüler bir hale gelebilmesi için Londra’ya uzanmaya ve aynı zamanda faizsiz işlemler sistemini şeriat temeline oturtabilmek için faaliyetlerini petrol zengini körfez ülkelerine kadar uzatmıştır. Gelinen sonuç itibariyle Londra’da bir çok sermaye piyasası lideri artık Londra’daki İslami Bankacılık piyasasında ciddi bir rakiplerinin olduğunu fark etmiştir. Malezya faizsiz sermaye piyasaları, petrol zengini körfez ülkelerinde bulunan yeni nesil alimler tarafından üzerinde çalışılmaya layık bulunmuştur. Bu alimler, özel enstitüler ve Malezyalı alimlerin desteği ile mevcut açıkları kapadılar ve sonuçta daha geniş universal olarak Malezya’da elde edilen başarıların tanınmasını sağlamıştır. Günümüzde Malezya, Londra, Bahreyn ve Dubai’nin önünde yer alan gelişmiş bir faizsiz sermaye piyasasına sahip ülke olarak bilinmektedir.<sup>133</sup>

Sermaye Piyasası Araçları, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda tanımlanmıştır. Sermaye piyasası araçları ile bu araçların İslam hukuku açısından değerlendirilmesi yapıldığında islami finansal araç olarak kullanılabilen ürünlerin de bulunduğunu görmekteyiz:

*“Kanun’da sermaye piyasası araçları; menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere diğer sermaye piyasası araçları şeklinde üç türlü finansal varlık olarak tanımlanmıştır. Bunlardan Menkul Kıymetler; paylar, pay benzeri diğer kıymetler, borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları şeklinde kendi içerisinde sabit getirili ve değişken getirili yatırım araçları olarak tasnif etmiştir. Türev ürünleri ise bir dayanak varlığa bağlı olarak vadeli olarak fiyatlandırılan sözleşmeler olarak tanımlamıştır. Dayanak varlıkların türlerini ve vade sonunda uzlaşma fiyatı üzerinde yükümlülüklerin yerine getirilmesine veya kullanıma konu olmasına, olmamasına göre ayrıca sınıflandırmıştır. Diğer sermaye piyasası araçlarının ise doğrudan tanımını vermemiş ancak menkulleştirilmiş varlıklardan ipotekli sermaye piyasası araçlarını, kira sertifikalarını ve*

<sup>133</sup> Dr. Yahya Abdul-Rahman, **İslam’da Bankacılık ve Finansman**, Çev. Salih Tuğ ve M.Abdullah Tuğ, İstanbul, İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, Yayın No :11, 2015, s.635-636



*diğer sermaye piyasası araçlarını kanun içinde tanımlamıştır. Sermaye Piyasası Kanunu'nda tanımlanan bu sermaye piyasası araçlarının,İslâm Hukuku çerçevesinde değerlendirmesi yapıldığında faiz kazancı sağlayan sabit getirili menkul kıymet niteliğindeki borçlanma araçlarının caiz olmadığı açıktır. Yatırımcısı açısından değişken getirili (risk unsuru içeren) menkul kıymet niteliğinden olan pay senetlerin ihracı ve tedavülü, ihraççı şirketin faaliyet konusunun ve amacının meşru olması şartıyla caiz görülmüştür. Türev ürün niteliğindeki, Vadeli İşlem Sözleşmeleri ve Opsiyon sözleşmeleri için genel hüküm verilmiş ve caiz olmadığı belirtilmiştir. Dayanak bir varlığa göre fiyatlandırılarak menkulleştirilen (kira sertifikası gibi) sermaye piyasası araçlarının ihracı caiz görülmüştür. Verilen hükümlerin bağlayıcılığı ayrı bir tartışma konusu olmakla birlikte, her bir ürüne ilişkin uygulamaya yönelik olarak ayrıca bir değerlendirme yapılması gerekmektedir.”<sup>134</sup>*

İslami sermaye piyasası araçları hakkında aşağıdaki şekilde kısaca bilgi vermek, ilgili ürünlerin işlevlerini ve uygulamadaki yerlerini tespit etmek açısından sağlıklı bir bakış açısı kazandıracaktır:

**Sukuk:**“*Geleneksel borçlanma araçlarından biri olan tahvilin faizsiz finans prensiplerine uyacak biçimde yeniden yapılandırılması sonucu ortaya çıkmıştır. Sukuk, sahibine sadece işleme konu edilmiş varlık üzerinde sahiplik hakkını tanımakta; bu hak anlaşmada önceden belirlenmiş olan tarihe kadar geçerli olmaktadır. Sukuk ihracının amacı, toplanan fonlar ile sahip olunan paya göre yeni bir projeye başlamak, mevcut bir projeyi geliştirmek veya toplanan fonları ticari bir faaliyetin finansmanı için kullanmaktır. Sukuk sisteminde yatırımcının veya sukuk sahibinin elde edeceği getiri; bir ticari faaliyetten, belirli bir varlığın mülkiyetinden ya da bir iş ortaklığından elde edilecek gelir üzerindeki hak sahipliğinden kaynaklanmaktadır.*

*S&P'nin yayınladığı verilere göre, sukuk ihraçlarının, 2014 yılında 116,4 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleştiği tahmin edilmektedir. Bu ihraçlarda Malezya'nın payı %67 olurken, bu ülkeyi %10'luk payla Suudi Arabistan ve %5 ile Birleşik Arap Emirlikleri takip etmiştir. Sukuk ihraçlarında 2014 yılında Endonezya %4, Türkiye %3, Katar %3, Bahreyn %2 ve diğer ülkeler %6'lık paya sahip olmuştur.*

*T.C. Hazine Müsteşarlığı ilk sukuk ihracını 2012'de gerçekleştirmiştir. 1,5 milyar ABD doları tutarındaki bu ilk işlemde sonra T.C. Hazine Müsteşarlığı sukuk ihracına takip eden yıllarda da devam etmiştir. Türkiye'de faaliyet gösteren dört katılım bankası da Hazine'nin ihraç ettiği sukuklara yoğun ilgi göstermektedir. 2014 sonu itibarıyla katılım bankalarının aktiflerindeki T.C. Hazine Müsteşarlığı sukukları oranı %5 olmuştur.”<sup>135</sup>*

**İslâmî Hisse Senetleri:** “*Genel olarak hisse senetleri; anonim ortaklıkların ihraç ettikleri, anonim ortaklık sermaye payını temsil eden kıymetli evrak niteliğine sahip senettir. Hisse senetleri, temel olarak Şirket faaliyetlerinden elde edilen kara katılma ve Şirketin zarar görmesi halinde kar payı elde edememe, Şirketin tasfiyeye girmesi halinde ise tasfiye bakiyesine katılma hakkı verdiğinden faizsiz sermaye piyasası aracı niteliğinde*

<sup>134</sup>İbrahim Sırma, “Sermaye Piyasası Araçlarının İslâmî Finans Açısından Değerlendirilmesi”, **Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi**, Cilt:3, Sayı:3, 2015, s.132-133.

<sup>135</sup> **Katılım Bankaları 2014**, Türkiye Katılım Bankaları Birliği, s.38

olmakla birlikte, yatırım yapılacak olan hisse senedinin İslâmî kriterlere uygun kabul edilebilmesi için, ortak olunacak şirket faaliyetlerinin İslâmî kurallara uygun alanlarda olması gerekmektedir. Bu çerçevede, ortak olunacak şirket faaliyetlerinin bankalar gibi faize dayalı faaliyetler, kumar, sinema vb. eğlence sektörü ile ilgili faaliyetler, alkollü içki, domuz eti vb. ürünlerin üretimi ve satışı faaliyetleri, silah ve savunma sanayi ile ilgili faaliyetler kapsamında olmaması gerekmektedir.

Hisse senetlerinin şeriat ilkelerine uygunluğu Malezya gibi örneklerde ülke sermaye piyasası düzenleyicisi içinde oluşturulan şeriat danışma kurulu tarafından belirlenmektedir. Uygun şirketlerin listesi her yıl toplanan kurul tarafından açıklanmaktadır. Bir diğer uygulamada ise, senetlerin İslâm'a uygunluğu, sermaye piyasası düzenleyicisi gibi merkezi bir kurum yerine özel kurumlarca da tespit edilebilir. Örneğin bir banka, İslâmî kurallara uygun bir ürün geliştirmek istiyorsa, kendisi bir şeriat danışma kuruluna başvurup onay alabilir ya da yatırım ilkelerini kendisi belirleyebilir.”<sup>136</sup>

**İslâmî Yatırım Fonları:** “İslâmî yatırım fonları, İslâmî kriterlere uygun olarak yönetilen ve büyük bir çoğunluğu İslâmî kriterlere uygun hisse senetlerine yatırım yapan fonlardır. İlk İslâmî hisse senedi yatırım fonu 1993 yılında Malezya’da kurulmuş olup müslüman olmayan ülkelerdeki ilk İslâmî borsa yatırım fonu İngiltere’de kurulmuştur. Suudi Arabistan’da Permal Asset Management and Saudi Economic Develeopment Company tarafından kurulan Alfanar US Equity Hedge Fund ise ilk İslâmî hedge fund olarak oluşturulmuştur.”<sup>137</sup>

İslâmî yatırım fonları; uluslararası finansal sistem içinde İslâmî finansal varlıkların %4’lük kısmını oluşturmaktadır.<sup>138</sup>

Türkiye’de hisse senedi, tahvil ve bono piyasası gelişmiş piyasalar olmakla beraber buna karşılık İslami sermaye piyasası araçları arasında yer alan Gelir Ortaklığı Senedi (GOS), Katılma İntifa Senetleri (KİS) ve Kar-Zarar Ortaklığı Belgesi (KZOB) gelişmiş piyasalara sahip değildir.<sup>139</sup>

**Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS):** “2983 sayılı “Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun”<sup>140</sup> un 3. maddesinde gelir ortaklığı senedi; Kamu kurum ve kuruluşlarına ait altyapı tesislerinin (köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları vb.) gelirlerine hakiki ve hükmi şahısların ortak olması için çıkarılacak senetler olarak tanımlanmıştır.

<sup>136</sup> Ahmet Tok, “İslâmî Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslâmî Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler”, **Yeterlilik Etüdü**, Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi, Ankara, Haziran 2009, s.46-47.

<sup>137</sup> Tok, **a.g.e.**, s.4-5.

<sup>138</sup> Mehmet Çanakçı, “Çok Kutuplu Dünyada İslâmî Finans Piyasalarının Gelişimi ve Sukuk İhraçları”, **Türkiye İslâm İktisadı Dergisi**, Cilt:1, Sayı:2, 2014, s.44.

<sup>139</sup> Tok, **a.g.e.**, s.47.

<sup>140</sup> 17.3.1984 tarih ve 18344 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

*Gelir ortaklığı senetleri; bazı altyapı tesislerinin ve diğer tesislerin gelirlerine halkın katılmasını sağlamak, bu şekilde toplanan fonlarla kamu yatırımlarını geliştirmek ve bazı projeleri gerçekleştirmek amacıyla çıkarılan, mülkiyetleri ilgili kamu kurum ve kuruluşlarına (Kamu İktisadi Kuruluşları ve İktisadi Devlet Teşekkülleri dahil) ait olmak şartıyla, sadece belirlenen alt yapı tesislerinin gelirlerine (karlarına) yine belirlenen oranlarda katılma hakkı sağlayan, istenildiği anda paraya çevrilebilir, hamiline yazılı bir kıymetli evrak ve menkul kıymettir. GOS mülkiyet devrini içermemekte, sadece ait olduğu tesisin gelirlerine ortak olmayı ifade etmektedir. Dolayısıyla, kendileri için GOS çıkarılan tesislerin, bu senetlerin piyasa şartlarında makul bir getiri sağlamasını güvence altına almak için, karlı ve verimli çalışmaya özen göstermelerinin temini amaçlanmaktadır. İlk GOS, 3.12.1984 tarihinde Boğaziçi köprüsü için ihraç edilmiştir.*

*Gelir Ortaklığı senetlerinde hukuki olarak “gelir ortaklığı” ibaresi geçmesine rağmen, senetler değişken faizli bir tahvil özelliği taşımaktadırlar. Zira her ne kadar senet sahiplerinin katılma oranları önceden kesin olarak belirlenmekte ise de, alt yapı tesislerinin karları, bunlardan ayrılacak kısımlar ve karların hesaplanma şekli değişken olacağından, genelde faiz gibi sabit bir getiri olarak değerlendirilmeleri hukuken mümkün değildir. Kamuya ait olan altyapı tesislerinin mülkiyeti ve işletmesi ile ortaklık senedi alanların hiçbir ilgisi yoktur. Senet sahipleri, sadece senedin gelirlerine sahiptir.”*

**Katılma İntifa Senetleri (KİS):** *“Nakit karşılığı satılmak üzere Anonim Ortaklıklar tarafından çıkarılan ve sahibine ortaklık hakkı vermeksizin kar payı, tasfiye payı ve yeni payları edinmede rüçhan hakkı ve Tebliğ’de belirtilen imkanların bir bölümünden veya tamamından yararlanma hakkı sağlayan nama veya hamiline yazılı olarak düzenlenebilen menkul kıymettir. Katılma intifa senetleri ile ilgili yasal düzenlemeler Türk Ticaret Kanunu (TTK) ve SPK’nın Seri:III, No:10 sayılı Tebliğ’inde yer almaktadır.”*

**Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi (KZOB):** *“Kar ve zarar ortaklığı belgesi (KZOB) ihracına ilişkin esaslar, 20.03.2003 tarih ve 25054 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri:III, No:27 sayılı “Kar ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” ile düzenlenmiştir. İhraççılar, kâr ve zarara ortak olmak üzere, tüm faaliyetlerin gerektirdiği finansman ihtiyaçlarını karşılamak için; 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 ‘Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi’ adı altında menkul kıymet ihraç edebilir.*

*İhraç edilecek KZOB’ların üzerine, kara ve zarara katılacağı ve bu belgelere kar garantisi verilemeyeceği açıkça yazılmak zorundadır. KZOB’lar sahiplerine kara ve zarara katılma hakkı ve mükellefiyeti getirmekte olup, zarar halinde ana para eksilir. Ancak zararın anaparanın belli bir yüzdesi ile sınırlandırılması mümkün olabilmektedir. Bu itibarla, kar ve zarar ortaklığı belgelerinde açıkça bir riziko unsuru yer almaktadır. Bu unsura bağlı olarak Tebliğ’de kar ve zarar ortaklığı belgelerinde kar garantisi verilemeyeceği hükme bağlanmıştır. KZOB’ların tümünün kar veya zarara katılma payının tespitine esas olan kâr veya zarar miktarı, ihraççının vergiden önceki kar veya zararıdır.*

*KZOB'lerin hukuki vasfının sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi, kar iştirakli tahvil veya adi ortaklık ilişkisi olabileceği tartışması yapılmakla birlikte, bu belgeler her ne kadar TTK'da ve Borçlar Kanunu'nda düzenlenen senet veya sözleşmelerin bazı özelliklerine sahip olsa da (karz akdi, adi ortaklık, tahville olan benzerlikler gibi) tam olarak hiçbir senet veya sözleşmeyi karşılamamakta ve kendine has özellikler göstermektedir. Örneğin temelde bir ödünç sözleşmesini ihtiva etmesine rağmen, zarara katılma özelliği KZOB'leri ödünç sözleşmesinden ve tahvillerin her türünden ayırmaktadır. Yine kar ve zarar ortaklığı belgesi adi ortaklığa benzemekle birlikte, adi ortaklığın bir unsuru olan yönetime katılma ve ortaklık işlerini denetleme yetkisi, KZOB'lerde bulunmadığından adi ortaklık olarak nitelendirilememektedir.”*



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: FİNANSAL SİSTEMDE SUKUK (KİRA SERTİFİKASI):GELİŞİMİ, YAPISI, DÜNYA VE TÜRKİYE UYGULAMALARI

Uluslararası finans piyasalarında ve ülkemizde son dönemlerde yoğun kullanım alanı bulan finansal enstrümanlardan biri olarak sukukun, İslamî finans piyasasında beklenen gelişmede çok önemli bir rol oynayacağı tahmin edilmektedir.<sup>1</sup> Sukuk, yaygın kullanımı ile “İslami Tahvil veya İslami Bono” olarak nitelenmekte olup faizsiz borçlanma aracı anlamında kullanılmaktadır. Sistem olarak bilançodaki likit olmayan varlıklara dayalı olması ve bu varlıklardan elde edilen gelirin yatırımcılarla paylaşılması faizsiz bir finansal araç olmasının temelini oluşturmaktadır.

Faize dayalı bonoların günümüzde genel olarak bakıldığında ülkelerin ekonomik kalkınmasında sermaye ihtiyacını finanse eden bir özelliği bulunmakla beraber, bu tip bonolar geçmiş dönemlerde toplumun sanayileşmesi, modernleştirilmesi ve askeri seferlerde kullanılarak coğrafi olarak genişlemeye ve politik olarak etkinliğin artırılmasına fayda sağlayacak biçimde bir lokomotif olarak kullanılmıştır. Bu kapsamda faizsiz bonoların (sukuk) ortaya çıkarılmasında dikkatli olunmalı ve paranın faiz oranı adı altında bir ücretle kiraya verilmediğinden emin olunmalıdır. Faizsiz bonolar (sukuk), varlığa dayadılar ve bunlar kiraya verilebilir varlıkların satın alınmasına veya üretken varlık veya hizmetlerin satın alınmasına yapılan gerçek bir yatırım olarak nitelenirler. Faizsiz bonoların (sukuk) sahiplerine dağıtılan gelirler, paranın kiralanmasına dayandırılmaz. Bunlar bir varlığın kiralanması sonucu elde edilen veya bir malın üretiminden elde edilen veya müstakil bir hükümet kurumunun vergilerden elde edeceği nakit akışı üzerinden dağıtılır.<sup>2</sup>

Sukuk kavramını anlamak ve finans sistemi içerisindeki yerini analiz etmek için öncelikle uluslararası finans piyasalarında 1970’li yıllardan sonra, ülkemizde ise 1990’lı yıllarda gündeme gelen Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme (VDMK) yapısını incelemek önem arz etmektedir. Diğer taraftan finans piyasalarında kamu ve özel sektör için oldukça önemli borçlanma araçlarından olan Tahvil ve Bono

<sup>1</sup> Bilgehan Yıldız, “Basic Terminology in Islamic Finance and Turkish Perspective”, **Islamic Finance Alternatives For Emerging Economies**, s. 58-73, 69.

<sup>2</sup> Dr. Yahya Abdul-Rahman, **İslam’da Bankacılık ve Finansman**, Çev. Salih Tuğ ve M.Abdullah Tuğ, İstanbul, İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, Yayın No :11, 2015, s. 638.

enstrümanlarının işleyiş mekanizmasını anlamak sukuk kavramını derinlemesine analiz etmemizde oldukça faydalı olacaktır.

### 3.1. MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER

#### 3.1.1. TANIMI

Basit anlamda menkul kıymete dönüştürme işlemi olan menkul kıymetleştirmeyi tanımlamak için menkul kıymet kavramını açıklamak yerinde olacaktır. Menkul kıymet ve menkul kıymetleştirme işlemlerinin dünyadaki uygulamaları, her ülkenin kendine özgü hukuk sistemi ve finans piyasalarının işleyişleri olması nedeni ile farklılık arz etmektedir. Öncelik olarak ülkemiz hukuk sistemi ve finans piyasalarındaki işleyiş olmak üzere kısmen diğer ülke uygulamalarına da değinmeye çalışacağız.

Sermaye Piyasası Kanunu'nda Menkul Kıymet tanımı zaman içerisinde bir takım değişikliklerle son haline gelmiştir:<sup>3</sup>

*1981 yılında kabul edilen 2499 sayılı SPKn. da "Tanımlar" başlığı altında Menkul Kıymetler aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır.*

*"Ortaklık veya alacaklılık sağlayarak, belli bir meblağı temsil eden; hisse senetleri, tahviller ve Hazine bonoları gibi kıymetlerdir. Bunlar dışında kalan kıymetli evrak ile mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın halka arz ve bu yolla satışı da menkul kıymetler hükümlerine tabidir."*

*Burada menkul kıymetlere ilişkin olarak "belirli bir meblağı temsil etmesi" ile ortaklık veya alacaklılık sağlama fonksiyonları vurgulanmış ve menkul kıymete hisse senedi ve tahvil/bono şeklinde iki örnek verilmiştir.*

*3794 sayılı Kanun ile 1992 yılında yapılan esaslı değişiklik ile menkul kıymetler aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır:*

*"b) (Değişik: 29/4/1992 tarihli ve 3794 sayılı Kanun ile) Sermaye Piyasası Araçları: Menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır.*

**Menkul Kıymetler:** *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 Kurulca belirlenen kıymetli evraktır.*

<sup>3</sup> Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu, **Sermaye Piyasası Araçları 1**, 2014, s.10-14

**Diğer Sermaye Piyasası Araçları:** Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evraktır. Şu kadar ki, nukut ile çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları bundan müstesnadır.”

Yapılan bu tanımda menkul kıymetlerin kıymetleri evrakın bir alt sınıfı olduğu ve üst kavram olarak “sermaye piyasası araçları” kavramının benimsenmiş olması dikkat çekmiştir.

Yapılan değişiklikten çıkan sonuçlar şöyle sıralanabilir:

- a) Sermaye piyasasında işlem gören evraka veya araca “sermaye piyasası aracı” adı verilir.
- b) “Menkul kıymetler” kavramı “sermaye piyasası aracı” sınıfının bir alt sınıfını ifade eder.
- c) Her menkul kıymet sermaye piyasası aracı değildir.

**2012 yılının son günü Resmi Gazetede yayınlanan 6362 sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn.) ile “sermaye piyasası aracı” kavramı genişlemiştir:**

“Madde 3 – Bu Kanunun uygulamasında:

**o) Menkul kıymetler:** Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere;

- 1) Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikalarını,
- 2) Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını,

...

**ş) Sermaye piyasası araçları:** Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarını,...

...

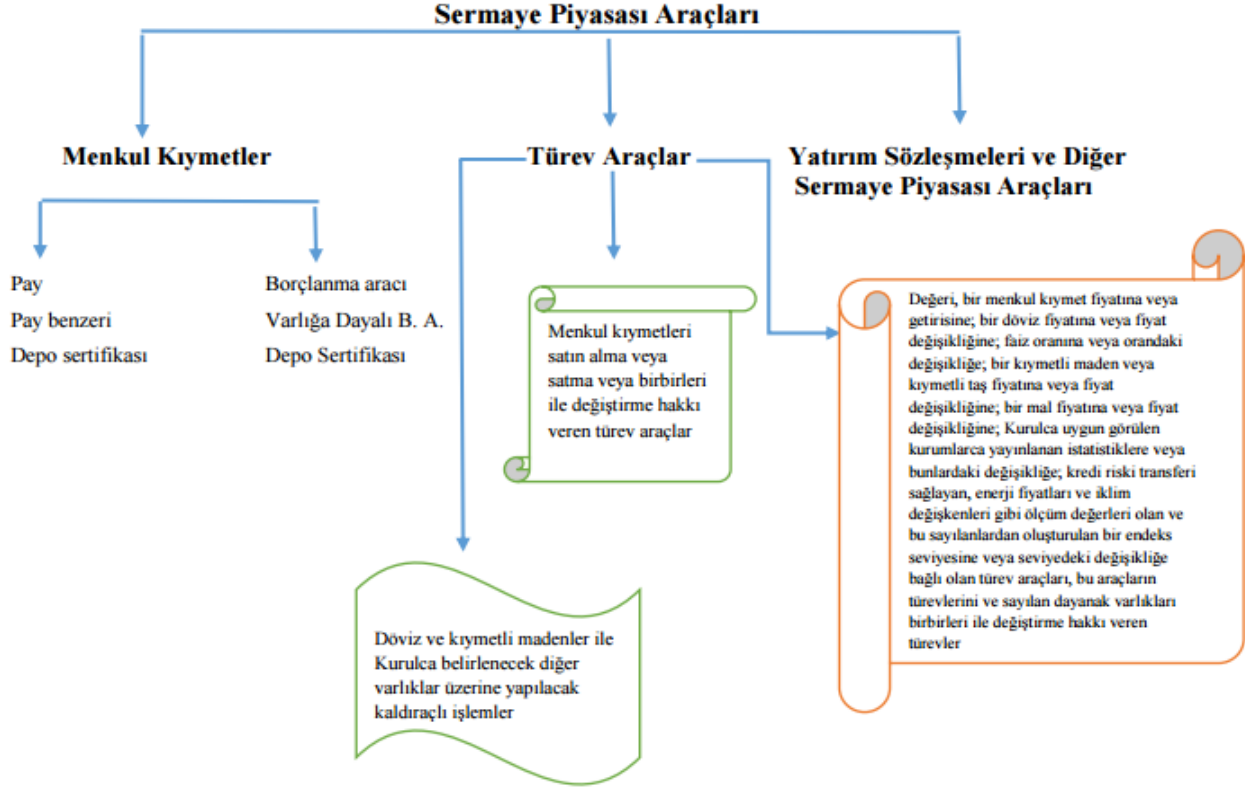
**u) Türev araçlar:** Aşağıda sayılan veya Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer türev araçları:

- 1) Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleri ile değiştirme hakkı veren türev araçları,
- 2) Değeri, bir menkul kıymet fiyatına veya getirisine; bir döviz fiyatına veya fiyat değişikliğine; faiz oranına veya orandaki değişikliğe; bir kıymetli maden veya kıymetli taş fiyatına veya fiyat değişikliğine; bir mal fiyatına veya fiyat değişikliğine; Kurulca uygun görülen kurumlarca yayınlanan istatistiklere veya bunlardaki değişikliğe; kredi riski transferi sağlayan, enerji fiyatları ve iklim değişkenleri gibi ölçüm değerleri olan ve bu sayılanlardan oluşturulan bir endeks seviyesine veya seviyedeki değişikliğe bağlı olan

türev araçları, bu araçların türevlerini ve sayılan dayanak varlıkları birbirleri ile değiştirme hakkı veren türevleri

3) Döviz ve kıymetli madenler ile Kurulca belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılacak kaldıracağı işlemleri,”

SPKn. hükümleri çerçevesinde sermaye piyasası aracı kavramı şu şekilde oluşmuştur:



### Şekil 3.1. Sermaye Piyasası Araçları

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Araçları 1, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil Ve Eğitim Kuruluşu, Ekim 2014, s.13

Sermaye piyasası aracı niteliğindeki menkul kıymetlere ilişkin üç unsurdan bahsetmek gerekir:

**”Yatırım aracı olarak kullanılmaları:** Fon tedariki sürecinde yer aldıkları için.

**Sermaye Piyasası Kuruluna başvuruda bulunmak suretiyle çıkarılmaları:** İkincil piyasada işlem görmeleri nedeniyle alıcı ve satıcı arasındaki bilgi eşitsizliğini, izahname ve sürekli kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ile ortadan kaldırmak için.

**İhracı ile birlikte üzerindeki mülkiyet ve sair hakların Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde kayden izleniyor olması:** Teknolojik ve hukuki alt yapının imkan vermesine bağlı olarak senede bağlanmalarına gerek kalmadığı için.



*Sermaye piyasası araçlarının özellikle yatırım aracı olarak kullanılıyor olması, devredilebilir olma özelliğini de beraberinde getirmektedir. Kolaylıkla devredilebilir olması sermaye piyasasında aracılık faaliyetinden, menkul kıymet borsalarının mevcudiyetine ve ilgili piyasaların düzenlenmesine kadar geniş bir yelpazedeki yapılanmayı beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla yukarıdaki nitelikleri taşıyan menkul kıymetler artık birbiriyle bağlantılı çalışan sistemlerden oluşan sermaye piyasasının bir unsuru haline gelecek ve sermaye piyasası aracı vasfını kazanacaktır.”*

Sermaye piyasası araçlarından biri olan menkul kıymete dönüşme işlemi olarak adlandırdığımız menkul kıymetleştirme (“securitization”) terimi biri dar diğeri geniş olmak üzere iki farklı anlamda kullanılabilir.<sup>4</sup>

Geniş anlamda menkul kıymetleştirme işlemi, fon talebinin sermaye piyasalarında menkul kıymet ihraç edilerek karşılanmasıdır. Dar anlamda ise, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) uygulaması olarak ifade edilebilir. VDMK; bilançonun aktif tarafında yer alan varlıklardan elde edilecek gelirler karşılığında fon toplamak amacıyla ihraç edilen bir menkul kıymet türüdür. Başka bir deyişle VDMK uygulaması, kısaca bilançoju likit hale getirmek amacıyla bilançonun aktifinde nakit akımı sağlayan varlıkların menkul kıymetlere dönüştürülmesi olarak tanımlanabilmektedir.

Menkul kıymetleştirme işleminde, çoğunlukla kredili işlemlerden doğan alacaklar olmak üzere diğerkaynaklardan da elde edilen alacaklar dahil edilerek bir havuz oluşturulmakta; sonrasında ise bu alacak havuzu menkul kıymete dönüştürülerek yatırımcılara satılmaktadır. Bu şekilde , likit olmayan ufak tutardaki bir çok alacak likit ve ikincil piyasada alım-satıma konu menkul kıymetlere dönüşmektedir. Menkul kıymete ilişkin anapara ve faiz ödemelerinin ilgili menkul kıymete dayanak oluşturan varlıklardan elde edilen gelir ile yapılması nedeniyle bu menkul kıymetler Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (“asset backed securities”) olarak adlandırılmaktadır.<sup>5</sup>

### **3.1.2. TARİHSEL GELİŞİMİ**

Menkul kıymetleştirme; Prusya’daki 1769 tarihli bir emirname ile arazi sahiplerinin ortaklarına gayrimenkullerin değerini temsil eden senetler verme yoluyla başlamış, Avrupa’da kurulan kredi kurumları ve Medeni Kanunlarda düzenlenen ipotekli senetler yoluyla devam etmiştir. Bunun devamı olarak rehinli tahvilat veya diğerkayıyla ipotek teminatlı tahviller

<sup>4</sup> Nursen Vatansever, “Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması” **Muğla Üniversitesi SBE Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, 2000, s. 260

<sup>5</sup>Halil Doğru, **Menkul Kıymetleştirme & Mortgage Genel ve Hukuki Esaslar**, İstanbul, Doğru Hukuk Yayınları, 2017, s.3-4

Danimarka, Fransa ve Almanya'da uygulamaya sokulmuştur. ABD'de ise menkul kıymetleştirmeye benzer bir biçimde, ipotek bankaları tarafından ipotekli krediler ve ipotek katılım sertifikalarının kamuya satılması 1880'li yıllarda başlayıp 1920'li yıllara kadar devam etmiştir. İpotek teminatlarından nakit akışının olmaması ve yatırımcılığın da söz konusu olmaması nedeniyle bu durum tam bir ipotek menkul kıymetleştirmesi olamamıştır. Bununla birlikte, temeli varlık menkul kıymetleştirilmesi olan ipotekli menkul kıymetleştirmenin, ipotekli kredi finansmanında etkin ve yoğun bir biçimde kullanılmaya başlaması, yine 1970'li yılların başında ABD'de görülmeye başlamıştır.<sup>6</sup>

Gayrimenkule olan talebin finansmanını sağlamak amacıyla geliştirilen menkul kıymetleştirme fikri, 1970'li yıllarda uygulama alanı bulmuş olsa da öncesinde gerek hukuki alt yapının, gerekse piyasa işleyişinin oluşturulmasında özellikle 1930'lu yıllardan sonra devlet destekli kurumların kurulmasının önemli bir payı vardır. Özellikle ABD merkezli olmak üzere 1800'li yıllarda gayrimenkule olan talebin tetiklediği menkul kıymetleştirme olgusu kamu ve özel sektör uygulamaları ile günümüze kadar değişik aşamalardan geçmiştir.

Tarihsel gelişim açısından 1929 dünya ekonomik bunalımı ile menkul kıymetleştirme uygulamalarının başladığı 1970'li yıllara kadar olan döneme kısaca değinmek konu ile ilgili olarak bakış açımızı genişletecektir.

1800'lü yıllarda Amerikan halkının refah düzeyinin artması gayrimenkul talebini artırmış, gayrimenkul talebinin finansman sorunu ise ipotek karşılığı borçlanma yöntemi ile çözüme kavuşturulmaya çalışılmıştır. 1920'li yıllarda ABD'de ortaya çıkan ekonomik kriz nedeniyle ipotek karşılığı kredi kullanan bir çok aile, konutlarının haciz edilmesi durumuyla karşı karşıya kalmıştır. Amerikan Hükümeti konut sahiplerinin konutlarını kaybetmelerini önlemek, kredi veren kuruluşları desteklemek, inşaat sektörünü yeniden canlandırmak ve işsizlikle mücadele etmek vb nedenlerle bozulan dengeleri yeniden sağlamak amacıyla birçok kanun çıkartmış ve birçok kurumun kurulmasına öncülük etmiştir.<sup>7</sup>

1. *“Amerikan Hükümeti ilk olarak, 1933 yılında, ‘Ev Sahiplerinin Borçları Kurumu’ (Home Owners' Loan Corporation-HOLC) nu kurmuş ve hükümet garantili tahvil ihraç ederek ipotek borçlularının borçlarını finanse etmeyi ve ipotek piyasasını yeniden*

<sup>6</sup> Burak Adıgüzel, “İpotekli Sermaye Piyasası Araçları” **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi SBE, 2007, s.28

<sup>7</sup> Ali Hepşen, **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme Ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul, İTO Yayın No: 2005-13, 2005, s.18-21

canlandırmayı amaçlamıştır. Bu çerçevede sorunlu ipotekleri satın alıp yeniden düzenlemiş ve bunları yeni bir ödeme planına bağlamıştır.”

2. “Hükümet, yeni konut kredisi açmakta istekli olmayan kredi kuruluşlarının konut kredisi vermelerini teşvik etmek amacıyla 1934 yılında, ipotek sigortacılığına öncülük edecek eden ‘Federal Konut İdaresi’ (Federal Housing Administration-FHA) ni kurmuş ve borçluların kredilerini geri ödememeleri riskine karşı kredi kurumlarının kullandıkları kredileri sigortalamıştır.”

3. “İkinci el ipotek piyasasını geliştirmek, ipotek kredisine olan arz ve talebi arttırmak ve piyasaya sürekli likidite sağlamak amacı ile 1938 yılında Amerikan Kongresi tarafından ‘Federal Ulusal İpotek Birliği’ (Federal National Mortgage Association-FNMA veya Fannie Mae) kurulmuştur.”

4. “Federal Konut İdaresi (Federal Housing Administration-FHA)’ne benzer olarak, 1944 yılında, Amerikan Hükümeti tarafından ‘Eski Muharıpler İdaresi’ (Veterans’ Administration-VA) İkinci Dünya Savaşı’ndan dönen gazilerin konut edinmelerini kolaylaştırmak, teşvik etmek ve borçlanmalarını cazip hale getirmek amacıyla kurulmuştur.”

5. “İlerleyen yıllarda, Fannie Mae’nin varlığına rağmen ikinci el ipotek piyasası istenilen düzeye erişememiş ve sonuç olarak kurum, daha da etkin hale gelebilmek için Amerikan Kongresi’nin kararı ile 1968 yılında iki ayrı organizasyona ayrılmıştır.

- a) Mevcut Federal Ulusal İpotek Birliği (Fannie Mae)
- b) Hükümet Ulusal İpotek Birliği (Ginnie Mae)”

6. “Mevcut Fannie Mae, bazı hükümet düzenlemelerine tabi olmakla birlikte, hisseleri New York Borsası’nda alınıp satılır hale gelen özel bir yönetim yapısına dönüştürülmüştür. Asıl amacı ipoteye dayalı menkul kıymet ihraç etmek olan Ginnie Mae ise, Amerikan Hükümeti’nin tam güveni ve kredisi ile ikinci el ipotek piyasasında aktif bir kurum olarak menkul kıymetleştirme çalışmalarını teşvik etmiş ve 1970 yılında, ilk defa hükümet garantili ödeme aktarmalı menkul kıymetleri halka arz ederek menkul kıymetleştirme uygulamasını başlatmıştır.”

7. “Bu uygulamalar, FHA ve VA garantisi taşıyan ipotek kredilerinden doğan alacakların menkul kıymet haline getirilerek yatırımcılara satılması şeklinde olmuştur. Yatırımcıların bu tür menkul kıymetlere gösterdiği yoğun talep ise, bunların hükümetçe desteklenmiş ve getirisi güvenilir yatırımlar olmalarından kaynaklanmaktadır.”

8. “Sadece FHA ve VA garantili ipotekler değil, konvansiyonel (geleneksel ya da hükümet garantisi taşımayan) ipotek kredilerinin de menkul kıymetleştirilmesi ve bunlara ilişkin ikincil piyasanın oluşturulması ve derinleştirmek amacıyla Amerikan Kongresi 1970 yılında, ‘Federal Konut Kredisi İpotek Şirketi’ (Federal Home Loan Mortgage Corporation-FHLMC veya Freddie Mac) ni kurmuştur. Freddie Mac kuruluş amacı doğrultusunda ilk defa, 1971 yılında, konvansiyonel ipotek kredileri ile desteklenmiş katılım sertifikalarını (Participation Certificates-PCs) ihraç etmiştir.”

9. “Başlangıçta kamu kurumları tarafından ihraç edilen menkul kıymetler, kısa zamanda özel sektör tarafından da benimsenerek yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır. 1977 yılında Salomon Brothers ve Bank of America'nın öncülüğünde federal hükümet garantisi olmayan konvansiyonel ipotek kredileri ile desteklenmiş ödeme aktarmalı menkul kıymetler ihraç edilerek bu alandaki menkul kıymetleştirme özel sektörde de uygulanmaya başlanmıştır. Böylece özel sektör kuruluşları da kendi ipotek havuzlarını oluşturmuşlar, bu havuzdaki alacaklarla desteklenmiş menkul kıymetleri sigortalayıp risk derecelerine göre değerlendirme aldıktan sonra menkul kıymetleştirme işlemini gerçekleştirmişlerdir.”

10. “1980'lerin ortalarından başlayarak ipotekli konut kredileri dışında aktifteki otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, finansal kiralama alacakları, ihracat kredileri gibi diğer alacaklar da menkul kıymetleştirilmiş ve ‘varlığa dayalı menkul kıymetler’ (VDMK) ihraç edilmiştir. Bu doğrultuda 1985 yılının Mart ayında varlığa dayalı ilk menkul kıymetleştirme uygulamasını Sperry Lease Finance Corporation gerçekleştirmiş; piyasaya, elinde bulunan bilgisayar finansal kiralama alacaklarına dayalı menkul kıymet ihraç etmiştir. Yine aynı yıl içerisinde otomobil kredisi alacaklarının menkul kıymetleştirilmesine başlanmış; 1986 yılında ise Salomon Brothers tarafından Bank One Corporation adına kredi kartı alacaklarına dayalı 50 milyon \$ tutarında ilk menkul kıymet ihraç edilmiştir.”

Avrupa’da, ABD ipotekli kredi ve menkul kıymetleştirme sisteminin etkilerine rağmen, kendi piyasa koşulları ve yasal düzenlemelerine göre ağırlıklı olarak, geleneksel ipotek teminatlı tahviller şeklindeki menkul kıymetleştirme yoluna başvurmaktadırlar. Avrupa konut finansman sisteminde, ipotek bankaları ipotek teminatlı tahvil şeklinde menkul kıymet ihraç edip fon toplamakta ve bu fonlar ile gayrimenkul kredisi vermektedirler. Avrupa’da konut finansman sisteminin menkul kıymetleştirme ile desteklenmesi yönünde bir organizasyonun ilk ortaya çıkışı ise, 1800’lü yılların başında Danimarka’dadır. Bununla beraber, menkul kıymetleştirme anlamında kabul edilebilecek ipotek teminatlı tahviller hakkında kanunlaştırmalar, Almanya’da 1900’lu yıllarda görülmüş, oradan bütün kıta Avrupa’sı ülkelerine yayılmıştır. Bu menkul kıymetlerin Avrupa ülkelerindeki örneklerinin varlığı karşısında, ABD örneğinde gelişen, iflas harici tutulmuş yapılardan (trust) ihraç edilen, vergi avantajları ve yatırım garantileri veren yeni menkul kıymetleştirme biçimi ipoteğe dayalı menkul kıymetler ( Mortgage Backed Securities MBS), 1990’a kadar kıta Avrupa’da hızlı bir gelişme gösterememiştir. Bunun sebepleri:<sup>8</sup>

- Yasal düzenlemelerde borçlunun rızası olmadan kredi alacağının devrine olumsuz bakılması veya yasaklanması,

---

<sup>8</sup> Adıgüzel, a.g.e., s.33-34

- Avrupa piyasalarında, ABD'deki gibi, ipotekli menkul kıymetleştirmeye yön veren, büyük kamu destekli ipotekli sermaye piyasası araçlarını ihraç eden ve bunlara garanti veren kuruluşların söz konusu olmaması oldukça etkilidir.

Menkul Kıymetleştirmenin özellikle etkin sermaye piyasalarına sahip bir kısım Avrupa ülkelerinde kullanımı ve yaygınlaşması İngiltere'de 1987 yılında ipotekli konut kredisi kaynaklı alacakların menkul kıymetleştirilmesi yoluyla gerçekleştirilmiştir. Sonrasında 1990 yılında İsveç, İtalya, Almanya ve İspanya'da ilk menkul kıymetleştirme uygulamaları yapılmıştır. Günümüzde Avrupa'da menkul kıymetleştirme uygulamalarının yaygınlığı bakımından başta İngiltere gelmekte, sırasıyla İspanya ve Fransa onu izlerken, İtalya ve Hollanda da menkul kıymetleştirme uygulamalarında aktif ülkeler arasındadır.<sup>9</sup>

Ülkemizde de 1980'li yıllarda finans piyasalarında yeni finansal araç ve yöntemler uygulanmaya başlanmış, bu yeniliklere ilişkin hukuki düzenlemeler yapılmıştır. Bu doğrultuda, 31.07. 1992 tarih ve 21301 sayılı Mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: III, 14 sayılı "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği" hazırlanmış ve ülkemizde varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamalarının önü açılmıştır.<sup>10</sup>

**Tablo 3.1: İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Milyar TL)**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>KAMU KESİMİ</b>	<b>329.241</b>	<b>834.345</b>	<b>1.439.666</b>	<b>4.969.897</b>	<b>6.259.962</b>	<b>11.352.381</b>	<b>26.886.408</b>
Devlet İç Borçlanma Tahvili	150.090	186.593	343.345	1.247.869	3.185.561	4.708.066	20.027.770
İç İstikraz Hazine Bonosu	179.150	647.752	1.096.321	3.722.028	3.074.401	9.546.260	6.858.638
Gelir Ortaklığı Senetleri	-	20.380	12.418	4.456	-	-	-
Döviz Endeksli Senetler	15.886	40.479	21.487	13.659	-	-	-
<b>ÖZEL KESİM</b>	<b>71.993</b>	<b>84.728</b>	<b>174.526</b>	<b>161.961</b>	<b>378.449</b>	<b>841.777</b>	<b>855.541</b>
Tahvil	715	491	1.883	1.229	1.495	22.532	-
Hisse Senedi	9.573	37.553	51.333	102.202	305.732	696.821	678.870
Kar-Zarar Ortaklığı Belgesi	-	-	300	-	-	-	-
Banka Bonosu	2.387	2.025	1.300	2.362	9.934	-	-
Finansman Bonosu	1.205	156	1.533	2.880	2.200	-	-
MKYF Katılma Belgesi	5.355	2.203	4.249	8.945	34.330	131.423	176.671
Yab. Yat. Fonu Katılma Bel.	-	-	-	-	1.757	-	-
VDMK	52.756	42.299	113.928	41.628	23.000	11.000	-
Gayrimenkul Sertifikası	-	-	-	-	2.714	-	-

**Kaynak:** TCMB 1997-1999 yıllarına ait raporlar. (Vatansever, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması" s.271)

<sup>9</sup> Gökçe Turan, "Menkul Kıymetleştirme Ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler", **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Ankara Üniversitesi SBE, 2009, s.12

<sup>10</sup> Hepşen, **a.g.e.**, s.15.

VDMK'lerin 1993 yılında çıkarılan kararname ile mevduat sayılmaması, dispoñibilite ve munzam karşılıklara tabi olmamasından dolayı özellikle bankalar yoğun talep göstermişlerdir. Görüleceği üzere 1995 yılında VDMK ihracı, 1993 yılına göre %115' lik bir artışla 113.928.5 milyar TL gibi oldukça yüksek bir düzeye çıkmıştır. 1993-1995 döneminde devlet iç borçlanma tahvilleri, hazine bonusu, özel kesimin tahvil ve hisse senedi ihraçları da artış göstermiştir. 1995 yılından sonra VDMK'lerin tekrar mevduat kapsamında değerlendirilmesi sonucunda maliyet avantajının ortadan kalkması ile VDMK ihracı devamlı olarak azalma göstermiştir. Buna karşılık devlet tahvili ve hazine bonusu ihracı önem kazanmıştır.<sup>11</sup>

Sermaye Piyasası Kurulu nezdinde 2007 yılında gelişmiş bir konut finansman sistemi kurulmasına yönelik olarak yapılan çalışmalar kapsamında, Seri:III No:14 sayılı Tebliğ'in dayanak maddesi olan 13/A maddesi değiştirilmiş, SPKn'na eklenen 38/C maddesi ile varlığa dayalı menkul kıymetler farklı bir yapı ile mevzuatımıza kazandırılmıştır.<sup>12</sup>

- *“Kanun değişikliği ile varlığa dayalı menkul kıymetler açısından getirilen en önemli değişiklik, söz konusu menkul kıymetlerin bilanço dışı bir enstrüman olarak tasarlanması ve sadece varlık finansmanı fonu tarafından ihraç edilebilmesine imkan tanınmasıdır.”*

- *“Menkul kıymetleştirme alanında incelenen çeşitli uluslararası düzenlemeler ve gelişmeler çerçevesinde ve yatırımcıların korunması açısından menkul kıymetleştirmeye ilişkin fonksiyonların farklı kurumlara dağıtıldığı bir yapı üzerinde karar kılınmıştır.”*

- *“Hazırlanan Tebliğ uyarınca, Varlık Finansmanı Fonlarının portföylerine, ipotekli konut kredileri haricindeki tüketici kredileri ile ipotekli krediler, motorlu kara taşıtları için verilen krediler, proje finansmanı ve kurumsal krediler, finansal kiralama sözleşmelerinden kaynaklanan alacaklar ile Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'nın gayrimenkul satışından kaynaklanan alacakları devralınabilmekte ve bu alacaklar karşılığında VDMK ihraç edilebilmektedir.”*

- *“Varlığa dayalı menkul kıymet piyasasının oluşturulması aşamasında, Varlık Finansmanı Fonu oluşturmaya yetkili "Kurucular", faaliyetleri düzenleyici ve denetleyici otoritelerce kontrol edilen finansal kuruluşlarla sınırlı tutulmuştur. Bu finansal kuruluşlar bankalar, finansal kiralama ve finansman şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları ve aracı kurumlardan oluşmaktadır.”*

<sup>11</sup> Vatanserver, a.g.e., s.271-272.

<sup>12</sup> T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, (çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=2008827&subid=1&ct=c> (12 Mayıs 2016)

- “Fonun en az biri bağımsız üye olmak üzere 3 kişilik bir Fon Kurulu tarafından yönetilmesi, iç kontrol sisteminin oluşturulması ve faaliyetlerin bir Fon denetçisi tarafından denetlenmesi, VDMK ihracına ilişkin fonksiyonların hizmet sağlayıcı, Fon operasyon sorumlusu, saklayıcı ve bağımsız denetim kuruluşu gibi uzmanlaşmış kurumlara delege edilmesi, yatırımcıların korunmasını teminen Fonun kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak şeffaf biçimde yönetilmesi amacıyla Tebliğ ile getirilmiş yapısal unsurlardır.”

- “Fonun finansal tabloları ile hizmet sağlayıcının faaliyetlerinin yılda bir kez Sermaye Piyasası Kurulunun sermaye piyasasında bağımsız denetime yetkili kuruluşlar listesinde yer alan bir bağımsız denetim kuruluşu tarafından denetlenmesi zorunludur. Tebliğ gereği VDMK sahiplerine belirli dönemler itibarıyla varlıklara ilişkin bilgi verilmesi zorunludur.”

- “VDMK'lar nitelikli yatırımcılara tahsisli olarak satılabileceği gibi, yatırımcılara halka arz da edilebilecektir. Ayrıca ilgili borsa tarafından uygun görmesi durumunda halka arz edilen VDMK'lar borsada işlem görebilecektir.”

30.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda (Kanun) yer alan düzenlemelere uyum sağlanması ve mevcut durumda Kurulumuzun Seri:III, No:35 sayılı “Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği” ile Seri:III, No:34 sayılı “Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği”nde düzenlenen ve yapısal olarak birbirlerine benzer araçlar olan Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK) ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (İDMK), Varlık Finansmanı Fonları ile Konut Finansmanı Fonlarına (fon) ilişkin düzenlemelerin tek bir tebliğde birleştirilerek mevzuatın sadeleştirilmesi amacı ile hazırlanan Sermaye Piyasası Kurulunun III-58.1 sayılı “Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği” (Tebliğ) 09/01/2014 tarih ve 28877 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Yeni tebliğ ile,<sup>13</sup>

*“Bankalar, finansal kiralama ve finansman şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları (İFK) ile geniş yetkili aracı kurumların fon kurucusu olabileceği düzenlenmiş ve varlıklarını fon portföyüne veya İFK’ya devreden tüzel kişi, kurum ve kuruluşlar kaynak kuruluş olarak tanımlanmıştır.*

*Halka arz veya nitelikli yatırımcılara satış yöntemlerinin yanı sıra Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin birim nominal değeri asgari 100.000 TL tutarında olmak kaydıyla tahsisli olarak satılmasına da imkan tanınmıştır.*

<sup>13</sup> T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, Varlığa veya ipoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği Hakkında Basın Duyurusu, (çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20140109&subid=0&ct=c> (12 Mayıs 2016)

*Halka arz edilmeksizin ihraç edilecek Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler için ise Kurulca ihraç tavanı verileceği ve ihraç tavanı içinde yapılacak ihraçlar için birden fazla sayıda fon kurulabileceği düzenlenerek ihraç sürecinin hızlandırılması sağlanmıştır.*

*Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere ilişkin dayanak varlıklar çeşitlendirilmiş, mevcut düzenleme uyarınca konut finansmanı fonu portföyüne dahil edilebilecek varlıklar arasına, ipotekli ticari kredilerin yanı sıra, Kanununun 57 nci maddesinin birinci fıkrasında tanımlanan konut finansmanından kaynaklanmakla birlikte ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmamış olan kredilerden kaynaklananların da, Kurulca uygun görülen nitelikte başka bir teminata bağlanmış olması şartıyla, dahil edilebileceği düzenlenmiştir.*

*Fonun geri ödeme güçlüğüne düşmesi ile kurucunun faaliyet izninin iptali halinde Kurul'ca uygulanabilecek yaptırımlar düzenlenmiştir.”*

Yapılan düzenlemeler çerçevesinde 1998 yılından sonra borsada işlem gören ilk VDMK ihracı 2011 yılında gerçekleştirilmiş ve sonraki yıllarda aşağıda görüleceği üzere devam etmiştir.

**Tablo 3.2: Sermaye Piyasası Aracı İhracı Yoluyla Sağlanan Kaynak**

Sermaye Piyasası Aracı Türü	2011		2012		2013		2014		2015	
	İhraç Sayısı	Sağlanan Kaynak Tutarı (Milyon TL)	İhraç Sayısı	Sağlanan Kaynak Tutarı (Milyon TL)	İhraç Sayısı	Sağlanan Kaynak Tutarı (Milyon TL)	İhraç Sayısı	Sağlanan Kaynak Tutarı (Milyon TL)	İhraç Sayısı	Sağlanan Kaynak Tutarı (Milyon TL)
<b>Pay</b>	<b>27</b>	<b>1.329</b>	<b>27</b>	<b>5.134</b>	<b>18</b>	<b>4.624</b>	<b>13</b>	<b>714</b>	<b>6</b>	<b>119</b>
İlk Halka Arz - Pay Piyasası	27	1.329	16	532	9	1.309	9	690	4	109
İlk Halka Arz - Gelişen İşletmeler Piyasası	...	...	10	87	9	65	4	24	2	10
İkincil Halka Arz	...	...	1	4.515	1	3.250	...	...	...	...
<b>Borsa Yatırım Fonları</b>			<b>4</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	...	...	...	...
<b>Borçlanma Araçları ve Kira Sertifikaları</b>	<b>58</b>	<b>18.554</b>	<b>237</b>	<b>42.749</b>	<b>330</b>	<b>55.649</b>	<b>517</b>	<b>66.358</b>	<b>621</b>	<b>79.209</b>
Halka Arz Yoluyla İhraç Edilen Borçlanma Araçları (Tahvil/Bono)	42	17.830	124	37.602	148	43.604	141	30.324	135	35.768
Nitelikli Yatırımcıya Satış Yoluyla İhraç Edilen Borçlanma Araçları (Tahvil/Bono)	9	5.384	73	4.455	140	10.866	318	25.533	456	41.192
VDMK İhraçları	7	1.864	40	692	34	662	39	452	...	...
Kira Sertifikası İhraçları (Özel Sektör)	...	...	...	...	8	517	25	1.040	30	2.249
<b>Toplam</b>	<b>85</b>	<b>19.884</b>	<b>268</b>	<b>47.887</b>	<b>350</b>	<b>60.278</b>	<b>530</b>	<b>67.072</b>	<b>627</b>	<b>79.329</b>

**Kaynak:** Borsa İstanbul (BİST) Faaliyet Raporları, (çevrimiçi),

[http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/yayinlar/faaliyet\\_raporlari](http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/yayinlar/faaliyet_raporlari) , (17 Mayıs 2016), (2011 – 2015 Faaliyet Raporları esas alınarak oluşturulmuştur.)



### 3.1.3. MENKUL KIYMETLEŞTİRME İŞLEMİ SÜRECİ

#### 3.1.3.1. Menkul Kıymetleştirme İşleminde Taraflar

Geleneksel finansman yönteminde müşterinin değeriendirilmesi ve kredi işlemleri tek elden yürütülürken menkul kıymetleştirmede her işlem katılımcılardan biri tarafından yürütülmektedir. İlk olarak menkul kıymetleştirmeye esas alınacak varlıklardan bir havuz oluşturulur ve özel amaçlı kuruluşa satılır veya devredilir. Özel amaçlı kuruluş bu varlıklar karşılığında menkul kıymet ihraç ederek yatırımcılara satar. Bu süreç içinde yed-i emin portföyün saklanması, değeriendirilmesi ve nakit akımlarının kontrolü amacıyla devreye girer. Süreç içinde her birinin farklı fonksiyonları bulunan taraflar yer almaktadır.<sup>14</sup>

**Kaynak firma (Originator);** menkul kıymetleştirmenin dayanağıını oluşturan varlıkların (alacakların) sahibidir. Sahibi olduğıu alacak havuzunu özel amaçlı kuruma satar veya devreder. Kullanılan menkul kıymetleştirme yöntemine bağılı olarak varlıklar kaynak firmanın bilançosundan çıkar veya görünmeye devam eder. Kaynak firma bu işlemlerden dolayı hizmet ücreti almaktadır.

**Hizmet veren firma (servicer);** menkul kıymetlerin dayanağıını oluşturan alacak portföyünün izlenmesinden, portföye ilişkin anapara ve faiz ödemelerinin toplanarak özel amaçlı kuruma iletilmesinden sorumludur. Bu işlemler genel olarak kaynak firma ya da ona bağılı kuruluşlar tarafından yerine getirilir.

**Özel amaçlı kurum (Special purpose vehicle=SPV);** kaynak firmadan satın veya devir aldığıı varlıklar karşılığında menkul kıymet ihraç eder ve yatırımcılara satar. Amacı varlığa dayalı menkul kıymeti ihraç etmektir bunun dışında herhangi bir faaliyeti yoktur. Kaynak firmanın yan kuruluşu veya bağılı kuruluşu olarak ortaya çıkmaktadır. İflas riskinden uzak olacak şekilde yapılandırılırlar. Özel amaçlı kuruluş, alacakları kaynak şirketin risklerinden arındırıp sadece menkul kıymetin sahiplerine tahsis edilmesini sağlamaktadır.

**Yatırım Bankaları (Investment Bankers);** varlığa dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetlerin satışına aracılık ederler.

---

<sup>14</sup> Nurcan Öcal, “Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar Ve Çözüm Önerileri” **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Gazi Üniversitesi SBE, 1994, s.16

**Güvence Mekanizmaları (Credit Enhancements);** varlığa dayalı menkul kıymet ihracında kredi riskini azaltmak, menkul kıymetin yüksek dereceleme almasını sağlamak, pazarlama gücünü artırmak amacıyla geliştirilmiş bir takım güvence mekanizmaları bulunmaktadır. İhraççı tarafından sağlanan güvence mekanizmalarına içsel, üçüncü kişiler tarafından sağlanan güvence mekanizmalarına dışsal güvence mekanizmaları adı verilmektedir.

İçsel güvence mekanizmalarında ödeme öncelikli sistem (senior subordinated structure), aşırı teminatlandırma (overcollateralization), fon yaratılması (reserve account) olmak üzere üç yöntem kullanılır.

Ödeme öncelikli sistem (senior subordinated structure); senior ve junior olmak üzere iki çeşit menkul kıymet yaratılmaktadır. Senior olanlar yüksek kredi derecelendirmesine sahip olup menkul kıymetlere yapılacak ödemelerden ilk olarak yararlanırlar junior olanlar ise daha düşük bir derecelendirmeye sahip olup ödemelerden ikinci sırada yararlanırlar.

Aşırı Teminatlandırma (overcollateralization), menkul kıymetin değerinden daha fazla teminat bulundurulmaktadır.

Fon yaratılması (reserve account); menkul kıymetlerin dayanağını teşkil eden varlıkların nakit akımlarının, menkul kıymetlere yapılacak ödemeleri karşılayamaması durumunda kullanılmak üzere fon oluşturulmaktadır.

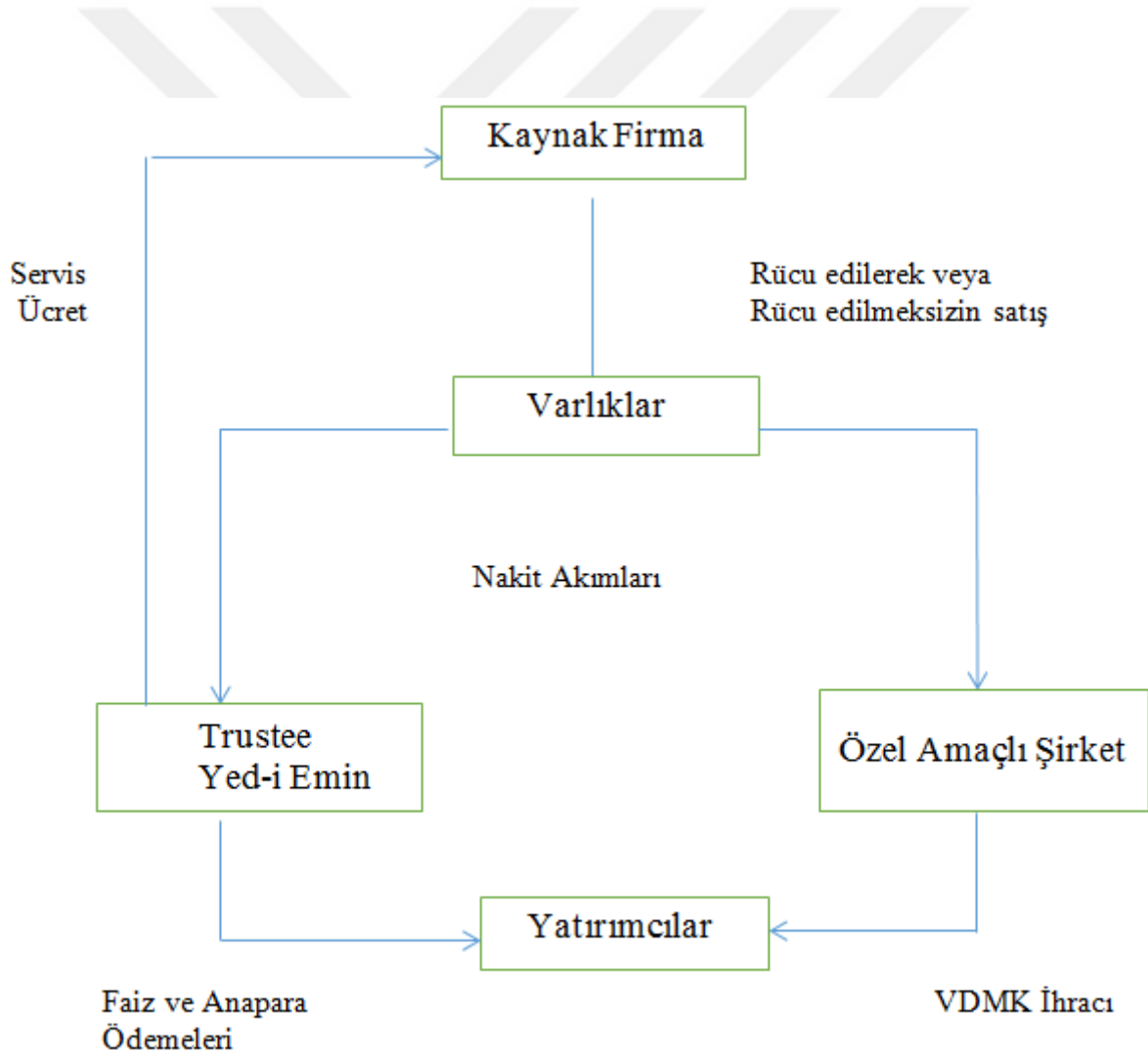
Dışsal güvence mekanizmalarında üçüncü kişiler banka ya da sigorta şirketi, güvence olarak da teminat mektubu, destek kredisi veya sigorta poliçesi olabilmektedir. Menkul kıymet havuzu sigorta ettirilerek ödenme riski minimuma düşürülebilmektedir.

Güvence mekanizmalarının biri veya birkaçı kullanılabilir ve bu durum dayanak varlıkların kalitesine bağlı olarak değişebilir.

**Derecelendirme şirketleri (rating agencies);** varlığa dayalı menkul kıymetlerin dayanağını oluşturan varlıkların niteliğine, nakit akımlarının uyumuna, faiz oranına ve likiditesine bakarak değerlendirme yapar ve buna istinaden menkul kıymete bir derece verir. Rating firması tarafından yapılan değerlendirme ve verilen skor yatırımcının menkul yatırımında önemli bir rol oynar.

Derecelendirme şirketi klasik borçlanma araçlarında ihraççının kredibilitasını incelerken varlığa dayalı menkul kıymetlerde dayanağını oluşturan varlık havuzu, sağlanan güvence mekanizmaları vb incelenmektedir. Menkul kıymetin vadesi boyunca ilgili hususlar incelenir ve gerekli görülmesi halinde derece değiştirilebilir.

**Yed-i Emin (trustee);** dayanağı oluşturan varlıkları kaynak firmadan alarak yatırımcıların alabileceği menkul kıymetler haline dönüştürmek, elde edilen nakit akımlarını yatırımcılara aktarmak ve bu sürecin işleyişi hakkında raporları yatırımcılara iletmek yükümlülükleri arasında yer almaktadır. Belirttiğimiz üzere özel amaçlı kurum kaynak firmadan satın veya devir aldığı varlıklar karşılığında menkul kıymet ihraç eder ve yatırımcılara satar. Bu sürecin sorumluluğu yed-i emin olarak anılan bağımsız kuruluştadır.



**Şekil 3.2. Menkul Kıymetleştirme Yapısı**

**Kaynak:** Öcal, "Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar Ve Çözüm Önerileri" s.18

### 3.2.3.2. Menkul Kıymetleştirme İşlem Adımları

Menkul kıymetleştirme süreci ilk olarak alacak havuzunun seçimi ile başlar ve özel amaçlı kurum un (SPV) kurulması ve yukarıda açıklamaya çalıştığımız diğer tarafların sürece katılması ile tamamlanmış olur.<sup>15</sup>

#### - **Alacak Havuzu seçimi:**

Alacak havuzunun menkul kıymetleştirilebilmesi için mevcut varlıkların aşağıdaki özelliklere sahip olması gerekir.

1. Varlıkların iyi belirlenmiş bir ödeme planı olmalıdır.

2. Varlıkların nakit akışlarının tahmin edilebilir olması ve performansının ölçülebilmesi için gerekli istatistik veriler (erken ödeme oranı, geri ödememe oranı vb) mevcut olmalıdır. Bu veriler menkul kıymetler ile ilgilenen yatırımcılara dayanak varlıklar hakkında ölçülebilir sağlıklı ve güvenilir bilgi verecektir.

3. Varlıkların vadesi yeteri derecede benzer olmalı

4. Varlıkların geri dönmeme riski düşük olmalı veya garanti sağlanmalı

#### - **Yapının Oluşturulması:**

Menkul kıymetleştirme işleminde en önemli nokta varlıkların veya alacakların özel amaçlı kuruma (SPV) transfer edilmesi veya satılmasıdır. Özel amaçlı kurum (SPV) halka arz ederek veya etmeksizin VDMK ihraç ederek yatırımcılara satar ve elde ettiği geliri kaynak firmaya transfer eder.

Derecelendirme kuruluşu ihraç aşamasından önce, ihraç edilen menkul kıymetlerin riskini belirlemek amacıyla gerekli değerlendirmeler sonucunda kredi notu vermektedir.

Yed-i Emin teminat oluşturan varlıkların saklanması ve yatırımcıların korunması ve bilgilendirilmesi gibi görevlerden sorumludur.

---

<sup>15</sup> Nebahat İsmail, "Bankaların Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme; Teorik Ve Uygulamalı Yaklaşım, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, 2010, s.66.

### 3.1.3.3. Menkul Kıymetleştirme Türleri

Varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) yapısında menkul kıymete ilişkin anapara ve faiz ödemeleri, menkul kıymetleştirilen varlıklardan elde edilen nakit akımları ile yapılmaktadır. Bu yapı içerisinde en önemli ayırım menkul kıymetleştirilen alacakların bir taşınmaz rehni (ipotek) ile teminat altına alınıp alınmadığına göre yapılmaktadır. Diğer bir ayırım ise sahibine bir mal varlığına katılma veya alacak hakkı vermesine göre yapılan ayırımdır :<sup>16</sup>

**İpoteğe dayalı menkul kıymetler (Mortgage backed securites)** ; ipotek ile teminat altına alınmış alacakların menkul kıymetleştirilmesi neticesinde ihraç edilir.

**Varlığa dayalı menkul kıymetler (Asset backed securities)**; ipotek teminatı taşımayan her türlü alacak karşılığında çıkarılan menkul kıymetlerdir.

Menkul kıymetleştirme işleminde kaynak şirket, ipotek teminatlolu konut kredisi alacaklarını özel amaçlı kuruluşlara devrettiğinde başka bir işleme gerek kalmaksızın alacakları teminat altına alan ipotek hakları da kendiliğinden özel amaçlı kuruluşa devrolunur. Dolayısıyla ipotek hakkından menkul kıymet sahipleri de faydalanır. Menkul kıymetleştirilen alacaklar zamanında veya hiç ödenmez ise üzerinde ipotek bulunan taşınmaz satılır. Satış sonucunda elde edilen gelir ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerine ödenir. İpoteğe dayalı menkul kıymetler diğer varlığa dayalı menkul kıymetlere göre daha güvenli olarak kabul edilir.

**Ödeme aktarmalı menkul kıymetler (pass through)**; sahiplerine alacak hakkı değil, bir mal varlığına (menkul kıymetleştirilmiş alacaklara) payları oranında katılma hakkı veren varlığa dayalı menkul kıymetlerdir. Alacaklar ihraççı şirketin bilançosundan çıkartılarak özel amaçlı kuruma satılmaktadır. Bu durumda ilgili menkul kıymetler ihraççı açısından borç niteliğinde olmamaktadır.

**Nakit aktarmalı menkul kıymetler (pay through)**; sahiplerine alacak hakkı tanıyan menkul kıymetlerdir. Bu menkul kıymetler ihraççı şirket bakımından borçluluğu temsil eder. Menkul kıymetleştirme yapısında özel amaçlı kurum bulunmamaktadır. Dolayısıyla alacak havuzunun herhangi bir kuruluşa satılması söz konusu değildir. Alacak

---

<sup>16</sup> Doğru, a.g.e., s.7

havuzuna dayalı olarak çıkartılan menkul kıymetler, kredi veren kurumun borcunu gösteren belgeler olup menkul kıymetlerin mülkiyeti kredi veren kuruma aittir.

#### 3.1.3.4. Menkul Kıymetleştirme Yararları ve Sakıncaları

Menkul kıymetleştirme işleminde yer alan taraflar açısından yarar ve sakıncaları aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz :<sup>17</sup>

Kredi veren kurum açısından (kaynak şirket) yararları;

1. Teminata konu olan alacakların kredi değerliliği ile kredi veren kurumun kredi değerliliği arasında bir bağlantı yoktur. Kredibilitesi düşük olan kurumun maliyeti düşük fon satın alma kolaylığını sağlamaktadır.

2. Menkul kıymetleştirme işleminden elde edilen gelir ile yeni kredi açılabilir. Kaynak şirket (ihraççı şirket) bu faaliyetinden dolayı 'hizmet geliri' elde edecektir.

3. Varlıkların vadelerinden önce paraya çevrilmesi ile likit kalma oranı artırılabilmekte, menkul kıymetleştirmeye fon yönetimi serbestlik kazanmakta, finansman kaynakları çeşitlenmekte, düşük maliyetle fon temin edebilmektedir.

4. Ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirme sayesinde maliyeti yüksek olan sermaye yükümlülüğü azalmakta ve alacaklar bilanço dışında gösterildiğinden alacak havuzunun kredi riski kaynak şirketin (ihraççı şirket) kredi riskinden çıkarılarak ayrılmaktadır.

Kredi veren kurum açısından (kaynak şirket) sakıncaları;

1. Düşük riskli alacakları bilançosunda tutarak riskli alacaklarını satabilmekte ya da iyi bir alacak havuzuymuş gibi gösterebilmek için yüksek riskli alacakları bilançoda bekletip düşük riskli alacaklar satılmaktadır.

2. Ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirmeye kaynak şirket (ihraççı şirket) alacaklarını bilanço dışına çıkartıp finansal oranlarını düzeltse de finansal açıdan güç durumda olan kurumların düştükleri bu durumun tespitini zorlaştırmaktadır.

---

<sup>17</sup> Server Demirci, "Mortgage Sisteminde Menkul Kıymetleştirme (Seküritizasyon): Bir Uygulama" **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, 2009, s.20

Kredi borçluları açısından yararları;

Menkul kıymetleştirme işlemlerinin devamlı olması kredi veren kurumlar arasında rekabeti artırıcı bir etki meydana getirecektir. Dolayısıyla düşük maliyetli kredilerle piyasaya ucuz fon çıkarak kredi kullananların sayıları artacaktır.

Yatırımcı açısından yararları;

1. İflas riskinden arındırılmış bir yatırıma borç verildiği için yatırımcının korunma derecesi diğer yatırım araçlarına göre oldukça yüksektir.
2. Diğer yatırım araçlarına kıyasla daha iyi bir getiri sunmaktadır ve ikincil piyasanın gelişmesi ile likidite riski azalmaktadır.

Yatırımcı açısından sakıncaları;

1. Borçluların borçlarını zamanında ödememesi risk oluşturmaktadır. Güvence mekanizmalarının varlığı oluşabilecek risk unsurlarını minimuma indirmektedir.
2. Ödeme aktarmalı menkul kıymet ihracındaki alacaklarla ilgili erken ödemeler yatırımcının elindeki menkul kıymetleri vadesinden önce ödemesine sebep olmaktadır. Bu da eğer piyasa faiz oranları düşmüşse yatırımcıların daha düşük getiri almalarına yol açmaktadır.

Finansal sistem açısından bakıldığında; kredi veren kurum düşük riskli kredilerini bilançoda tutup yüksek riskli kredilerini menkul kıymetleştirirse bu durum hem kredi veren kuruma zarar vermekte hem de finansal sistemin güvenilirliğini zayıflatmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanan raporlarda ülkemiz için menkul kıymet stok yapısına ilişkin bilgiler aşağıdaki tablolarda sunulmuştur.

**Tablo 3.3: Menkul Kıymet Stokları (Nominal Değer Üzerinden, 2004-2012)**

Yıllar	KAMU SEKTÖRÜ				ÖZEL SEKTÖR (*)				TOPLAM			
	Milyon TL	Milyon USD	Toplam İçindeki pay %	Mille Gelire Oran % (**)	Milyon TL	Milyon USD	Toplam İçindeki pay %	Mille Gelire Oran % (**)	Milyon TL	Milyon USD	Ş Değ. % Değişim	Mille Gelire Oran % (**)
2004	227.415	169.447	90	43.1	25.186	18.766	10	4.8	252.601	188.214	22.8	47.9
2005	248.773	180.531	88.8	37.3	31.916	22.673	11.2	4.7	280.017	203.205	8	42
2006	255.24	177.497	86.1	33.5	41.058	28.552	13.9	5.4	296.299	206.049	1.4	38.9
2007	255.31	220.227	83	33.4	52.225	45.049	17	6.8	307.535	265.276	28.7	40.2
2008	274.827	181.7	81.1	24.5	63.99	42.048	18.9	5.7	338.817	223.748	-15.6	45.7
2009	330.005	213.648	82.4	34.6	70.686	45.763	17.6	7.4	400.691	259.411	15.9	42
2010	352.841	235.171	80.3	32	86.634	57.742	19.7	7.8	439.475	292.913	12.9	39.8
2011	368.778	220.825	78	28.8	103.898	62.214	22	8.1	472.676	283.039	-3.4	36.9
2012	386.542	215.644	75.4	27.4	126.406	70.519	14.6	8.9	512.948	286.163	1.1	36.4

(\*) Nominal değer üzerinden takip edilmekte olup, yatırım fonları söz konusu tutara dahil değildir.

(\*\*) TÜİK'in yeni seri cari fiyatlarla GSYH rakamları kullanılmış, oranlar hem stokların hem de Milli Gelirin \$ değerleri ile hesaplanmıştır.

**Kaynak:** 2013 Sermaye Piyasası Kurulu Faaliyet Raporu, (çevrimiçi),

<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=1085&submenuheader=null> ,

(26 Mayıs 2016), s.113

Yıllar itibari ile kamu sektöründe menkul kıymet stoklarının azaldığı buna karşılık özel sektörde bir artış olduğu görülmektedir.

**Tablo 3.4. Merkezi Kaydi Sistemde İzlenen Menkul Kıymet Bilgileri (2013-2015)**

Merkezi Kaydi Sistemde Bulunan Menkul Kıymet Bilgileri	Piyasa Değeri					
	2013		2014		2015	
	Milyon TL	Milyon USD(*)	Milyon TL	Milyon USD(*)	Milyon TL	Milyon USD(*)
Pay Senedi	511.098	239.469	640.643	274.824	563.594	192.794
Borsada İşlem Gören Paylar	195.319	91.514	248.965	106.802	226.340	77.426
Borsada İşlem Görmeyen Paylar	315.779	147.955	391.678	168.022	337.254	115.368
Özel Sektör Borçlanma Aracı	36.109	16.918	45.288	19.428	47.196	16.145
Yatırım Fonu Katılma Payı	30.872	14.465	36.093	15.483	38.784	13.267
Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler	1.455	682	1.672	717	1.598	547
Kira Sertifikaları (Kamu ve Özel)	768	360	946	406	1.669	571
Borsa Yatırım Fonu	183	86	192	85	124	42
Devlet İç Borçlanma Senetleri	183.493	85.973	210.063	90.114	185.591	63.487
Diğer Menkul Kıymetler(**)	641	300	478	205	370	127
<b>T o p l a m</b>	<b>764.619</b>	<b>358.253</b>	<b>935.375</b>	<b>401.259</b>	<b>838.926</b>	<b>286.979</b>

Kaynak: 2015 Sermaye Piyasası Kurulu Faaliyet Raporu, (çevrimiçi),

<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=1224&submenuheader=null>,

(26 Mayıs 2016), s.65

**Tablo 3.5. Menkul Kıymet Stok Bilgileri (2013-2015)**



Merkezi Kaydi Sistemde Bulunan Menkul Kıymet Bilgileri	Piyasa Değeri					
	2013		2014		2015	
	Milyon TL	Milyon USD(*)	Milyon TL	Milyon USD(*)	Milyon TL	Milyon USD(*)
1 Menkul Kıymetler	764.619	358.253	935.375	401.259	838.926	286.979
2 MKS'de Bulunmayan DİBS'ler	223.964	104.917	234.976	100.8	255.32	87.34
3 (1+2) Toplam Menkul Kıymet Stoğu	988.543	463.17	1.171.351	502.06	1.094.246	374.319
4 MKS'de Bulunan DİBS'ler (**)	183.493	85.973	210.063	90.113	185.838	63.571
5 (3-(2+4)) Özel Sektör Menkul Kıymetleri	581.126	272.279	725.312	311.146	653.088	223.408
6 İşlem Görmeyen Paylar	315.779	147.954	391.678	168.023	337.254	115.368
7 Net Toplamı : (5-6) Özel Sektör Menkul Kıymetleri	265.347	124.325	333.634	143.123	315.834	108.04
8 Net Değeri (3-6) Toplam Menkul Kıymet Stoğu	672.764	315.215	778.673	334.037	756.992	259.951

Kaynak: 2015 Sermaye Piyasası Kurulu Faaliyet Raporu, (çevrimiçi),  
<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=1224&submenuheader=null>,  
(26 Mayıs 2016), s.65

Son üç yıl içinde merkezi kayıt sisteminde bulunan menkul kıymet bilgileri yukarıdaki tablolarda paylaşılmıştır. 31.12.2015 itibariyle,<sup>18</sup>

- Ülkemizde tüm menkul kıymet stoğunun piyasa değeri 1.094.246 milyon TL
- Özel Sektör menkul kıymetlerinin piyasa değeri 315.834 milyon TL
- Toplam menkul kıymet stoğu net değeri 756.992 milyon TL

olarak hesaplanmakta olup, özel sektörün menkul kıymetlerinin toplam menkul kıymet stoğunun net değeri içindeki payı geçen yıla göre %1 kadar azalışla %41,72 (2014:%42,85) olarak gerçekleşmiştir.

### 3.1.3.5. Menkul Kıymetleştirmenin İslam Hukuku Boyutu

Menkul kıymetleştirme finans mühendisliğindeki uzmanlaşmanın bir sonucu olarak girişimci, yatırımcı ve mali araçların ihtiyaçlarını karşılamak için geliştirilmiş çok yönlü bir uygulamadır. Bu açıdan, Kur'an-ı Kerim ve hadislerde menkul kıymetleştirme işlemleri ile ilgili doğrudan bilgilere ulaşılamamaktadır. Bununla birlikte, bilinen yasaklardan hareketle bu yasaklara dayalı yapılan menkul kıymetleştirme işlemlerinin de yasak olduğu sonucu

<sup>18</sup> 2015 Sermaye Piyasası Kurulu Faaliyet Raporu, (çevrimiçi),  
<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=1224&submenuheader=null>, (26 Mayıs 2016), s.65

çıkılmaktadır. Faize dayalı olarak yapılan menkul kıymetleştirme işlemlerinin yasak olması bu türden uygulamalardır. Faiz dışındaki diğer sözleşme çeşitlerinde karşılıklı rıza ve sözleşmelerin gereğinin ifası üzerinde durularak İslam hukukçuları daha çok bu çeşit genel ifadelerden hareketle çalışmalarını yürütmüşlerdir.<sup>19</sup>

İslam hukuk sistemi çerçevesinde gerçekleştirilen menkul kıymetleştirme uygulamaları, özellikle İslam ülkelerinde finansal sistemin gelişimi açısından önemli bir rol oynamaktadır:

*“Bu kapsamda Malezya, Pakistan ve Ortadoğu bölgesi başta olmak üzere, çoğu İslâm ülkesinde borçluluk ifade eden menkul kıymetleştirme uygulamalarından farklı olarak; mal, menfaat ve proje aşamasındaki varlıkların satımına dayalı menkul kıymetleştirme yöntemi geliştirilmiştir. İlk kez Ürdün hükümeti 1978'de mudâraba senetlerinin ihracına izin vermiştir. 1981'de Pakistan, 1983'te ise Malezya'da mudâraba sistemine dayalı sepetler piyasaya sürülmüştür. İslam dünyasında modern anlamdaki alternatif menkul kıymetleştirme ise ilk kez 1997 yılında, murabaha alacaklarına dayalı olarak Malezya'da uygulandı. Bahreyn hükümeti 2001 yılında icâre senetlerini piyasaya sürerek bu konuda İslâm dünyasının öncülüğünü yaptı. Günümüzde Malezya, Pakistan ve İran başta olmak üzere hemen tüm Ortadoğu ve İslam ülkelerinde faizsiz temele dayandığı ileri sürülen menkul kıymetleştirme uygulamaları yapılmaktadır.”<sup>20</sup>*

Menkul kıymetleştirmenin finansal gelişme ve derinleşmeyi sağlayarak ekonomik kalkınmayı desteklediği kabul gören bir yaklaşımdır. İslam hukuku kaynaklarında bu tür yaklaşımlarla ilgili olumsuz bir görüş bulunmamaktadır. Aksine, Kur'an-ı Kerim ve hadislerde faiz ile ticaret birbirinden ayrılarak ticaret teşvik edilir, alışverişin peşin veya vadeli olabileceği belirtilir. Alışverişin helal kılındığı bildirilen ayetle ilgili olarak İmam Şafî (ö. 204/820) şöyle der: *"Tarafların rızasının bulunması şartıyla aslolan, alışverişin bütün çeşitleriyle helal olmasıdır. Ancak haram alışveriş çeşitleri bu kuralın dışındadır."* Dolayısıyla bu ayet, hakkında aksine bir delil bulunmayan bütün alışveriş çeşitlerinin mubah olduğuna delâlet eder. Akitlerle ilgili Maide suresinin birinci ayetinde şöyle buyrulur: *"Ey İman edenler! Akitlerinizin gereğini yerine getirin."* Bu ayette de herhangi bir kısıt konulmadan akitler genel olarak ifade edilmiştir.<sup>21</sup>

<sup>19</sup> Servet Bayındır, "Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları ve Fıkıhtaki Yeri", **İstanbul Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi**, Sayı:16, 2007, s.266

<sup>20</sup> Bayındır, **a.g.e.**, s.252

<sup>21</sup> **A.e.**, s.256

Hanbelî mezhebine mensup İslam âlimi İbn Teymiyye (ö. 728/127) konuyla ilgili olarak şöyle der: "*Kur'ân ve Sünnet'te haram kılındığına dair herhangi bir delil bulunmadıkça, insanların ihtiyaç duyduğu muamelelere engel olmamak asıldır*". İbn Teymiyye'nin öğrencisi İbn Kayyim el-Cevziyye'nin (ö.751/1350) konuya ilişkin görüşü ise şöyledir: "*Sözleşme ve muâmelelerde aslolan sahihliktir. Yeter ki, hakkında haram ve bâtil kılındığına dair bir delil bulunmasın. Hakkında Allah tarafından bir hüküm belirtilmeyen hiçbir şart ve sözleşmenin haramlığına hükmedilemez*". Bu ve benzeri görüşlerden de anlaşıldığı üzere, islam hukukunda ibadetler Şârî<sup>22</sup>'nin iznine bağlanırken muamelât serbest bırakılmıştır. Menkul kıymetleştirme işlemlerine de bu çerçevede yaklaştığımızda islam hukukundaki yasakların ihlal edilip edilmemesi bu işlemlerde belirleyici olacaktır. Akitlerle (sözleşme) ilgili genel kurallara uymak koşuluyla mal ve menfaat satışı islam hukukunda meşru görülmüştür. Borç (alacak) satışı ise üzerinde ciddi tartışmalar olan önemli konuların başındadır.<sup>23</sup>

İslami kurallara göre borcun (alacağın) ancak miktar ve vade süresi aynı bir karşılıkla değişimi halinde mümkündür. Sorun borcun (alacağın) üçüncü bir kişiye iskontolu olarak satışındadır. Alacağı devir alan taraf, nominal tutardan düşük bir tutarı ödeyerek alacağı devir alıp vadesi geldiğinde nominal tutarı tahsil ederse aradaki farkın riba olup olmadığı tartışılmaktadır. Bu konu Malezya dışında özellikle körfez ülkelerinde kabul görmezken, Malezya'da uygulama imkanı bulunmaktadır. Hanefî, Hanbelî ve Şafîî ulemanın çoğunun borcun üçüncü bir kişiye satılmasına izin vermediği, ancak belirli koşullar yerine getirilmesi halinde Malikîler ve bazı Hanefî ve Şafîî alimlerin kabul ettiği ifade edilmektedir. Bu şartlardan bazıları şunlardır:<sup>24</sup>

1. Borcu (alacağı) satan bu borcu teslim etmeye muktedir olmalıdır.
2. Borç (alacak) teyitli olmalı ve anlaşma peşin olarak yerine getirilmeli
3. Borç (alacak) altın ve gümüş gibi para olarak kullanılan metallerin gelecekte teslim edilmek üzere satışından doğmamış olmalı
4. Borç satılabilir mallar cinsinden olmalıdır.

<sup>22</sup> Din ve hukukun menşe anlamında kaynağını, hüküm koyma yetkisinin asıl sahibini belirtmek için kullanılan fıkıh usulü terimi

<sup>23</sup> Bayındır, "Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları ve Fıkıhtaki Yeri", s.256-257

<sup>24</sup> Necdet Şensoy, "İslami Kurallara Uygun Finansal Sistem Bağlamında Bir Finansal Araç Olarak Sukuk Uygulamaları", **Fıkhi Açından Finans Ve Altın İşlemleri Tebliğ ve Müzakereler**, 2012, s.332-333

İslam Konferansı Örgütü Fıkıh Akademisi, alacakları parasal varlık olarak değerlendirmektedir. Buna göre alacağı nakit ödeme karşılığı satmak alacağı eşit nakitle değiştirmeyi gerektirmektedir. Dolayısıyla alacağın üçüncü kişilere iskontolu satışına izin verilmemektedir. Malezya Sermaye Piyasası Kurulu İslam Hukuku Danışma Konsili, borcun satışını nakit karşılığı olduğu sürece iskontolu olmasını da onaylamaktadır. Konsil borcu mal olarak görmektedir. Mal olarak algılanması serbestçe alınıp satılmasına imkan sağlamaktadır. Malezya’da elinde sukuk murabaha bulunduranlar bunun ikinci el piyasasında herhangi bir fiyata satabilmektedirler. Ancak elinde sukuk murabaha bulunduran yatırımcı, bunu başka bir yatırımcıya satmak isterse nominal değer üzerinden satabilir.<sup>25</sup>

## **3.2. TAHVİL VE BONO**

### **3.2.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE**

Uluslararası finans piyasalarında geniş bir uygulama alanı olan, ulusal anlamda Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunda hukuki zemini bulunan tahvil ve bonolar, borçlanma araçları olarak devletlerin ve özel sektörün kaynak ihtiyacını karşılayan önemli finansal enstrümanlardır. Tahvil ve Bonoların borç senetleri olarak işlem görmesi; borç ilişkisi oluşturmadan kaynak sağlama işlevi olan hisse senedi, ve yapısal olarak risk unsurunun farklı şekillerde yönetimine olanak sağlayan Varlığa Dayalı Menkul Kıymet, Kira Sertifikası (Sukuk) vb finansal araçlardan hukuki açıdan ve uygulama olarak ayırmaktadır. Bu çerçevede ülkemiz hukuk sisteminde borçlanma araçları içerisinde yer bulan Tahvil ve Bono enstrümanlarının genel çerçevesini değerlendirmek oldukça faydalı olacaktır.

#### **3.2.1.1. Tanım ve Özellikler**

II. Dünya Savaşı sırasında, başta hükümetler olmak üzere borçlanma ihtiyacında olan birçok kuruma kaynak sağlamada zorluk çeken bankalar tarafından keşfedilen tahvil ihraçlarının ilki “Bank of Venice” tarafından 1157 yılında gerçekleştirilmiştir. 20. Yüzyılın son çeyreğine kadar “Sabit Getirili Menkul Kıymet” olarak tanımlanan tahviller, anapara ödemesinde garanti üzerindeki değişiklikler, anapara ve faiz geri ödeme dönemlerinde değişiklikler vb çeşitli yeniliklerle yapısal olarak farklı bir noktaya taşınmıştır.<sup>26</sup>

<sup>25</sup> Şensoy, a.g.e., s.334

<sup>26</sup> Sercan Kılıçlar, “Alternatif Yatırım Aracı Olarak CDS ve Swapların Bonolarla Karşılaştırmalı Analizi” **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sermaye Piyasası Enstitüsü, 2013, s.3

Ülkemizde 17 Haziran 1991 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ( şimdiki adı Borsa İstanbul) bünyesinde “Tahvil ve Bono” piyasası kurulmuştur. Bu piyasada devlet tahvilleri, hazine bonoları, gelir ortaklığı senetleri ve özel sektör tahvillerinin alınıp satılma usulleri belirlenmiştir. Hukuki çerçeve aşağıda belirtilen kanunlarla belirlenmiştir:<sup>27</sup>

- i) Türk Ticaret Kanunu: Genel Konular (md. 420-433)
- ii) 1211 sayılı T.C. Merkez Bankası Kanunu ve buna istinaden çıkarılan tebliğler: Faiz, vade, ihraç şartları
- iii) 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve Seri II SPK Tebliğleri: Halka arz, tahvil ihraç limitleri, kurul izni ve başvuru şartları.

Tahvil, kelime anlamı itibarıyla, bir değiştirme ve dönüştürme işlemi ifade eden Arapça kökenli bir sözcüktür. Kıymetli evrak hukukunda ise, emre, nama ve hamile yazılı senetlerin birbirlerine dönüştürülmesine tahvil denilmektedir. Bununla birlikte, Tahvil Türk Ticaret Kanunu (TTK) madde 420 hükmüne göre, “*Anonim ortaklıkların ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir*” şeklinde tanımlanmıştır. 1956 tarihli Ticaret Kanunumuzun tahviller hakkındaki hükümleri (m.420-433), 1882 tarihli İtalyan Ticaret Kanununun tahvillere ilişkin hükümlerini esas alan 1926 tarihli Eski Ticaret Kanunu’ndan kaynaklanmaktadır. İngiliz Hukuk sisteminde tahvilin karşılığı olarak kullanılan özel deyim “*debenture stock*” dur. Buna karşılık, Amerikan Hukuk sisteminde “*bond*” terimi tercih edilmektedir. Bu terim, Fransız ve İspanyol Hukukunda, Türk Hukuku’nda da kullanıldığı üzere kısa vadeli ödünçleri ifade etmek için kullanılmaktadır.<sup>28</sup>

07/6/2013 tarihli ve 28670 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Borçlanma Araçları Tebliği (II-31.1)’nde yapılan tanıma göre;

**“Tahvil;** *ihraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 365 gün veya daha uzun olan borçlanma aracını,*

<sup>27</sup> Sezin Sür, “Uluslararası Piyasalarda Alternatif Finansman Kaynakları Açısından Özel Sektör Tahvil Fiyatlaması; Uygulama”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, 2007, s.46

<sup>28</sup> Erenalp Rençber, “Türk Hukuku’nda Anonim Ortaklıklar Tarafından Çıkarılan Tahviller”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Galatasaray Üniversitesi SBE, 2010, s. 5-6

**Bono;** ihraççuların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 30 günden az 364 günden fazla olmayan borçlanma aracını ifade etmektedir.”

Tebliğde yapılan tanıma göre tahvil ve bono arasındaki ayırım vade nedeni ile oluşmaktadır. Genel olarak tahvil uzun vadeli borçlanma aracı olması nedeniyle uzun vadeli kaynak sağlamak için kullanılan bir enstrüman, Bono ise kısa vadeli borçlanma aracı olarak kısa vadeli kaynak sağlamak nedeni ile uygulama alanı bulan bir enstrümandır.

Finans piyasalarında alternatif finansman kaynağı olarak farklı tür ve yapıları bulunan tahvil ve bonolar temel borçlanma araçlarıdır ve bu kapsamda hukuki çerçevesi düzenlenmiştir:

*”Bu menkul kıymetler esas itibariyle, ortaklıkların ihtiyaç duydukları nakit temini için çıkardıkları borç senetleri olduğundan paradan başka borç ve alacaklar için tahvil düzenlenemez. Bu nedenle mal ve hizmet karşılığı verilen adı ve kıymetli evrak niteliğindeki para borcu senetlerinden ayrılmaktadır. Tahvilin en önemli özelliği, borç ilişkisinin kıymetli evrak niteliğine sahip, kanunî şekil şartlarına tâbi bir senede bağlanmış olmasıdır. Diğer taraftan tahviller bir grup halinde çıkarılan ve üzerlerindeki ibareleri aynı olan seri halde çıkarılmış borç senetleridir. Bazı şartlar altında, yatırımcılar için de hisse senetlerinden daha avantajlıdır. Çünkü hisse senedi yatırımcılarının elde etmeyi bekledikleri getiri, ortaklığın kâr edip etmediğine bağlıdır. Tahvil yatırımcıları ise, tahvilin türüne göre, ortaklığın malî durumuna bağlı olmaksızın muhtelif getiriler elde edebilirler. Tahvillere çeşitli teminatlar tanınarak, yatırımcıların tasarrufları teminat altına alınabileceği gibi, temettü dağıtımına iştirak hakkı da sağlanarak hisse senetlerinin, sahiplerine sağladığı malî haklardan yararlanabilirler.”<sup>29</sup>*

Tahvil ve Bono gibi klasik menkul kıymetler, fon ihtiyacı olan şirket tarafından ihraç edilerek bilançosunun pasif bölümünde bulunur. Tahvil ihraç eden şirketin mali durumu bozulduğunda veya şirket iflas ettiğinde öncelikli olarak rehin sahipleri ile imtiyazlı alacaklılar alacaklarını tahsil edebilir. Tahvili alan yatırımcılar (tahvil sahipleri) ancak bundan sonra alacaklarını tahsil edebilir. Bu nedenle tahvilin geri ödemesi ihraç eden şirketin mali yapısına ve mali performansına bağlıdır. Dolayısıyla tahvil alınırken ihraççı şirketin şu anki ve gelecekteki mali yapısı, faaliyetlerinin karlı olması ve risk durumu gözönünde bulundurulmalıdır.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> Oğuz Kürşat Ünal, ”SPK. ve TK.’nda Tahviller”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt:7, Sayı:1-2 s.3-4

<sup>30</sup> Doğru, **a.g.e.**, s.45

### 3.2.1.2. Tahvil İhraçları

Türk Ticaret Kanunu'nda yer alan tanımdan, tahvillerin sadece anonim ortaklıklar tarafından ihraç edilebileceği belirtilmiş olsa da bu hususta görüş birliği yoktur. Bir kısım yazarlar kanunun lafzının açık olduğuna dayanarak devlet tarafından çıkarılan tahvillerin dışında sadece anonim ortaklıkların tahvil çıkarabileceğini savunurken diğer bir kısım yazar ise anonim ortaklıklar ile birlikte sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların da TTK. m. 476/f.2 hükmüne göre tahvil çıkarabileceği görüşündedir. Türk Ticaret Kanununa ve Sermaye Piyasası Kanununa bakıldığında bu ortaklıkların tahvil ihraç etmesine engel bir hüküm yoktur. Ayrıca, SPK. m. 4/f.3 hükmü de sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılamayacağına ilişkin olup tahvilleri yasaklamamıştır. Daha sonradan çıkarılan özel kanunlar ile devlet ve belediye gibi kamu tüzel kişilerine de, anonim ortaklık statüsünde olmasalar bile tahvil çıkarma yetkisi tanınmıştır.<sup>31</sup>

07/6/2013 tarihli ve 28670 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Borçlanma Araçları Tebliği (II-31.1)'nde yapılan tanımlamalara göre İhraç: *“Borçlanma araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışını,”* İhraççı ise *“Borçlanma araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya borçlanma araçları halka arz edilen tüzel kişileri,”* olarak tanımlanmıştır. Bu çerçevede halka arz edilerek yapılan satışlar için ihraççı tarafından izahname hazırlanır ve ihraç limitleri dahilinde sermaye piyasası kurulunun onayına istinaden ihraç işlemi gerçekleştirilir. Halka arz edilmeksizin yapılan satışlar tahsisli satış veya nitelikli yatırımcıya satış olmak üzere iki şekilde yapılabilir. Bu durumda izahname yerine ihraç belgesi düzenlenmektedir. İhraççı tarafından düzenlenen ihraç belgesi ihraç limitleri dahilinde sermaye piyasası kurulunun onayına istinaden ihraç işlemi gerçekleştirir. İhraçlar elektronik ortamda kayden Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) vasıtasıyla gerçekleştirilir. MKK her türlü sermaye piyasası aracının kayden izlenmesinden sorumludur. İhraçlar tek seferde veya tertipler halinde gerçekleşebileceği gibi yurtiçi ve yurtdışında da yapılabilir. İhraç yapılmasına karar vermeye yetkili organ Genel Kuruldur. İlgili tebliğ hükümlerine göre Yönetim Kuruluna yetki verebilir. İhraç limitinin hesaplanmasında kurulun sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar için belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemelerine göre hazırlanmış bağımsız denetime tabi tutulmuş son hesap dönemine ait yıllık finansal tablolar

---

<sup>31</sup> Rençber, a.g.e., s.19

esas alınır. Halka açık ortaklıkların ihraç limiti, özkaynak tutarının beş katını geçemez. Halka açık olmayan ortaklıkların ihraç limiti, özkaynak tutarının üç katını geçemez.

Şirketler açısından yatırımların ve işletme giderlerinin borç ve özkaynaklar yardımıyla dengeli bir şekilde karşılanması gerekmektedir. Dolayısıyla geçici ve belirli işler için ihtiyaç duyulan sermayenin tahvil ihraç etmek suretiyle karşılanması tercih edilebilir. Şirketler, tahvil ihracı ile kaynak sağlayarak şirket yönetimi açısından avantaj elde etmiş olurlar. Tahvilleri alacak olanların oyları ile şirket idaresinde bulunma yetkileri kanunen yoktur. Tahvil ihracı halinde ihtiyaç duyulan sermaye yine elde edilecek fakat şirket kontrolü hisseler bölünmeden mevcut ortaklarca sağlanacaktır. Hâlbuki hisse senedi ihracında sermaye sağlanırken şirketin kontrolünü de devretmek söz konusudur. Diğer taraftan tahvil çıkararak elde edilecek sermayenin kullanımından ötürü kârda sebep olacak artış şirketin ortaklarına temettü olarak dağıtılır. Tahvil yerine hisse senedi çıkarıldığı vakit ortakların çoğalması sebebiyle eski ortaklara düşecek kâr payı daha az olur.<sup>32</sup>

### 3.2.2. TAHVİL VE BONO ÇEŞİTLERİ

Tahvil türleri temel olarak ihraç eden kuruluşa göre devlet tahvilleri ve özel sektör tahvilleri olarak ikiye ayrılmaktadır.”*Devlet tahvilleri; bir yıl ve daha uzun vadeli Devlet İç Borçlanma Senetlerini (DİBS) ifade etmektedir. DİBS ise Hazine Müsteşarlığı tarafından yurt içi piyasada ihraç edilen borçlanma senetlerini ifade etmektedir. Devlet tarafından DİBS sahiplerine kupon ödeme tarihlerinde ve vade sonunda ilgili tutarı ödenmektedir. Ayrıca DİBS’ler vadeleri boyunca ikincil piyasalarda kişi ve kurumlar tarafından alınıp satılmaktadır. Bir yıldan kısa vadeli DİBS’ler ise Hazine Bonosu olarak adlandırılmaktadır. Özel Sektör Tahvilleri; Anonim şirketler tarafından bir yıldan uzun vadeli olarak ihraç edilen borçlanma senetleridir.*”<sup>33</sup> İlgili kanun ve tebliğler ile farklı çeşitleri düzenlenmiştir.

Ticaret kanunu, Sermaye Piyasası Kanununu ve Sermaye Piyasası Kurulu tebliğlerinde adı geçen, çıkarılma şart ve esasları düzenlenen tahvil çeşitleri, adi tahviller, primli veya iskontolu tahviller, kâr iştirakli tahviller (Seri:II, No:16) ve ikramiyeli tahvillerdir (TK.m.421). Ancak tahvilin sahibine sağladığı hakka göre değişik adlarda başka tahvil türleri de bulunmaktadır. Teminatlı tahviller, garantili tahviller, rüçhan hakkı veren tahviller,

<sup>32</sup> Süer, a.g.e., s.7

<sup>33</sup> Borsa İstanbul (BİST)/Ürünler/Borçlanma Araçları/Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS), (çevrimiçi), <http://www.borsaitanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/borclanma-araclari> , (21 Nisan 2016)



opsiyonlu tahviller ve bunlardaki hakların kombinezonlarının sağlanması suretiyle oluşturulan birçok tahvil türünden bahsedilebilir:<sup>34</sup>

**Adi Tahvil;** “Yalnızca sahiplerine faiz alma hakkı sağlayan tahviller ‘adi tahvil’ şeklinde adlandırılabilir. Bunlarda faiz bir ortaklık borcu olduğundan temettü dağıtımından önce ödenir.”

**Primli veya Iskontolu Tahviller;** “Üzerinde yazılı değerle ihraç edilen tahviller primsiz (başabaş) tahvillerdir. Primli tahvil ise, sahibinin yatırımından dolayı vermiş olduğu borcu, kendi lehine bir farkla geri almasını sağlayan tahvil çeşididir. Primli tahviller özellikle enflasyonist ortamda yatırımcıları kendisine çekecek ve sermaye piyasasına canlılık kazandıracak mahiyettedir.”

**Kâr İştirakli Tahvil;** “Tahvil sahiplerine öngörülen faiz ile birlikte veya faiz şartı olmadan yalnızca temettü payına iştirak hakkı tanınabildiği tahvillerdir.”

**İkramiyeli Tahvil;** “İkramiyeli tahviller, sahiplerine faiz veya sair menfaatler yanında tesadüfe bağlı menfaatler temin eden tahvil çeşididir. İkramiye verilmesi için düzenlenecek çekilişe aynı tertipteki bütün tahvil sahiplerinin katılması şarttır.”

**Teminatlı Tahviller;** “Teminatlı tahvillerde, tahvil sahibinin faiz ve anapara alacağı teminat altına alınmıştır.”

**Garantili Tahviller;** “Satış şansının artırılması için tahvil sahibinin faiz ve anapara alacağı, üçüncü bir gerçek şahıs veya bir banka tarafından yahut tüzel kişi tarafından garanti edilmektedir. Garanti ihraç edilen tahvillerin anapara ve faizlerinin vadede ödenmesini ihtiva eder.”

**Rüçhan Hakkı Veren Tahviller;** “Rüçhan hakkı veren tahvillerle, tahvil sahibi faiz ve anapara alacağının yanında, ortaklığın yeni çıkaracağı hissi senetlerinin satın alınması hususunda bir rüçhan hakkına da sahip olmaktadır.”

**Opsiyonlu Tahviller;** “Opsiyonlu tahvillerde yeni çıkarılacak tahviller alanında daha önce tespit olunan irat ve zamanla önalım hakkı kullanılmakta ayrıca bu hakkı veren opsiyon senedi söz konusu tahvilden ayrı da olabilmektedir. Bu suretle opsiyon senetlerinin de bir menkul kıymet olarak ayrıca tedavüle sağlanabilmektedir.”

**Değişken Faizli Tahviller;** “Enflasyon nedeniyle piyasada cari faiz oranlarının gerisinde kalma riskine karşı öngörülmüş tahvillerdir. Bunlardaki faiz oranı ihraççı tarafından kabul edilebilecek kriterlere göre değişebilen faiz oranlarını ifade eder.”

**Endeksli Tahviller;** “Ana parandaki değer düşüklüğüne karşı tahviller döviz, altın gibi kıymetli madenlere endeksli veya toptan eşya ve enerji fiyatı gibi endekslere bağlı olarak itfa primli olarak çıkarılabilirler. Bu tür tahvillerin primli tahvillerden ayrıldığı nokta

---

<sup>34</sup> Ünal, a.g.e., s.13-20

*primin sabit olmamasıdır. Bu tür tahvillerde endeksteki artışa göre vadede anapara faiz haricinde artırılarak ödenir.”*

***Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller (HDT);***“İhraç sırasında izahname ve sirkülerde belirlenen esaslar dahilinde, ihraççı ortaklıkça HDT ile değiştirilmek üzere artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir Burada tahvil sahibine, faiz ve ana paranın geri alınması hakkına ilaveten, ana paranın geri alınması yerine tahvilini hisse senedi ile değiştirebileceğine dair opsiyon hakkı tanınmaktadır. Tahvil sahibi böylece, seçimlik bir hakka sahip olmaktadır. İsterse vadede anaparasını geri alabilecek, isterse bundan vazgeçerek tahvilini öngörülen esas ve şartlarla hisse senetleriyle değiştirebilecektir.”

Bono türleri ise genel olarak Finansman bonoları ve Banka Bonoları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır:<sup>35</sup>

***Finansman Bonoları;***“İhraççıların Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri çerçevesinde borçlu sıfatıyla düzenleyip kısa vadeli borç temin etmek amacıyla, iskontolu olarak ihraç ettikleri vadesi bir yıldan fazla olmayan borçlanma senetleridir. Finansman bonoları, ihraççı tarafından belirlenen vadeye uygun iskonto oranları ile iskonto edilerek satılır.”

***Banka Bonoları;***“Bankaların, Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri çerçevesinde borçlu sıfatıyla düzenleyip kaynak temin etmek amacıyla ihraç ettikleri menkul kıymetlerdir. İskonto esası ile satılan söz konusu bonoların iskonto oranı ihraççı banka tarafından serbestçe belirlenir. Halka arz edilecek olan banka bonolarının vadesi 60 günden az 1 yıldan fazla olamaz. Tahsisli satılacak banka bonolarının vadesi 15 günden az 1 yıldan fazla olamaz.”

### 3.2.3. TAHVİLLERE İLİŞKİN DİĞER ESASLAR

Tahvil yatırımlarına ilişkin risk çeşitleri, avantajı ve dezavantajları, diğer finansal kaynaklara alternatif olarak tahvil ihraç etmenin sebepleri vb hususlar dikkate alınarak tahvil ihraç ve yatırımları değişik açılardan değerlendirilebilir:<sup>36</sup>

- Tahvil yatırımına ilişkin risk çeşitleri kısaca aşağıdaki gibi açıklayabiliriz:

**Faiz Riski:** Faiz oranlarındaki artış tahvil fiyatının düşüklüğüne neden olurken faiz oranlarındaki düşme tahvil fiyatının yükselmesine neden olur. Piyasa faiz oranının gerilmesi, tahvilin kupon faizinin sabit kalması nedeniyle tahvil yatırımından daha fazla getiri elde edilmesini sağlar. Dolayısıyla tahvil değer kazanmış olur. Bu durumda tahvil yatırımcısı,

<sup>35</sup>Borsa İstanbul (BİST)/Ürünler/Borçlanma Araçları/Finansman Bonoları – Banka Bonoları, (çevrimiçi), <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/borclanma-araclari> , (22 Nisan 2016)

<sup>36</sup> Süer, a.g.e., s.22-26

tahvil fiyatının artışı nedeniyle vadeye kadar beklemeden elindeki tahvili yüksek fiyattan satabilir.

**Fiyat riski:** Tahvilin getirisindeki değişmeye karşılık tahvilin fiyatındaki değişimin mutlak değeridir.

**Likidite Riski:** Tahvilin gerçek değerinden daha düşük bir fiyattan satılması riskidir. Alış satış kotasyonları arasındaki fark likiditenin en önemli göstergesidir. Aradaki fark (spread) ne kadar büyük olursa, likidite riski o kadar fazladır. Piyasada aktif olarak alınıp satılan tahvillerin alış-satış kotasyonu daha düşüktür dolayısıyla likidite riski daha düşüktür. Dolayısıyla vadeye kadar tahvili elinde tutmak isteyen yatırımcı açısından likidite riskinin önemi daha azdır.

**Kredi Riski (Temerrüt Riski):** Kurumların taahhütlerini yerine getirememesi olasılığı kredi riskini oluşturur. Bu riskin olasılığı oranında tahvil yatırımlarından dolayı yatırımcı kayba uğrayabilir. Temerrüt riski daha fazla olan tahviller piyasadaki genel düşme eğilimlerine daha duyarlıdır. Dolayısıyla temerrüt riski arttıkça risk primi yüksek olacağından getiri de artacaktır. Söz konusu riskin belirlenmesi devlet tahvillerinde ülkenin derecelendirme notuna bağlıdır. Şirketler açısından da kredi derecelendirme sistemi bir ölçüt oluşturur.

**Geri Ödeme Riski:** İhraççı tarafından anapara ve faizin yatırımcıya ödenmesinin garanti edilmesi, sözkonusu tahvilin riskini etkileyen önemli değişkenlerden biridir. İhraççının mali durumunun kötüleşmesi veya iflas etmesi halinde şirket boçlarını ve dolayısıyla tahvil anapara ve faizini ödeyemeyebilir. Devlet tahvillerinde söz konusu bu risklerin gerçekleşmesi oldukça düşüktür.

- Tahvil Yatırımının avantaj ve dezavantajları;

**Çesitlendirme:** Ekonomi yönetiminde finansal araçları çeşitlendirme ve riskleri dağıtarak yönetme temel prensiplerden biridir. Bu çerçevede sadece banka kredisine dayalı fonlama haricinde yatırımcılara başvurup fon toplamak bu çeşitlendirmenin bir parçasıdır. Bu çerçevede finansal piyasalarda tahviller hisse senetlerine kıyasla daha az oynak yapıdadırlar. Piyasaların hareketli olduğu dönemlerde hisse senedi yatırımlarının tahvil ile dengelenerek olumsuz değişimlerden korunulması mümkündür.

**Durağanlık ve Sabit Getiri:** Yatırımcılar açısından kısa vade söz konusu olduğunda kazancın tahmin edilebildiği ve sabit bir kupon faizi getiren yatırım aracı olarak tahvil önem kazanmaktadır.

**Enflasyon etkisi:** Enflasyon oranındaki artış uzun vadeli tahvil fiyatlarının düşmesine neden olmaktadır. Ayrıca enflasyonist ortamda diğer bir etki para ve sermaye piyasalarında faizlerin yükselmesi sonucunda tahvil fiyatının düşmesidir. Dolayısıyla vade tarihinde, yatırımcının elde ettiği paranın satın alma değeri yatırım yaptığı andaki paranın satın alma değerinin altında kalmış olur. Piyasa faiz oranlarındaki artışın önceden ihraç edilen tahvillere de uygulanma ihtimali yatırımcıyı bir noktaya kadar enflasyonun olumsuz etkilerinden kotuyabilir. Ancak bu riski tamamıyla ortadan kaldırmak oldukça zordur.

### 3.3. SUKUK (KİRA SERTİFİKALARI)

#### 3.3.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

##### 3.3.1.1. Tanım ve Özellikleri

Ülkemizde kira sertifikası olarak tanımlanan sukuk kelimesi farklı dillerde de benzer anlamlara sahip olmuştur:

*“Arap dilinde sakk kelimesinin çoğuludur ve Farsça'dan çek kelimesinin karşılığı olarak geçmiştir. Geniş manasıyla “yazılı belge, resmi tutanak” demektir. Ödeme Emri / Çek, Borç senedi, temlikname, kefaletname, rehin ve emanet makbuzu vb anlamlarında da kullanılmaktadır. Çek anlamındaki sak haçlı seferleri sırasında Arapça'dan Batı dillerine de geçmiştir (İng. cheque, Fr cheque, Alm.Scheck). Ödeme emri niteliğindeki belgelerin Hz. Peygamber devrinden itibaren kullanıldığı anlaşılmaktadır. Hz. Peygamber kendisinden yardım isteyen bir kişiye kendi bölgelerinin zekat gelirlerinden tahsis edilmesi için mühürlü birer ödeme emri düzenletmiştir. Saklar ilk defa Hz. Ömer'in hilafeti döneminde tarihlenmiş, kendisine yıl belirtilmeden Şaban ayına vadelenmiş bir çekten kaynaklanan bir dava getirilince hicri takvim uygulamasına başlanmıştır. Borç senedi anlamında sak ise İslam öncesi cahiliyye döneminden bu yana kullanılmaktadır. Bunlara borcun miktarından başka şahitlerin adları ve vade de yazılmaktadır. Borç senetleri kefilleri de içeriyorsa aynı zamanda kefaletname özelliği de taşımaktadır. Günümüzde ise ilk defa Malezya hükümeti tarafından 2002 yılında gerçekleştirilen, daha sonra Batı'da ve İslam ülkelerinde yaygınlaşmaya başlayan varlığa dayalı tahvil veya faizsiz bono yahut kira sertifikası uygulamasında yatırımcıya verilen belgeler de sukuk diye adlandırılmaktadır.”<sup>37</sup>*

<sup>37</sup> Cengiz Kallek, “Sak”, Türkiye Diyanet Vakfı İslam Ansiklopedisi (DİA), XXXV, 584-586

İslami Finans Kurumları İçin Muhasebe ve Denetim Örgütü<sup>38</sup> (AAOIFI - The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions) yayınlamış olduğu standartlarda sukuk şu şekilde tanımlanmaktadır: “ *Mevcut mal menfaat veya hizmet ya da belirli / mevcut bir proje veya özel bir yatırım faaliyeti halinde bulunan varlıklar üzerinde ortak mülkiyeti ifade eder şekilde ve birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır. Ancak bu sertifikalar (sukuk), sertifika bedeli tahsil edildikten, ihraç gerçekleşip halka/yatırımcılara arz tamamlandıktan ve bunlar ihraç edildikleri amaç için kullanılmaya başladıktan sonra varlıklar üzerinde eşit değerde ortak mülkiyet ifade ederler.* ”<sup>39</sup>

İslami Finansal Hizmetler Kurulu<sup>40</sup> (IFSB - The Islamic Financial Services Board) tarafından yapılan tanıma göre; her bir sak, maddi varlıklar veya ağırlıklı ölçüde maddi varlık içeren bir varlık havuzu veya bir iktisadi teşebbüs (mudarabe gibi) üzerinde orantılı ve bölünmez sahiplik hakkını temsil eder. Sukuk sahiplik temsil eden bir finansal araç olmakla birlikte uygulamada borca dayalı finansal araç olarak işlem görmektedir. Tahvil ve bononun İslami eşdeğeri olarak görülebilen İslami kurallara uygun bir menkul değerdir.<sup>41</sup>

Faizsiz bir finansal enstrüman olarak son dönemlerde uygulama alanı bulan sukuk, esasında mevcut finansal sistemde “menkul kıymetleştirme” işlemlerine benzemektedir. Menkul kıymetleştirme önceki bölümlerde açıklamaya çalıştığımız gibi gelecekte nakit girişi oluşturacak alacakların bir havuz haline getirilmesi ve bu havuza bağlı menkul kıymet üretilme işlemi olarak tanımlanmaktadır. Menkul kıymetleştirme işlemi için İngilizce kaynaklarda “security”, Arapça eserlerde ise “tevrık” ve “tesnid” kavramları kullanılmakla beraber faizsiz finansal sistemde kurumların uyguladığı şekli için daha çok “taskik” (sukuk) ifadesi tercih edilmektedir. Sukukun başlıca özelliklerinden bir tanesi İslam hukukuna göre geçerli bir anlaşmanın (akit) hükümlerine uygun olarak çıkartılması ve ikinci el dolaşımının buna göre düzenlenmesidir. Bir diğer özelliği, sahibinin hak ve yükümlülüklerini belirten bir senet olarak nama veya hamiline düzenlenerek ihraç edilmesidir. Başka bir önemli özelliği ise kar garantisinin verilmemesidir. Sukukta yazılan miktarın belirli bir oranında veya sabit

<sup>38</sup> 1991 yılında Bahreyn’de kurulan Örgüt, İslami finans kurumları ve sektörü için muhasebe, denetim, yönetim, etik ve Şeriat standartları hazırlayan ve kâr amacı gütmeyen uluslararası bir kurumdur. AAOIFI’nin amacı, İslami finans kurumları ile ilgili muhasebe ve denetim hükümleri oluşturmaktır. Bu amaçla İslami finans kurumları için birtakım muhasebe ve denetim standartları hazırlamakta ve açıklamaktadır.

<sup>39</sup> **Faizsiz Bankacılık Standartları**, Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions(AAOIFI), Çev. Mehmet Odabaşı, İshak Emin Aktepe, Türkiye Katılım Bankaları Birliği Yayın No:2, İstanbul, 2012, s.370

<sup>40</sup> 2003 yılında Malezya’da faaliyetlerine başlayan İslami Finansal Hizmetler Kurulu, İslami finans sektörünün istikrarını ve derinliğini artırmak ve bu faaliyetlere destek olmak amacıyla standartlar ve yol gösterici ilkeler yayınlamaktadır.

<sup>41</sup> Şensoy, **a.g.e.**, s.334

bir miktarda kar elde edilmesi yönünde önceden bir belirlemede bulunmak yasaktır. Yatırımdaki bütün riskler sukuk yatırımında mevcuttur. Diğer taraftan sukuk ile menkul kıymetleştirme işlemleri arasında önemli farklar bulunmaktadır. Bu farklılıkları aşağıdaki gibi kısaca sırlayabiliriz:<sup>42</sup>

*“Konvansiyonel sistemde menkul kıymetleştirmeye esas varlık alacak veya faiz, İslami esaslara uygun sukukta ise mevcut bir mal, menfaat veya ortaklık hissesidir. Tabii her iki uygulamada da amaç nakit elde etmektir.*

*Menkul kıymetleştirme tamamen faizli piyasa kurallarına göre çıkartılıp işletildiği halde Sukuk işleminde mutlaka İslam hukuku kurallarına uygun olma zorunluluğu bulunmaktadır.*

*Faizli uygulamalarda ihraç eden açısından alacağı tahsil riski yoktur. Faizsiz sistemde sukuk işlemlerinde ise ticaret veya ortaklık riski bulunmaktadır.*

*Menkul kıymetleştirmede evrakı satın alan kimsenin herhangi bir mal veya proje üzerinde mülkiyeti söz konusu değildir. Yatırımcı sadece karşı tarafa ödünç veren kreditor durumundadır.*

*Faizli uygulamada menkul kıymetleştirme türlerinin ikinci elde tedavülü vardır. Fakat faizsiz sistemde Selem, İstisna ve Murabahaya dayalı sukuk için ikinci el söz konusu değildir.”*

Sukuk işlemlerinin amacı genel olarak büyük yatırım projeleri için ihtiyaç duyulan yüksek tutardaki sermayeyi temin etmektir. Varlığa dayalı sukukta ise, ihraç eden kurumun mülkiyetinde yer alan kazanç hakkının yatırımcıya satışı söz konusudur. Sukuk ihraç süreci özel amaçlı kurumlar (special purpose vehicle – SPV) aracılığı ile yürütülür. Finansman ihtiyacı içinde olan kurum ( kaynak kuruluş) alacak portföyünü özel amaçlı kuruma “SPV” ye satmakta veya devir etmektedir. SPV bu kıymetler üzerinden sukuk ihraç ederek ulusal veya uluslararası piyasalardan elde ettiği fonu kaynak kuruluşu aktarmaktadır. Kaynak kuruluş elde ettiği bu fonu kullanmakta ve getirisini SPV ye ödemektedir. SPV ise tahsil ettiği bedelleri sukuku elinde bulunduranlara payları oranında dağıtır. İşlemin başında sukuk çeşidi ne olursa olsun ilgili işleme ilişkin işlemin türü, beklenen getirisi, süresi ve bu işlemin İslamî kurallara uygun olduğu ilan edilir.<sup>43</sup>

<sup>42</sup> Abdullah Durmuş, “Modern Bir Finansal Araç Olarak Sukuk ve Fıkhi Açından Tahlili”, **İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi**, Sayı:16, 2010, s. 141-144

<sup>43</sup> Hüseyin Tunç, **Katılım Bankacılığı**, İstanbul, Nesil Yayınları, 2010, s.153-154

### 3.3.1.2. Sukuk, Tahvil ve Bono, Hisse Senedi Karşılaştırılması

Sukuk, tahvil ve bono gibi geleneksel menkul kıymetlere alternatif olarak geliştirilmiş, temel ilkesi İslam hukukuna uygunluk olan bir menkul kıymettir. İslam hukukuna göre faiz yasaktır. Yatırımın risk ve getirisi taraflar arasında paylaşılmaktadır. Sukuk bir ticari işleme dayanmakla birlikte yapılandırılmış finansal araçlar içinde yer almaktadır. Söz konusu ticari işlemise sukuk türüne göre, vadeli olarak varlık alım ve satımı, bir varlığın kiralanması, ortak girişim kurulması vb şeklinde olabilir. Sukuk işlemlerinin en önemli özelliklerinden biri İslam hukukuna uyum içinde olmasının bir İslami danışma kurulu tarafından onaylanması zorunluluğudur.<sup>44</sup>

Sukukun bir varlığa sahip olmayı (mülkiyet hakkı) veya ondan yararlanma hakkını temsil etmesi özelliği, tahvil ve bonolardan farklılaşmasını sağlayan en önemli tarafıdır:

*“Sukuk mülkiyet hakkı vermesi neden ile yatırımcısına gelir/kardan pay vermekte tahvil ve bono ise yatırımcısına faiz vermektedir. Tahvil ve Bono borca dayalı sertifika, sukuk ise varlığa dayalı sertifika olarak nitelendirilebilir. Dolayısıyla tahvil ve bono ihracının borcunu temsil ederken, sukuk ilgili varlıkta payı oranında sahipliği temsil etmektedir. Sukuk oransal mülkiyeti temsil etmekte ve sukuk sahibi belli bir süre için, belli bir varlığın yaratacağı nakit akımından doğacak risk ve getiriye sahip olmaktadır. Sukuk ihracının belli bir vadesi olması ve mülkiyetin şirketin belli bir varlığı ile sınırlı olması sukuku hisse senedinden ayırmaktadır. Ayrıca, sukukun İslamî esaslara uygunluğunun kabul görmüş bir merci tarafından onaylanması gerekmektedir. Söz konusu yatırım araçlarına gelecek nakit akımlarının İslami esaslara uygun iskonto oranı, reel geliri temsil etmektedir. Bir yanda geleneksel yapıda sermayenin belli vadede faiz geliri getirmesi söz konusu iken İslami esaslara uygun üretken faaliyetlerle aynı gelir elde edilmektedir.”<sup>45</sup>*

Hisse senedi, sahibine süre kısıtı bulunmaksızın hisseleri oranında şirkette ortaklık hakkı vermekle birlikte sukuk sahibine sadece sukuk işlemine konu olan varlık üzerinde sınırlandırılmış bir süre ike sahiplik hakkı vermektedir. Dolayısıyla sukuk sahiplerinin, hisse senedi sahiplerinin sahip olduğu şirket yönetimine katılma, oy kullanma, rüçhan hakkı vb haklara sahip olması söz konusu değildir.<sup>46</sup>

### Tablo 3.6. Kira Sertifikası, Tahvi ve Hisse Senedi Karşılaştırılması

<sup>44</sup> Soner Akar, Serkan Yılmaz Kandır, Yıldırım Beyazıt Önal, “Yeni Bir Finansman Aracı Olarak “Sukuk-Kira Sertifikası” ve Vergisel Boyutunun İncelenmesi”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:84, 2013, s.74

<sup>45</sup> Tok, **a.g.e.**, s.13-14

<sup>46</sup> Erdal Yılmaz, “Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi” **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:61, 2014, s.83

	<b>Kira Sertifikası</b>	<b>Tahvil</b>	<b>Hisse Senedi</b>
<b>Konu</b>	İslami prensiplerce meşru görülen varlık ve haklara yatırım yapmak.	Borç vermek.	İşletmenin faaliyet konusuna yatırım yapmak.
<b>Amaç</b>	Münhasıran dayanak varlık ve hakkın gelirlerinden pay almak.	Verilen borç karşılığı faiz geliri elde etmek.	Yatırılan sermaye karşılığı temettü geliri elde etmek.
<b>Anapara Garantisi</b>	Anapara garanti edilmez.	Anapara garanti edilir.	Anapara garanti edilmez.
<b>Getiri Garantisi</b>	Getiri garantisi yoktur.	Getiri garantisi vardır.	İmtiyazlı hisse senetleri vasıtasıyla getiri garantileri sağlanabilir.
<b>Teminat</b>	Dayanak varlık ve haklar üzerindeki sahiplik hakkı teminat sağlar.	Varlığa dayalı ihraç edilen tahvillerde dayanak varlıklar teminat sağlayabilir.	Teminat yoktur.
<b>Nakit Akışı</b>	Bazı türlerinde (kiralama) düzenli nakit akışı sağlanabilir.	Düzenli nakit akışı sağlar.	Nakit akışları düzensizdir.
<b>Temerrüt Hali</b>	Dayanak varlık ve haklar üzerindeki rehinlerden tahsilat sağlanır.	Alacağın takibi ile tahsilat sağlanır.	Tasfiye bakiyesinden tahsilat sağlanır.

**Kaynak:** Mahmut Salih Tekneoğlu, “ Sukukların Muhasebeleştirilmesi ve Finansal Tablolarda Sunumu – Bir Türkiye Uygulaması”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Ticaret Üniversitesi SBE, 2015, s.39

### 3.3.1.3. Sukuk İşleyiş Mekanizması<sup>47</sup>

Sukuk uygulamaları türlerine göre farklılık içermiş olsa da temel olarak sukuk işlemlerinde üç taraf bulunmaktadır:

A. *Kaynak Kuruluş (Originator)*; Özel veya kamu sektöründe faaliyet gösteren dayanak varlığın sahibi olan kuruluşlardır.

B. *Özel Amaçlı Kuruluş (Special Purpose Vehicle- SPV) veya Varlık Kiralama Şirketi (VKŞ)*; Sukuk ihracını gerçekleştiren, aynı zamanda kaynak şirket ile yatırımcılar arasındaki ilişkiyi kuran kuruluş

C. *Yatırımcılar*; Sukuk sertifikalarını satın alan kişi veya kurumlardır.

<sup>47</sup> Tok, **a.g.e.**, s.16-17; Erkan Aydın, Kadir Ayyıldırım, “Kira Sertifikasının Ve Varlık Kiralama Şirketlerinin Gelir Vergisi Ve Kurumlar Vergisi Bakımından Değerlendirilmesi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı:46, 2015, s.47-48



Tarafların pozisyonları bu şekilde belirlendikten sonra sukuk işleminin aşamaları en çok uygulama alanı bulan icara (kira) sukuk örneği üzerinde aşağıdaki şekilde gerçekleşmektedir:

1. Kaynak kuruluş, dayanak varlığı anlaşılan fiyattan, vade sonunda geri alma (buy back contract) şartıyla SPV ye satar.
2. SPV, satın alınan tutar kadar vadeli sukuk sertifikası ihraç ederek finansmanı elde eder ve varlığın satış bedelini kaynak kuruluşa öder.
3. Belirlenen bir süre için kaynak kuruluş ile SPV arasında kaynak kuruluşun söz konusu varlığı kiracı olarak yeniden kiralaması amacıyla kira sözleşmesi imzalanır.
4. SPV, kaynak kuruluştan düzenli olarak kira tutarını tahsil eder.
5. Kira bedeli, sukuk sahiplerine (yatırımcılara) payları oranında SPV tarafından dağıtılır.
6. Vade tarihinde (itfa tarihinde) SPV, yapılan sözleşmeye istinaden sukuk işlemine konu olan varlığı önceden belirlenmiş fiyattan kaynak kuruluşa geri satar.
7. Geri satım sonucu elde edilen bedel, SPV tarafından sukuk sahiplerine (yatırımcılara) anapara ödemesi olarak dağıtılır.

Sistemin işleyişinde sukuk sahipleri vadesinde anapara tutarı ve periyodik kira bedeli elde etmektedir. Ayrıca icara sukuk türünde sukuk sahipleri isterlerse ellerindeki sukuk sertifikalarını ikincil piyasada devretme hakkına sahiptir.

Genel olarak basit bir örnek üzerinde konuyu açıklayabiliriz:

Bir gayrimenkule sahip olan şirket (kaynak kuruluş) sukuk ihraç ederek fon toplamak istediğinde, bu gayrimenkulü piyasa değeri üzerinden SPV'ye satacaktır (gayrimenkulün mülkiyetini devredecektir.). Şirket (kaynak kuruluş) satış tutarı (gayrimenkul değeri) kadar fon elde edecektir. Sonrasında şirket (kaynak kuruluş), sattığı gayrimenkulu (mülkiyet devri gerçekleşmiş) SPV den belirli bir kira bedeli ödeyerek kiralayacaktır. Bu işlemde kısaca kaynak kuruluş sahip olduğu gayrimenkulu SPV'ye satıp aynı gayrimenkulu kendisi kullanım amacıyla SPV'den kiralamaktadır ve elde edilen satış bedeli (gayrimenkul değeri) kadar faizsiz fon sağlamaktadır. Elde edilen fonun maliyeti ise kaynak kuruluş tarafından ödenen kira bedelidir. Söz konusu kira bedeli aynı zamanda sukuk işleminin maliyetini oluşturmaktadır. Burada SPV satın aldığı gayrimenkulün ödemesi için sukuk ihracı

gerçekleştirmekte ihraç sonucunda elde edilen fon ile gayrimenkul alımı yapılmakta ve ilgili kira bedelleri sukuk sahiplerine payları oranında dağıtılmaktadır.

Kaynak kuruluşun kira bedelini ödeyememesi veya sukuk konusu varlığı vade tarihinde geri alma yükümlülüğünü yerine getirememesi riski sukuk sahipleri için mevcuttur. Bu riskin kaynak kuruluşun devlet olması durumunda hazine garantisi, diğer durumlarda ise üçüncü bir tarafın (örneğin bir banka) garantisi altında sukuk ihracı yapılarak minimize edilmesi ihtimali mevcuttur. Bu çerçevede kaynak temin etmek için sukuk ihraç eden kaynak kuruluşun mali gücünün garanti edilmesi sukuk ihracının başarılı olmasında son derece etkilidir.

#### 3.3.1.4. Tarihsel Gelişim

1970'li yıllardan itibaren İslami finans alanında yapılan çalışma ve uygulamalar sayesinde, özellikle ticari bankacılık işlemlerinin İslam hukukuna uygun bir şekilde gerçekleştirilmesi mümkün olmuş ve zaman içinde şirketlerin likidite yönetimi için İslami bankalardan yoğun olarak sermaye piyasası enstrümanları talep etmelerine neden olmuştur.<sup>48</sup> Varlığın menkul kıymetleştirilmesi kapsamında geliştirilen yatırım araçları, İslami finans sistemi içerisinde ilgili varlığın değeri ile orantılı olarak oluşturulan sertifikalar aracılığıyla varlığın mülkiyetini yatırımcılara bölüştüren bir menkul kıymetleştirme mekanizması haline gelmiştir.<sup>49</sup> Aynı zamanda İslami finans kuruluşlarının faiz içeren kısa vadeli kamu borçlanma araçları ile işlem yapamamaları nedeniyle likidite yönetiminde bir takım sorunlar ortaya çıkmıştır. 1983 yılında Bank Negara Malaysia<sup>50</sup> (BNM-Malezya Merkez Bankası), İslamî bankaların geleneksel kamu borçlanma araçlarından alamaması üzerine faizsiz finansal araçlar ihraç etmiştir. Bu faizsiz araçlar ile devlete karz-ı hasen (faizsiz borç) verilmesi sağlanmıştır. İlgili finansal araçların getirisi özel bir komisyon tarafından bir takım makroekonomik değişkenlerin içerildiği formülasyonlara göre belirlenmiştir.<sup>51</sup>

<sup>48</sup> Figen Büyükkakın, Onur Önyılmaz, "Faizsiz Finansman Bonusu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt:III, Sayı:7, 2012, s.6

<sup>49</sup> Tok, **a.g.e.**, s.14-15,

<sup>50</sup>Bank Negara Malaysia, 1959 yılında kurulmuş olup, en temel görevi para politikasını yürütmek ve finansal istikrarın sağlanması için çalışmalar yapmaktır. (www.bnm.gov.my) Söz konusu kuruluşun Malezya'da İslami finansın geliştirilmesinde çok önemli rolü bulunmaktadır.

<sup>51</sup>Hülya Türker, "İslami Finans Sisteminde Finansal Aracılık: Dünyadaki Gelişmeler Ve Sermaye Piyasasının Geliştirilmesi Açısından Türkiye İçin Öneriler", Ankara, SPK Yeterlilik Etüdü, 2010, s.13

Sukuk ile ilgili yapılan ilk yasal düzenleme 1988 yılında, İslam İşbirliği Teşkilatı ( Organization of Islamic Cooperation) tarafından gerçekleştirilmiştir. Buna göre;<sup>52</sup>

*“Her çeşit toplanan varlık yazılı bir belge ya da bono ile temsil edilebilecektir. Bu bono veya yazılı belge piyasa fiyatı üzerinden satılabilecektir. Bu kıymetli evrakı oluşturan varlıklar, çoğunlukla taşınmaz (fiziki) varlıklardan ve finansal haklardan meydana gelmektedir. Az bir kısmı nakit veya kişilerarası borçlardan oluşabilmektedir.”*

İlgili yasal düzenlemelerin ardından ilk sukuk ihracı, 1990 yılında Malezya’da, Shell MDS tarafından, 125 milyon RM (Malezya Ringiti) yaklaşık 33 milyon USD değerinde gerçekleştirilmiştir.<sup>53</sup>

Malezya’da “İslami Bankalararası Para Piyasası”<sup>54</sup>nın çalışma esaslarına dökümanlar 1993 yılında oluşturulmuş ve Ocak 1994’te Kuala Lumpur’da açılmıştır. Bu piyasada islami finansal enstrümanlardan biri olan mudaraba interbank investments (MII) alınıp satılmıştır. Fon ihtiyacı olan kuruluş, gecelik vadeden 12 ay vadeye kadar muaderebe sertifikası yoluyla fon elde edebilmiştir. İlk defa Şubat 1996’da bu piyasaya ilişkin minimum gösterge oranı belirlenmiştir. Bu oran gösterge getiri oranı olarak düşünülmüştür.<sup>55</sup>

Ülkelerin ilk sukuk ihraçları sukuk piyasasına giriş yıllarına göre kronolojik olarak aşağıda yer almaktadır:<sup>56</sup>

- Bahreyn merkez bankası tarafından 2001 yılında 100 milyon USD değerinde ihraç gerçekleştirilmiştir.
- Endonezya’da 2002 yılında PT Indonesia Satellite tarafından 18 milyon USD değerinde ihraç gerçekleştirilmiştir.
- Katar hükümeti tarafından 2003 yılında 700 milyon USD değerinde ihraç edilmiştir.
- Birleşik Arap Emirlikleri 2004 yılında Tabreed finansman şirketi tarafından 100 milyon değerinde ihraç gerçekleştirmiştir.

<sup>52</sup>Rodney Wilson, “**Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk- Overview of the sukuk market**”, (Çevrimiçi), <http://kantakji.com/media/8435/n403.pdf> 13.05.2016, s. 4-5

<sup>53</sup>International Islamic Financial Market Sukuk Report: A comprehensive study of the International Sukuk Market,2010, (Çevrimiçi), [http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20SUKUK%20REPORT%201ST%20EDITION\\_3.pdf](http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20SUKUK%20REPORT%201ST%20EDITION_3.pdf) , 16.05.2016, s.8

<sup>54</sup>İslami bankalararası para piyasası, günümüz itibariyle 12 adet İslami enstrüman aracılığı ile faaliyetlerine devam etmektedir. Ayrıntılı bilgiler için bkz: (<http://iimm.bnm.gov.my/>)

<sup>55</sup> Türker, **a.g.e.**, s.13

<sup>56</sup> Zawya, **Collaborative Sukuk Report**, Dubai, 2009, s.82

- Suudi Arabistan 2004 yılında Hanco araç kiralama şirketi tarafından 26,1 milyon USD değerinde ihraç gerçekleştirmiştir.
- Almanya 2004 yılında Saxony-Anhalt Eyaleti tarafından 146,9 milyon USD değerinde sukuk ihracı gerçekleştirmiştir.
- İngiltere’de 2005 yılında Pacific Star International Holding Corporation tarafından 26 milyon USD değerinde ihraç gerçekleştirilmiştir.
- Pakistan’da Hükümet tarafından 600 milyon USD değerinde ihraç gerçekleştirilmiştir.
- ABD’de East Cameron Gas şirketi tarafından 165,7 milyon USD değerinde ihraç gerçekleştirilmiştir.
- Brunei’de hükümet tarafından 2006 yılında 105,6 milyon USD değerinde sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir.
- Sudan’da 2007 yılında Berber çimento şirketi tarafından 130 milyon USD değerinden sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir.
- Türkiye’de 2010 yılında Kuveyttürk Katılım Bankası tarafından 100 milyon USD değerinde ihraç gerçekleştirilmiştir.

Uluslararası piyasalarda da bir yatırım aracı olarak uygulama alanı bulan sukuk, 2002 yılında Lüksemburg Borsası’ndan sonra 2006 yılında Londra Borsası’na da kote edilmiştir. Ayrıca Dow Jones Endeksi ve Citigroup Mart 2006’da Dow Jones Citigroup Sukuk İndeks’ini hesaplamaya başlamış olup, ihraç edilen sukukların performansını ölçmek amacıyla kullanılmaktadır.<sup>57</sup>

### 3.3.2. SUKUK ÇEŞİTLERİ

Sukuk işlemlerinde mülkiyet hakkının, hangi faaliyetler üzerinde gerçekleştiği (borç, varlık, proje, ticaret, yatırım vb) sokuğun çeşitlenmesine neden olmuştur.<sup>58</sup> Günümüzde İslami Finansal Kuruluşlar için Muhasebe ve Denetleme Organizasyonu (Accounting and Auditing

<sup>57</sup> Muaz Güngören, “Katılım Bankalarında Menkul Kıymet İhracının (Seküritizasyon) Yapısal Farklılık Gösteren Finansal Piyasalarda Uyum Modellemesi: Sukuk Örneği” **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Kadir Has Üniversitesi S.B.E., 2011, s.99

<sup>58</sup> Büyükkakın, Önyılmaz, **a.g.e.**, s.3

Organisation for Islamic Financial Institutions – AAOIFI) tarafından tanımlanan ve onaylanan sukuk çeşiteleri aşağıda yer almaktadır.<sup>59</sup>

1. Kiradaki Varlıkların Aslına Malik Olmayı Sağlayan Sukuk
2. Menfaate Malik Olmayı Sağlayan Sukuk
  - 2.1. Mevcut Malların Menfaatlerine Malik Olmayı Sağlayan Sukuk
    - 2.1.1. Mevcut Malların Aslına Malik Olan Tarafça Malın Menfaatine Dayalı Olarak İhraç Edilen Sukuk
      - 2.1.2. Mevcut Malların Menfaatine Malik Olan Tarafça Malın Menfaatine Dayalı Olarak İhraç Edilen Sukuk
        - 2.2. Üretilmeyi Bekleyen Nitelikleri Belirlenmiş Malların Menfaatlerine Malik Olmayı Sağlayan Sukuk
        - 2.3. Bizzat Belirlenmiş Bir Tarafın Sunacağı Hizmete Malik Olmayı Sağlayan Sukuk
        - 2.4. Nitelikleri Belirlenmiş Bir Tarafın Sunacağı Gelecekteki Hizmete Malik Olmayı Sağlayan Sukuk
      3. Selem Akdine Dayalı Sukuk
      4. Eser Sözleşmesi / İstisna Akdine Dayalı Sukuk
      5. Murabaha Akdine Dayalı Sukuk
      6. Ortaklığa Dayalı Sukuk
      7. Sermaye / Müşareke Ortaklığına Dayalı Sukuk
      8. Emek – Sermaye / Mudarabe Ortaklığına Dayalı Sukuk
      9. Yatırım Vekaletine Dayalı Sukuk
      10. Muzaraa Ortaklığına (Ziraat Ortakçılığı) Dayalı Sukuk
      11. Musakat Ortaklığına (Bağ-Bahçe Ortakçılığı) Dayalı Sukuk
      12. Muğarase Ortaklığına ( Ağaç Dikip Yetiştirme Ortakçılığı) Dayalı Sukuk

İhraç edilen tüm sukukların şartnamesinde, sermaye türü, getiri oranı, süresi ve İslam hukukuna uygunluğu belirtilmek zorundadır;<sup>60</sup>

*Getiri Oranı:* (LIBOR + Spread) veya (sabit getirili) olurlar.

<sup>59</sup> İslami Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (AAOIFI), **Faizsiz Bankacılık Standartları**, Çev.Mehmet Odabaşı, Doç.Dr.İshak Emin Aktepe, İstanbul, Türkiye Katılım Bankaları Birliği Yayın No:2, 2012, s.370-374

<sup>60</sup> Mehmet Abat, “Sukuk (Kira Sertifikaları)”, (Çevrimiçi), <https://www.google.com.tr/#q=sukuk+mehmet+abat> 17.06.2016, s.26

*Sermaye Türü:* Sukuk Sertifikasının türüne göre değişir.

*Süresi:* 1 – 5 yıl arasında olurlar.

*Rating:* Tanınmış bir Rating kuruluşu tarafından derecelendirilmeleri gerekir.

*Özel Amaçlı Kurum:* (Special Purpose Vehicle): Sukuk ihracına aracılık eden Devlet veya Kurumsal şirket ile Sukuk alıcıları ve Müşterilerin arasında eşgüdümü sağlayan şirkete verilen isimdir. Özel Amaçlı Kurum (SPV) spesifik bazda tek bir sukuk için kurulacak olursa Sukuk vadesi bittiğinde şirketin ömrü de sukuk gibi sona erer.

*Özel Kurallara Uygunluk:* İhraç eden devlet veya kurumun destek aldığı Danışman ve/veya denetim mekanizmasının verdiği uygunluk.(Örnek: AAOIFI: İslami Finansal Enstitüler için Muhasebe ve Denetleme Örgütü)

Sukuk genel olarak proje, varlık ve bilanço endeksli olarak üç farklı alanda kullanım imkanı bulmaktadır.<sup>61</sup>

**Proje endeksli Sukuk;** “Projenin gerçekleştirilmesi için projeye yönelik bir girişim oluşturulmakta ve bağlantılı olarak SPV (Special Purpose Vehicle) sukuk ihraç etmektedir. Bu sukuk türüne Katar Hükümeti tarafından 2003 yılında Doha’daki Hamad Medikal Merkezi’nin inşaatı için kaynak sağlanması amacıyla çıkartılan Katar Global Sukuku örnek verilebilir. Bu amaçla Ekim 2010 vadeli 700 milyon USD değerinde sukuk ihraç edilmiştir.”

**Varlığa Endeksli Sukuk;** “Varlıklardan elde edilecek kazanç hakkının yatırımcılara satılmasıyla fon sağlanmaktadır. İtfa tarihinde kaynak kuruluş, SPV’den varlığı geri satın almakta ve bu işlemde elde edilen gelirle sukuk anaparası yatırımcılara ödenmektedir. Bu sukuk türüne, Malezya Hükümeti tarafından 2002 yılında icara sukuku sertifikasıyla gerçekleştirilen 600 milyon USD’lik ihraç gösterilebilir. Bu düzenlemeye göre, Malezya Hükümeti tarafından özel amaçlı şirkete (SPV) satılan arazi parselinin kazanç hakkı yatırımcılara beş yıl için yeniden satılmıştır.”

**Bilanço Endeksli Sukuk;** “Bu tür sukukta örneğin bir banka, müşterilerinin çeşitli projelerini finanse etmek için sukuk ihraç etmekte ve böylece projelerin kaynağını uluslararası sermaye piyasalarından temin etmektedir. Bu tür sukuka İslam Kalkınma Bankası tarafından 2003 yılında ihraç edilen sukuk örnek verilebilir. Banka, üye ülkelerin çeşitli projelerini finanse etmek için sukuk ihraç etmiştir. Banka, projenin kaynağını uluslararası sermaye piyasasına 400 milyon USD değerinde 2008 vadeli beş yıllık sukuk ihraç ederek sağlamıştır.”

---

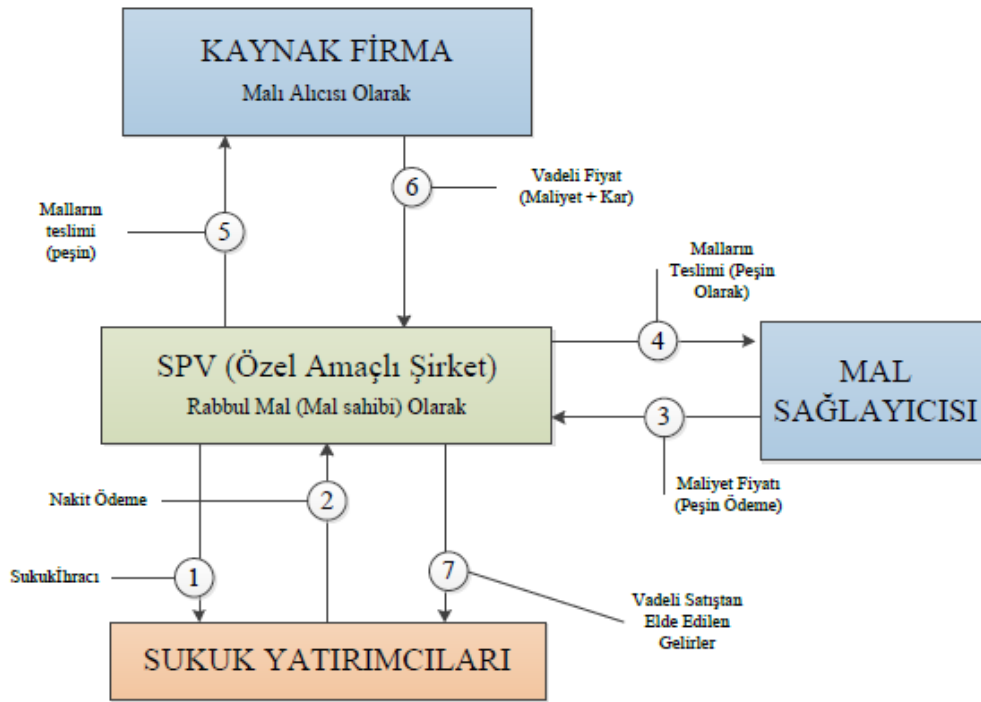
<sup>61</sup> Tok, a.g.e., s.17

Farklı kullanım alanları olmakla AAOFI tarafından belirlenen yukarıda değindiğimiz birçok sukuk çeşidi bulunmaktadır. Uygulamada yaygın olarak kullanılan sukuk çeşitleri şunlardır:

### 3.3.2.1. Murabaha Sukuk

Murabaha, alış fiyatı veya maliyet üzerine belli bir miktar kar ilave edilerek yapılan güvene dayalı satış işlemi olarak tanımlanır. Murabaha işleminde maliyet ve kar miktarının taraflarca biliniyor olması gerekir. Aksi takdirde murabaha işlemi geçersiz sayılır.<sup>62</sup>

Murabaha sözleşmesine dayalı olarak ihraç edilen sukuk, murabaha işlemine konu olan malın alımını fonlamak amacıyla birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır. Bu sertifikaları satın alan yatırımcılar payları oranında murabaha işlemine konu olan malın sahibi olurlar.<sup>63</sup>



### Şekil 3.3. Murabaha Sukuk Yapısı

**Kaynak:** Hakan Aslan, "Alternatif Bir Yatırım ve Finansman Aracı Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler", **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi SBE, 2012, s. 77.

İşlem adımları;

<sup>62</sup>İbrahim Kafi Dönmez, "Murabaha", **Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi (DİA)**, XXXI,148-152.

<sup>63</sup>İslami Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (AAOIFI), **Faizsiz Bankacılık Standartları**, Çev.Mehmet Odabaşı, Doç.Dr.İshak Emin Aktepe, İstanbul, Türkiye Katılım Bankaları Birliği Yayın No:2, 2012, s.373

1. SPV ile kaynak kuruluş arasında sözleşme imzalanır ve SPV satıcıdan mal alımını gerçekleştirmek için sukuk ihraç eder.
2. SPV, sukuk ihracından getiri elde eder.
3. SPV, malları peşin olarak satın alır.
4. Satıcı SPV'ye malların teslimini yapar.
5. SPV, yapılan anlaşma gereği teslim almış olduğu malları Kaynak kuruluşu satar.
6. Kaynak kuruluş anlaşmada belirtilen vade ve tutarda ödemelerini gerçekleştirir. Yapılan her ödeme tutarı sukuk yatırımcısının elde ettiği getiridir.

Murabaha sukuku bir örnek üzerinde açıklayalım;<sup>64</sup>

X Firması 500.000 TL değerinde iş makinesini almak için bir finans kuruluşu ile anlaşmıştır. Finans kuruluşu ile anlaşması bulunan SPV iş makinesini alabilmesi için 500.000 TL değerinde murabaha sukuku ihraç ederek gerekli fonu sağlamıştır. SPV 500.000 TL'ye iş makinesini piyasadan alarak finans kuruluşuna peşin olarak satmıştır. Finans kuruluşu ise belirlenmiş bir miktar ( $20\% \times 500.000 = 100.000$  TL olsun) kâr payını koymuş ve X Şirketi'ne 600.000 TL'ye 60 ay taksitle (aylık taksit 10.000 TL) iş makinesini satmıştır. Bu şekilde 60 ay boyunca elde edilen gelir sukuk yatırımcısına aktarılmıştır.

*Murabaha Sukuku Uygulaması*; Bahreyn menşeli yatırım firması olan Arcapita Bank Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG, Standard Bank Plc ve WestLB AG, London Branch (yetkili ana düzenleyiciler olarak birlikte) beş yıllık çok dövizli (usd, eur ve gbp) murabaha sukuku ihraç etmişlerdir. Sukukun vadesi beş yıl olmak üzere düzenlenmiştir.<sup>65</sup>

Murabaha sukuk işlemleri kısa veya uzun vadeli olarak gerçekleştirilebilmektedir. Özellikle kısa vadeli sukuk işlemleri, likit yatırım araçlarına dayalı yapılan ticaretin finansmanında kullanılmaktadır. Murabaha sukuk işlemleri, sukukun ciro edilmesi ve ikincil piyasada işlem görmesinin islam hukuku açısından uygun görülmemesi nedeniyle sadece birincil piyasada işlem görmektedir. Zira murabaha sukuk işlemlerindeki sukuk, emtia alıcısının sukuk sahiplerine borcunu temsil etmektedir ve borcun tekrar ikinci piyasada alınıp satılması faizli işlemlere neden olmaktadır.<sup>66</sup>

<sup>64</sup> Ahmet Gökğöz, "Kira Sertifikalarının (Sukukun) Muhasebeleştirilmesi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:66, 2015, s.156

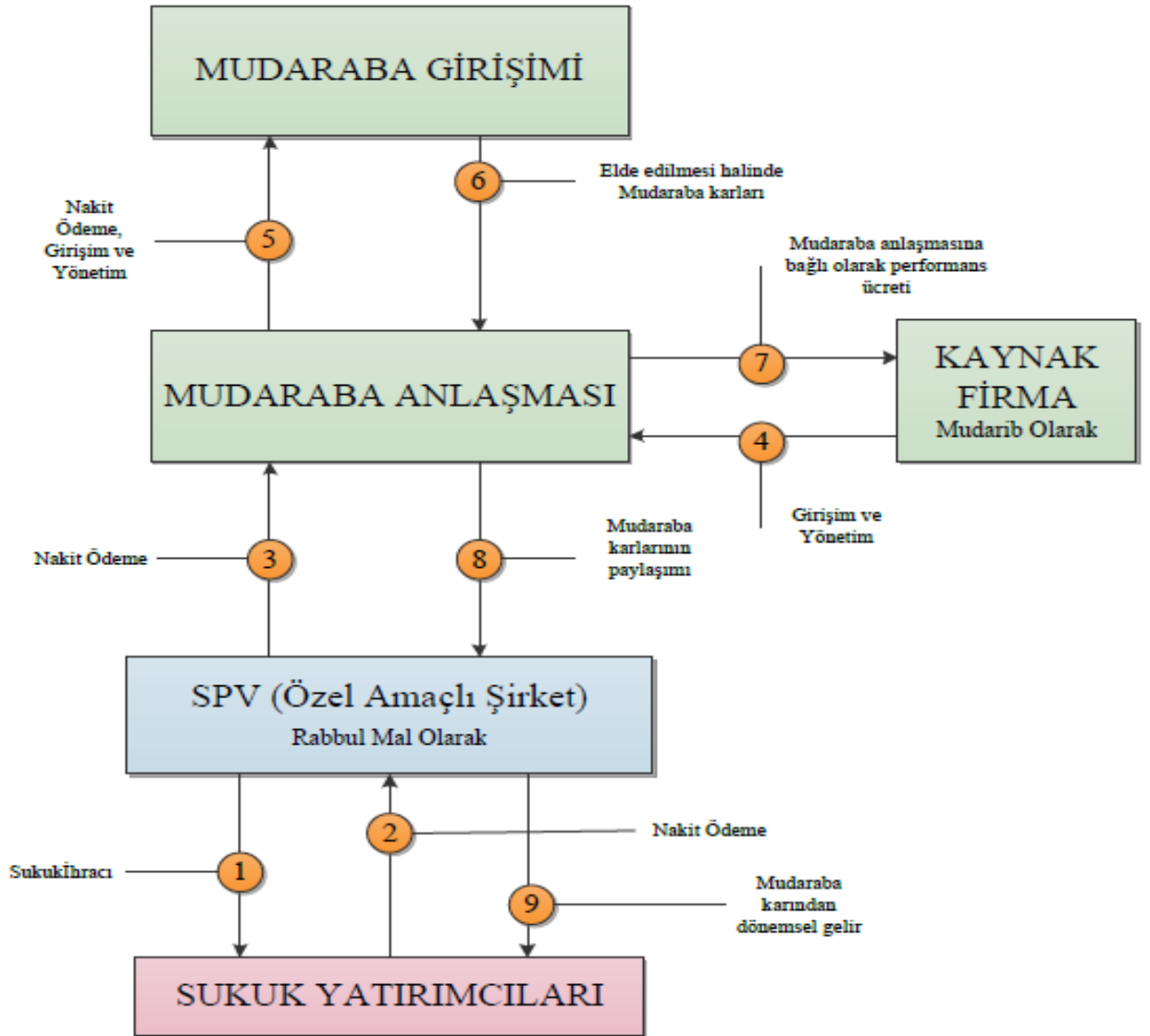
<sup>65</sup> Güngören, **a.g.e.**, s.109

<sup>66</sup> Tok, **a.g.e.**, s.21



### 3.3.2.2. Mudaraba Sukuk

Mudaraba, bir tarafın finansman (sermaye) diğer tarafın emeğini, tecrübesini vb ortaya koyduğu emek – sermaye ortaklığına ve kar – zarar esasına dayanan bir sözleşmedir. Mudaraba sukuku, mudaraba sözleşmesi prensiplerine göre yürütülmekte olan projelerin finansmanını sağlamak üzere çıkarılan sertifikalardır. Sukuk sahipleri mudaraba konusu projede ortak paya sahip olurlar. Kaynak kuruluş tarafından sabit bir tutar veya sermayenin belirli bir yüzdesinin getiri garantisi verilmesi söz konusu değildir.<sup>67</sup>



Şekil 3.4. Mudarebe Sukuk Yapısı

Kaynak: Aslan, a.g.e., s.70.

<sup>67</sup> Akar, Kandır, Önal, , a.g.e., s.78

İşlem adımları;

1. SPV, mudaraba sözleşmesi prensiplerine göre yürütülmekte olan projeleri veya faaliyetleri temsilen sukuk ihracını gerçekleştirir.
2. SPV, sukuk ihracından getiri elde eder.
3. Kaynak kuruluş (mudarip) ve SPV mudaraba anlaşması imzalar ve SPV sukuk ihracından elde ettiği getiriye mudaraba girişimine kullanmayı kabul etmektedir.
4. Kaynak kuruluş, SPV aracılığı ile sağlanan sermayeyi uzmanlık alanına göre yönetmektedir.
5. Kaynak kuruluş ve SPV elde edilen sermayeden kar sağlamak amacıyla mudaraba girişimini oluşturmaktadır.
6. Yapılan anlaşmalar sonucunda elde edilen kar, sözleşmede belirtilen oran nispetinde ortaklık süresince SPV ve Kaynak kuruluş arasında paylaşılır.
7. Kaynak kuruluş yüksek performans göstermesinin sonucu olarak hedeflenen kardan fazla kar elde ederse, kardan alınan paya ek olarak bir performans ücreti alabilir
8. Mudaraba girişiminden elde edilen kardan SPV payına düşen tutar SPV'ye transfer edilir.
9. SPV, transfer edilen payına düşen kar tutarını dağıtmaktadır.

Mudaraba sisteminde, sukuk ihracına konu projenin piyasa değerinde bir artış olması halinde sukuk sahibinin bu değer artışında herhangi bir hakkı bulunmamaktadır. Ayrıca mudaraba sukuk sahipleri mudaraba konusu projede ortak paya sahip olup şirketin kayıtlı ortakları değildir. Dolayısıyla genel kurulda söz sahibi olmaları söz konusu değildir. Zarar edilmesi durumunda zarar sadece sermaye sahibi yani finansmanı sağlayan tarafından karşılanmaktadır.<sup>68</sup>

**Örnek<sup>69</sup>**; X Firması, bir yıl sonra teslim etmek üzere 100.000.000 TL'lık bir konut projesi ihalesini almıştır. Projenin zamanında bitirilmemesi halinde, gecikilen her ay için %5 oranında eksik ödeme yapılması öngörülmüştür. Projenin maliyeti 70.000.000 TL olarak hesaplanmış ve projenin finansmanında kullanılmak üzere 70.000.000 TL'lık sukuk ihracı yapılmıştır. Buna göre projenin kârı 30.000.000 TL, sermaye sahibi olan sukuk sahipleri ile inşaat firması (kaynak kuruluş, mudarip) arasında paylaşılacaktır. Eğer proje zamanında bitirilirse, 30.000.000 TL'lık gelirin yarısı sukuk yatırımcıları, diğer yarısı inşaat şirketi arasında bölüşülecektir. Ancak iki aylık bir gecikme söz konusu olursa, toplam 10.000.000

<sup>68</sup> Büyükakın, Önyılmaz, a.g.e., s.5

<sup>69</sup> Yılmaz, a.g.e., s.89

*TL eksik tahsilat yapılacak ve toplamda 20.000.000 TL gelir tahsil edilerek paylaşılacaktır. Projenin 8 ay gecikmeli olarak teslim edilmesi halinde ise 40.000.000 liralık eksik oluşacak ve toplamda 60.000.000 TL tahsil edilecektir. Dolayısıyla projeden 10.000.000 TL zarar edilmiş olacak ve bu zarar sermaye sahibi olan sukuk yatırımcısı tarafından karşılanacaktır.*

*Mudaraba Sukuku Uygulaması; Al Ehsa Special Realty Mudarabası ile Shamil Bank (Bahreyn), Suudi Arabistan'da faaliyet gösteren bir gayrimenkul şirketiyle arazi geliştirme projesi kapsamında 360 milyon Suudi Riyali değerinde finansman sağlamıştır. Yatırımcılar arazi finansmanına katılımlarından dolayı kazanç sağlamaktadır.<sup>70</sup>*

Mudaraba sukuk devredilebilir özelliktedir. Sukuk yatırımcısı sözkonusu projenin belirtilen zamanda tamamlanamayacağını öngörürse veya başka nedenlerle elindeki sukuku başkasına satabilir. Mudaraba sukuk sahipleri, faiz kazanamadıkları ve bir sabit getirinin olmayışı gibi nedenlerden dolayı hisse senetlerine benzemektedir. Proje merkezli finansman sağlaması nedeniyle aynı zamanda kalkınma finansmanı süreçlerinde etkili olabilmektedir. Mudaraba sukuku, sadece proje gelirinden kazanç sağlaması nedeniyle kamu projelerinin finansmanı için ihraç edilen gelir ortaklığı senetlerine benzetilmektedir.<sup>71</sup>

### **3.3.2.3. Müşareke Sukuk**

Müşareke sukuk işleminde kaynak kuruluş belirli bir projenin veya faaliyetin gerçekleştirilmesi amacıyla ortaklık çağrısında bulunan taraf olurken, sukuk sahipleri sözleşme neticesinde ilgili projeye veya faaliyete ortak olan taraftır. Bu yöntemle sukuk sahipleri kurulan ortaklığın varlıklarına sahip olurlar, dolayısıyla kurulan ortaklığın gelir ve gideri sukuk sahiplerine aittir.<sup>72</sup>

Müşareke ortaklığında; ortaklığa konu olan proje veya faaliyetin karının belirlenmesinde ortakların rızaları esas alınmaktadır. Dolayısıyla taraflar sermaye koyma, işe katılma, kabiliyet vb nedenlerden dolayı farklı kar payı oranlarını aralarında serbestçe karşılıklı rızaya dayalı olarak belirleyebilirler. Müşaraka ve Mudaraba arasındaki farklar temel olarak şunlardır:<sup>73</sup>

*“Müşaraka'da tüm ortaklar yatırım yapmaktadır. Mudaraba'da ise yatırım sermayedar tarafından yapılmaktadır.*

<sup>70</sup> Güngören, a.g.e., s.104

<sup>71</sup> Tok, a.g.e., s.18-19

<sup>72</sup> AAOIFI, a.g.e., s.378

<sup>73</sup> Tok, a.g.e., s.8

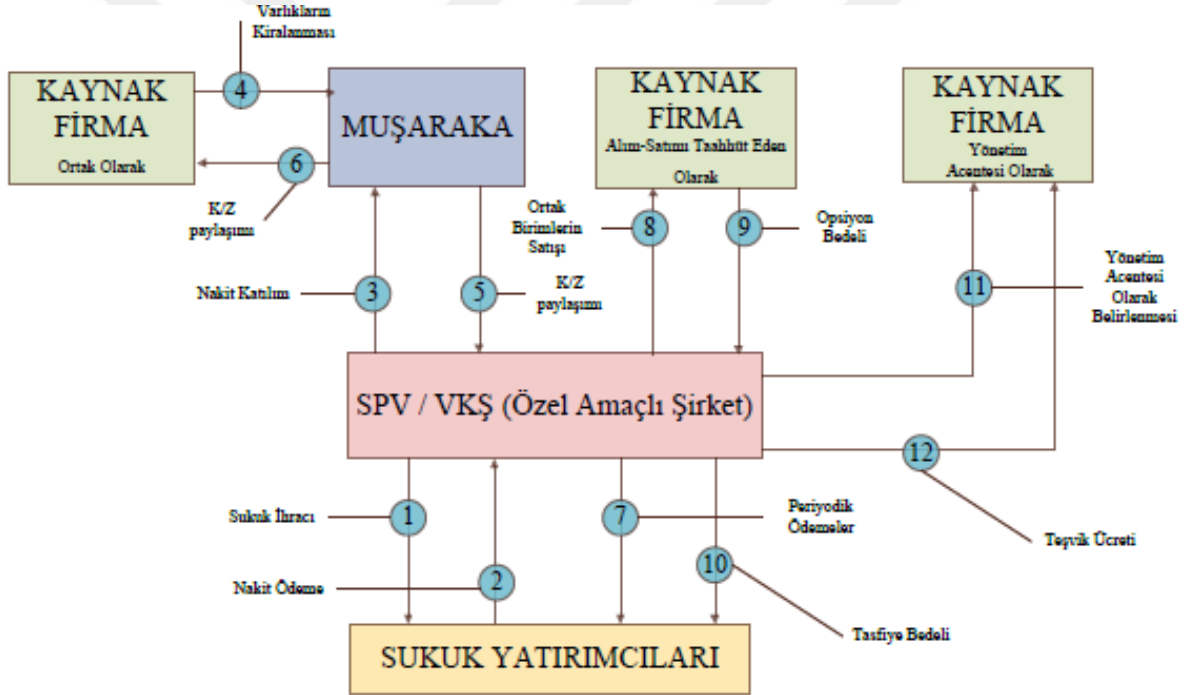
Müşaraka'da tüm ortaklar, Mudaraba'da ise sadece mudarib yönetimde söz sahibidir.

Müşaraka'da zarar sermayedeki paya göre dağıtılır, Mudaraba'da ise zarar sermayedara aittir.

Müşaraka'da tüm ortaklar sınırsız sorumluluk sahibidir.

Müşaraka'da tüm varlıkların mülkiyeti ortaktır. Mudaraba'da ise tüm varlıklar sermayedarın mülkiyetindedir.”

Yapı olarak mudaraba sukuka benzemekte olup, kaynak kuruluşun da (ihraççı) sermaye katkısında bulunduğu sağladığı bir ortaklıktır. Yatırım sonucu kar oluşmuş ise önceden belirlenmiş oranlar dahilinde, zarar oluşmuş ise yatırılan sermaye ile orantılı olarak paylaşılır.<sup>74</sup>



### Şekil 3.5. Müşarake Sukuk Yapısı

Kaynak: Aslan, a.g.e., s.73.

İşlem adımları;

( 1,2 ) SPV, sukuk ihracını gerçekleştirir ve yatırımcılar SPV'ye sukuk bedeli ödemesini gerçekleştirir.

<sup>74</sup> Kira Sertifikası Eğitim Sunumu, Kuveyttürk Katılım Bankası A.Ş Yatırım Bankacılığı Müdürlüğü, 2013, s.5

(3,4) SPV ve Kaynak kuruluş arasında muşaraka sözleşmesi imzalanır. Belirlenen oranlar dahilinde muşaraka ortaklığına katkı sağlanır.

(5,6) SPV ve Kaynak kuruluş önceden anlaşılan oran üzerinden gelir elde eder. Eğer zarar oluşursa anlaşılan oran üzerinden zarara katılır.

(7) SPV, gelir elde etmiş ise sukuk yatırımcılarına ödemeleri gerçekleştirir.

(8,9) SPV, sahip olduğu varlıkları kaynak kuruluşa satar ve kaynak kuruluş ödemeyi gerçekleştirir.

(10) SPV, satıştan elde etmiş olduğu geliri sukuk sahiplerine tasfiye bedeli olarak öder.

(11,12) Kaynak kuruluşun yönetim acentası belirlenir ve yönetim acentasına teşvik ödemesi yapılır.

***Örnek:** X Firması 40.000.000 TL'lik bir inşaat ihalesini almıştır. Projenin maliyeti 30.000.000 TL'dir. Firma maliyetin 20.000.000 TL'sini öz kaynaklardan karşılamıştır. Geri kalan 10.000.000 TL'si için bir finans kuruluşu ile sözleşme imzalamıştır. Sözleşmeye istinaden finans kuruluşu 10.000.000 TL değerinde muşaraka sukuk ihraç etmiştir. Finans kuruluşu topladığı 10.000.000 TL'yi X Firması'na aktarmış ve X Firması projeyi tamamlamıştır. Projeden aldığı 40.000.000 TL'nin 10.000.000 TL'sini finans kuruluşu vasıtasıyla sukuk sahiplerine geri ödemiştir. Projeden yaptığı 10.000.000 TL'lik kârın da üçte birini fonu sağlayan sukuk yatırımcıları ile paylaşmıştır. Burada mudaraba sukuktan farklı olarak, eğer işletme projeden zarar etseydi, zararı da 2/3-1/3 oranında sukuk yatırımcısı ile paylaşacaktı. Mudaraba sukukta ise zararın tamamı sukuk yatırımcısı tarafından karşılanmaktadır.<sup>75</sup>*

Kuveyt Finans Kurumu (KFH) Likidite Yönetim Merkezi (LMC) ve Al Muthanna Yatırım Şirketi (MIC), yetkili düzenleyiciler olmak üzere Kheiran Pearl City Projesinde Lagon City rezidans ve ticari emlak projesi finansmanı sağlamak amacıyla 125 milyon USD Lagoon City Muşaraka sukuk ihraç etmiştir.<sup>76</sup>

#### **3.3.2.4. Selem Sukuk**

Selem, sözlükte “teslim etmek, teslim olmak, peşin bedelle vadeli mahsul almak” gibi anlamlara gelmekle beraber peşin bedel karşılığı malın vadeli satılmasını ifade eder.<sup>77</sup>

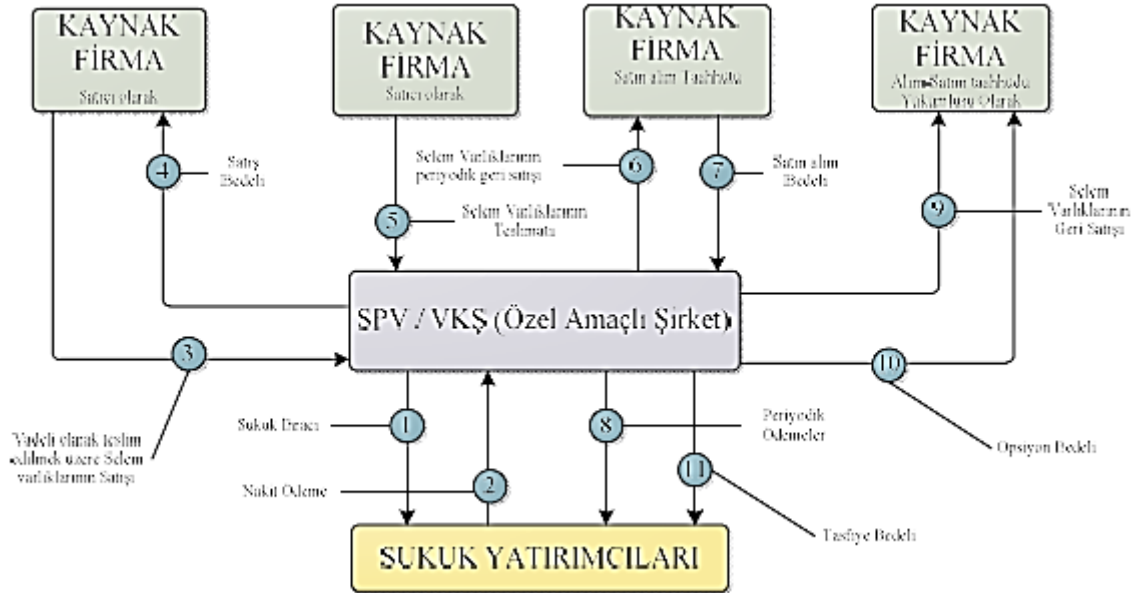
<sup>75</sup> Gökgöz, a.g.e., s.156

<sup>76</sup> Güngören, a.g.e., s.106

<sup>77</sup> Bilal Aybakan, “Selem”, Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi (DİA), XXXVI, 402-405

Selem işleminde ödeme sözleşme sırasında peşin yapılırken satın alınan malın teslimi ileri bir tarihte yapılmaktadır.<sup>78</sup> Çok eski yıllardan bu yana kullanılan bir yöntem olup eski yıllarda çiftçiler hasat döneminde elde edecekleri ürünleri ekin zamanında selem ile satarak tohum ve gübre gibi ihtiyaçlarını giderirlerdi. Böylece çiftçi kendi sermayesini peşin olarak sağlamış olurdu.<sup>79</sup>

Selem sukuk, teslimatı ileride belirlenmiş bir vadede yapılacak ürünler için sözleşme aşamasında yapılan ön ödemenin veya peşinatın finansmanını sağlamak için ihraç edilen sertifikalardır. Selem sukuk işleminde sukuk ihraç eden taraf selem konusu malların satıcısıdır. Sukuk alan yatırımcılar ise selem konusu malların alıcısı konumunda olmaktadır. Sukuk işlemine konu mallar teslim edildiğinde malların sahibi olmaktadır.<sup>80</sup>



**Şekil 3.6. Selem Sukuk Yapısı**

**Kaynak:** Aslan, a.g.e., s. 79.

Selem sukuk işlem adımları;

<sup>78</sup> İlhami Söyler, "Kira Sertifikalarına Yönelik Vergisel Teşvikler", (Çevrimiçi), <http://www.maliyeokulu.org.tr/index.php/ouractivities/articles/tax/466-kira-sertifikalara-yoenelik-vergisel-tevikler.html>, 28 Mayıs 2016, s.8

<sup>79</sup> Berin Dikgöz, "Yeni Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi ve Muhasebeleştirilmesi", **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi SBE., 2015, s.72

<sup>80</sup> Mahmut Yardımcıoğlu v.d., "Türkiye'de Sukuk:Kira Sertifikaları", **KSÜ İİBBF Dergisi**, Cilt:IV, Sayı:1, 2014 s. 208

( 1,2 ) SPV, sukuk ihracını gerçekleştirir ve yatırımcılar SPV'ye sukuk bedeli ödemesini gerçekleştirir.

(3,4) SPV ve Kaynak kuruluş arasında belirlenen vadede teslim edilmek üzere selem sözleşmesi imzalanır. Belirlenen satış bedeli SPV tarafından Kaynak kuruluşa ödenir.

(5,6) Kaynak kuruluş dönemsel ödemeler yapılmadan önce selem varlıklardan bir kısmını SPV'ye teslim eder ve SPV'den belirlenen fiyat üzerinden satın alır.

(7,8) Kaynak kuruluş satın aldığı selem varlıkların ödemesini SPV ye satın aldığı oran nispetinde gerçekleştirir. SPV elde etmiş olduğu geliri sukuk sahiplerine öder.

(9) Kaynak kuruluş selem varlıklarını SPV den satın alır.

(10,11) Kaynak kuruluş tarafından SPV' ye opsiyon bedeli ödenir ve SPV kaynak kuruluşun tasfiye bedelini sukuk sahiplerine öder.

Selem sukuk işlemi için; söz konusu malın standart bir yapıya sahip olması, alıcının ödemeyi tam olarak yapması, malın miktarının, kalitesinin, teslim tarih ve yerinin açıkça belirlenmiş olması vb olması zorunlu şartlardır. Ayrıca selem sukuk işleminde söz konusu malın teslim tarihi gelene kadar ikinci bir satışı yapılamamaktadır. Yapılması durumu borç satışı olarak değerlendirilmektedir ve islam hukukuna göre bu işlem yasaktır.<sup>81</sup> Dolayısıyla selem sukuklar ikincil piyasalarda işlem görmemektedir. Bu nedenle likiditesi düşüktür.<sup>82</sup>

Selem sukuk; daha çok tahıl, petrol, demir vb ölçülebilir ve standartlaştırılabilir ürünlerin finansmanında kullanılmaktadır ve selem sözleşmeler ileri vadede teslimata dayalı forward sözleşmeler ile aynı kapsamdaki sözleşmelerdir. Forward sözleşmesi ise kısaca belirlenmiş bir fiyat ve tarihte, bir varlık satma anlaşmasıdır.<sup>83</sup>

Selem sukuk uygulamasına örnek olarak Bahreyn hükümeti tarafından yapılan selem işlemini örnek gösterebiliriz; Bahreyn Hükümeti Bahreyn İslam Bankasını (BIB) selem sukuk işleminde yetkilendirmiştir. Selem sözleşmeye konu olan varlık alüminyum olarak belirlenmiş ve ileri tarihte teslim edileceği taahhüt edilmiştir. Aynı zamanda alıcı (selem sukuk yatırımcıları) söz konusu malı (alminyum) dağıtım kanalları ile pazarlaması için Bahreyn

<sup>81</sup> "Faizsiz Menkul Kıymet Kullanımı - Sukuk", (Çevrimiçi), <http://www.cgscenter.org/doc/SUKUK%20NEDIR.pdf> , 25 Mayıs 2016, s.8

<sup>82</sup> Hakan Aslan, "Alternatif Bir Yatırım ve Finansman Aracı Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler", **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi SBE, 2012, s. 78-79

<sup>83</sup> Tok, **a.g.e.**, s.11,21

Hükümetini acenta olarak görevlendirmiştir. Bahreyn Hükümeti, selem sukuk sahiplerinin diğer para piyasası enstrümanlarının getirisine eşit olacak şekilde belirlenen fiyattan alüminyum pazarlamasını yapar.<sup>84</sup>

### 3.3.2.5. İstisna Sukuk

İstisna, bir kişinin ücret karşılığında nitelikleri önceden belirlenmiş bir eseri imal etmesi için yapılan sözleşme anlamında İslam hukuk terimi olarak tanımlanır. Sözlükte “sanat ve mahareti gerektiren bir şey yapmak, imal etmek, meydana getirmek” anlamındaki sun‘ kökünden türeyen istisnâ‘ kelimesi “bir sanatkârdan sanatıyla ilgili bir şeyi imal etmesini istemek, sanatkâra siparişte bulunmak” mânasına gelir. İslam hukukunda da bu çerçevede terimleşen istisnâ‘, İslâm borçlar (muâmelât) hukukunda sanatkârla ismarlayan arasında yapılan ve belli bir ücret karşılığında özellikleri belirlenmiş bir şeyin imal edilmesini konu alan sözleşme türünün adı olmuştur.<sup>85</sup> Günümüz hukukunda istisnâ işlemini ifade etmek için “eser sözleşmesi” tabiri kullanılır.

İstisna sukuk, belirlenmiş bir ürünü üretmek için gerekli olan fonları temin etmek amacıyla ihraç edilen eşit değerdeki sertifikalardır. İstisna sukuku ihraç eden taraf, sözleşme konusu malın imalatçısı /satıcısı iken; sukuk sahipleri de söz konusu malın alıcısıdır ve sahiplik hakları bulunmaktadır. Söz konusu malın satışı gerçekleştiğinde istisna sukuk sahipleri de payları oranında gelir elde ederler.

Büyük tutarda finansman ihtiyacı duyulan köprü, baraj, enerji santralleri vb projelere kaynak sağlamak için istisna sukuk ihraç edilebilir. Proje sahibi kaynak temini için finans kuruluna müracaat eder, finans kuruluşu projeyi fiilen gerçekleştirecek firma ile istisna sözleşmesi imzalar. Bu sözleşme, finans kuruluşunun alıcı taraf olduğu, projeyi gerçekleştirecek firmanın da projeyi belirli bir tarihte teslim edeceğini taahhüt ettiği bir sözleşmedir. Finans kuruluşu bu proje için istisna sukuk sertifikaları ile tasarruf sahiplerinden fon toplar.<sup>86</sup>

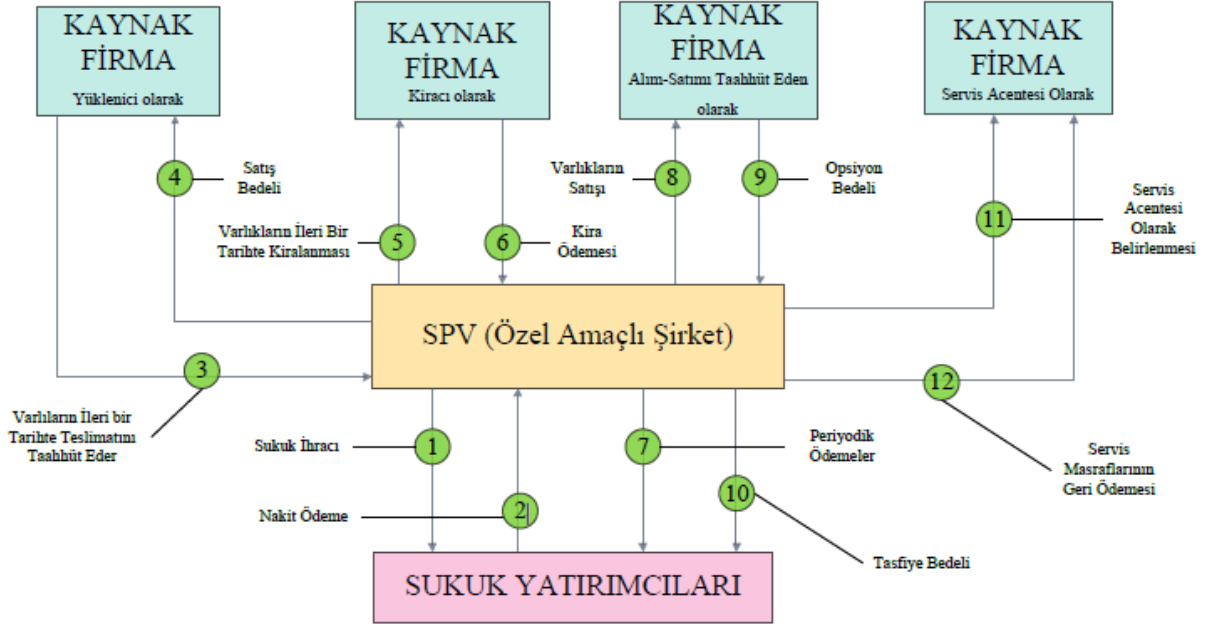
---

<sup>84</sup> Güngören, a.g.e., s.110

<sup>85</sup> Hamza Aktan, “İstisna”, **Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi (DİA)**, XXIII, 393-396

<sup>86</sup> Tunç, a.g.e., s.156-157





### Şekil 3.7. İstisna Sukuk Yapısı

Kaynak: Aslan, a.g.e., s. 81.

İstisna Sukuk işlem adımları;

( 1,2 ) SPV, sukuk ihracını yapar ve yatırımcılar SPV'ye sukuk bedeli ödemesini gerçekleştirir.

(3,4) SPV ve Kaynak kuruluş arasında istisna sözleşmesi imzalanır. Bu sözleşmede kaynak kuruluş belirlenmiş varlıkları üretmeyi veya inşa etmeyi ve yine belirlenmiş bir tarihte teslim etmeyi taahhüt eder ve SPV varlıkların bedelini kaynak kuruluşa öder.

(5,6) SPV ile Kaynak kuruluş arasında ileriye dönük kiralama anlaşması imzalanır. Bu kira dönemi aynı zamanda istisna sukuk için vade tarihidir. Kaynak kuruluş (kiracı) SPV'ye kira ödemelerini dönemsel olarak gerçekleştirir.

(7) SPV, Kaynak kuruluştan elde etmiş olduğu dönemsel kira gelirlerini sukuk sahiplerine öder.

(8,9) SPV, Kaynak kuruluşa varlıkların satışını gerçekleştirir ve Kaynak kuruluş SPV'ye söz konusu varlıkların bedelini öder.

(10) SPV, yatırımcılara tasfiye bedelinin ödemesini gerçekleştirir.

(11,12) SPV ile Kaynak kuruluş arasında servis acente sözleşmesi imzalanır ve Kaynak kuruluş sağlamış olduğu servisten dolayı yapılan masraflar karşılığını tahsil eder.

**Örnek:** XYZ firması, fabrikasına 1.000.000 TL maliyetli soğutma tesisini kurmak amacıyla bir finans kuruluşu ile anlaşmıştır. Finans kuruluşu soğutma tesisinin kurulmasında gerekli olan 1.000.000 TL'yi toplamak için istisna sukuk ihraç etmiştir. Finans kuruluşu bir yüklenici firma ile anlaşarak soğutma tesisini yaptırmış ve sonrasında XYZ firmasına 60 aylığına (aylık kira bedeli 20.000 TL ile) devretmiştir. Bunun karşılığında finans kuruluşu XYZ firmasından 60 ay vadede aldığı 1.200.000 TL kira gelirini periyodik olarak sukuk sahiplerine aktarmıştır. Vade sonunda soğutma tesisinin mülkiyetini XYZ firmasına devretmiştir.<sup>87</sup>

İstisna Sukuk Uygulamalarına baktığımızda; Durrat sukuku olarak adlandırılan istisna sukuk Bahreyn hükümeti tarafından bir milyar USD değerindeki konut ve alışveriş merkezi projesinin alt yapı çalışmalarını finanse etmek için beş yıl için ihraç edilmiştir.<sup>88</sup>

İstisna sukukları büyük altyapı projelerine uygun bir sukuk çeşidi olmakla beraber ikincil piyasaları bulunmamaktadır. Ayrıca istisna ve selem sözleşmeleri birbirlerine benzemekle beraber bu iki sözleşmeyi birbirinden ayıran belirli farklar bulunmaktadır.<sup>89</sup>

*“İstisna sözleşmeleri her zaman üretilmesi gereken mallar için yapılmakta iken, selem sözleşmeleri malların imal edilmesi gerekip gerekmediğine bakılmaksızın yapılabilmektedir.*

*Selem sözleşmeleri için ücretin peşin olarak ödenmesi gerekmektedir fakat istisna için bu zorunluluk bulunmamaktadır.*

*Selem sözleşmeleri tek taraflı olarak feshedilememekte iken, istisna sözleşmeleri imalatçı, ürünü imal etmeye başlamadan önce feshedilebilmektedir.*

*Selem sözleşmelerinde malın teslimatı, satışın esas özelliklerinden iken, istisna sözleşmelerinde bu söz konusu olmamaktadır.”*

### **3.3.2.6. İcare Sukuk**

İcare sözlükte “iş karşılığı verilen şey ” demektir. Bununla birlikte daha yaygın biçimde “kiralamak” anlamında kullanılır. İslâm borçlar hukukunda ise “*Menfaatin ücret karşılığında temlik edilmesini konu alan, günümüzde kira, iş ve kısmen de istisnâ sözleşmelerine tekabül eden sözleşme türüdür.*”<sup>90</sup>

İcare, iktisat literatüründe leasing olarak bilinmektedir; “*Bir finansal kuruluşun periyodik kira geliri elde etmek amacıyla müşterisine kiralamak için bir varlığı satın aldığı*

<sup>87</sup> Gökgöz, a.g.e., s.157

<sup>88</sup> Güngören, a.g.e., s.112

<sup>89</sup> Aslan, a.g.e., s.81

<sup>90</sup> Ali Bardakoğlu, “İcare”, **Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi (DİA)**, XXI, 379-388

*sözleşmedir.*"<sup>91</sup> Vade, fiyat ve kira konusu emtia (makine, bina, araç vb) sözleşmede belirlenir. Finans kuruluşu kira konusu malı alır ve müşterisine kiralar. Faiz içermeyen finansman modeli içinde yaygın olarak kullanılan bir enstrümandır. Üç tür kiralama işlemi vardır:<sup>92</sup>

- *Operasyonel Kiralama; Finans kuruluşu müşterilerinin taleplerine cevap verebilmek adına birçok ekipmanı mülkiyetinde tutar. İhtiyacı olan müşterilerine belirli bir dönem ve fiyat üzerinden kiralar. Kira süresi sonunda mal finans kuruluşuna geri döner ve finans kuruluşu yeni bir müşteri arar.*
- *Müşteriye malın mülkiyetini devralma opsiyonun tanındığı kiralama türüdür. Ülkemizde bu sistem uygulanmaktadır.*
- *Sat ve geri kirala ( sale and leaseback) yöntemi; Finans kuruluşu müşteriden kiralamaya konu olacak malları satın alır ve aynı müşteriye kiralar. Müşteri sermaye ihtiyacı olduğu durumlarda demirbaşlarının mülkiyetini finans kuruluşuna satarak o malları kiracı olarak kullanmak yolunu tercih edebilir.*

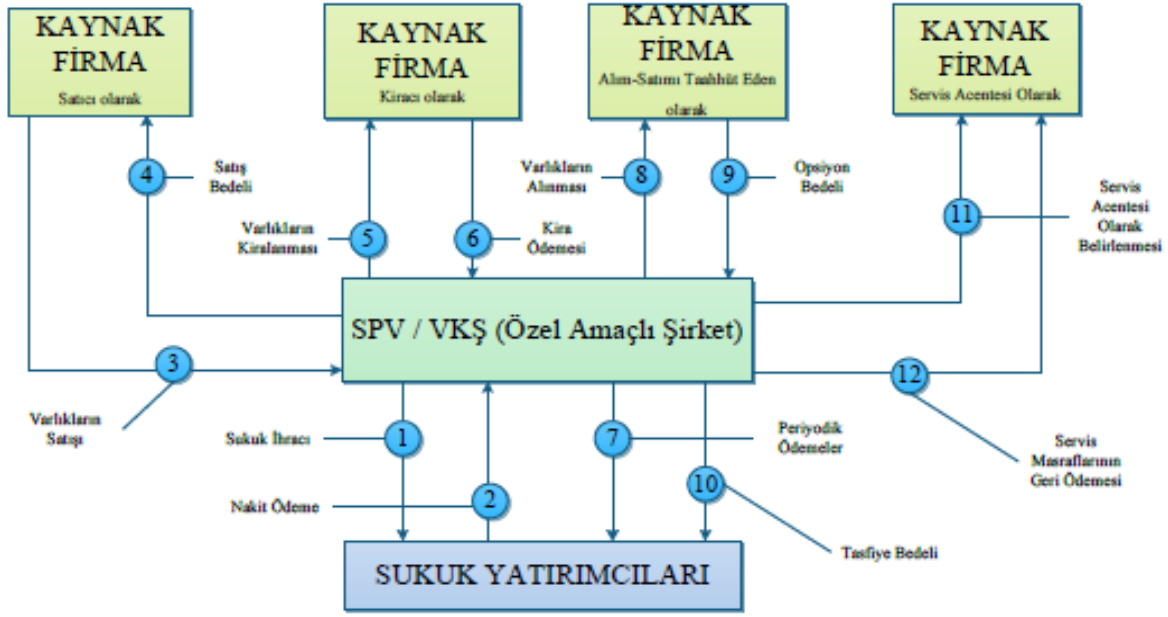
İcara sukukta, sukuk işlemine konu olan varlık ihraç işlemi sonucunda elde edilen fon ile satın alarak sözleşmede belirtilen vade ve tutara göre müşteriye kiralanmaktadır. Mülkiyet kiralayanda kalmakla beraber icara sukuk yatırımcısı kiralayan konumdadır. Bu sukuk türünde mülkiyet hakkı, kira alınması ve sukukun kiracının haklarını etkilemeyecek şekilde elden çıkartılması dolayısıyla ikincil piyasada alım-satım yapılması vb haklar tanınmıştır.<sup>93</sup>

---

<sup>91</sup> Söyler, **a.g.e.**, s.9

<sup>92</sup> Tunç, **a.g.e.**,s.146-147

<sup>93</sup> Tok, **a.g.e.**, s.20



### Şekil 3.8. İcare Sukuk Yapısı

Kaynak: Aslan, a.g.e., s. 66.

İcare sukuk işlem adımları;

( 1,2 ) SPV, sukuk ihracını yapar ve yatırımcılar SPV'ye sukuk bedeli ödemesini gerçekleştirir.

(3,4) SPV ve Kaynak kuruluş arasında sözleşme imzalanır. SPV sukuk işlemine konu olan varlıkları kaynak kuruluştan satın alır ve varlıkların bedelini kaynak kuruluşa öder.

(5,6) SPV, satın almış olduğu varlıkları kaynak kuruluşa kiralama işlemini gerçekleştirir. Kaynak kuruluş belirlenen aralıklarla SPV ye kira ödemesini gerçekleştirir. Sabit veya değişken olabilir.

(7) SPV, kaynak kuruluştan elde ettiği kira gelirlerini sukuk sahiplerine öder.

(8,9) SPV, almış olduğu varlıkları kaynak kuruluşa geri satar ve kaynak kuruluş ödemeyi gerçekleştirir.

(10) SPV, sukuk sahiplerine tasfiye bedelinin ödemesini gerçekleştirir.

(11,12) SPV ile Kaynak kuruluş arasında servis acente sözleşmesi imzalanır ve Kaynak kuruluş sağlamış olduğu servisten dolayı yapılan masraflar karşılığını tahsil eder.

**Örnek:** VYZ firması fon gereksinimini karşılamak için bir finans kuruluşu ile anlaşarak 1.000.000 TL değerindeki gayrimenkulunu finans kuruluşuna devretmiştir. Finans

*kuruluşu gayrimenkulü dayanak göstererek 1.000.000 TL değerinde 1 yıl vadeli icara sukuk ihraç etmiş ve toplanan 1.000.000 TL'lik fonu VYZ firmasına transfer etmiştir. Daha sonra söz konusu gayrimenkulü 1 yıllığına aylık 20.000 TL kira bedeli üzerinden VYZ firmasına geri kiralamıştır. Finans kuruluşu, VYZ firmasından periyodik olarak aldığı 20.000 TL kirayı sukuk getirisi oranında sukuk sahiplerine aktarmıştır. Vadenin sonunda gayrimenkulün mülkiyeti VYZ firmasına devredilmiştir. 1.000.000 TL'lik anapara VYZ firmasından alınarak sukuk yatırımcılarına iade edilmiş ve ihraç edilen sukuklar itfa edilmiştir.<sup>94</sup>*

İcara sukuk uygulamasına örnek olarak; Malezya Hükümeti tarafından 2002 yılında icara sukuku sertifikasıyla gerçekleştirilen 600 milyon USD'lik ihraç gösterilebilir. Bu düzenlemeye göre, Malezya Hükümeti tarafından özel amaçlı şirkete (SPV) satılan arazi parselinin kazanç hakkı yatırımcılara beş yıl için yeniden satılmıştır.<sup>95</sup>

İcara sukuk yatırımcıları, söz konusu sukuku ciro edebilmekte, ikincil piyasada işlem yapabilmekte ve sukuka konu varlığın afet veya kaza sonucunda kullanılamaz hale gelmesi durumunda sözleşmeyi iptal edebilmektedir. Ancak bu durumlara karşı sigorta yapılarak risk minimuma indirilmektedir. Kira getirisi sözleşmeye bağlı olarak sabit veya değişken olabilmektedir.<sup>96</sup>

İcare sukukun temel özellikleri aşağıdaki gibi özetlenebilir:<sup>97</sup>

*“Tarafların bir icara sözleşmesi yapılırken söz konusu varlığın kiralanabilir olduğu ve kira miktarının ne kadar olduğunu açıkça biliyor olması gerekmektedir. Eğer her ikisi de biliniyorsa henüz inşa edilmekte olan varlık veya gayrimenkuller de sözleşmede açıkça tanımlanmak şartıyla kiraya verenin normal şekilde elde edeceği, inşa edeceği veya alacağı varlığın kiraya verilmesini sağlayarak sukuka konu yapılabilir. Kiraya veren, kiracının varlıktan yararlanma hakkını engellemeyecek şekilde varlığı satabilir. Bu gerçekleştiğinde varlığın yeni sahibi kirayı alma hakkını da elde edecektir.*

*Kira tutarı kiralamanın ilk döneminde açıkça ve sonraki dönemler için yenilerek belirlenebilir. Kira sabit bir oranda artabilirken, bilinen bir değişkene bağlı olarak artabilir veya azalabilir.*

*İslami kurallara göre, varlığın temel yapısıyla ilgili ödemeler ve maliyetler varlığın sahibinin sorumluluğunda iken kullanımı ile ilgili oluşan bakım giderleri ise kiracının sorumluluğuna bırakılmıştır.*

<sup>94</sup> Gökgöz, **a.g.e.**, s.157-158

<sup>95</sup> Abat, **a.g.e.**, s.21

<sup>96</sup> Büyükakın, Önyılmaz, **a.g.e.**, s.14

<sup>97</sup> Akar, Kandır, Önal, , **a.g.e.**, s.79-80

*İcara sukukunun ihraç sürecinde SPV işleme konu varlığı ödemeyi yaparak satın alır ve daha sonra varlık üçüncü tarafa kullanım için kiraya verilebilir. Kiracı SPV'ye periyodik olarak kirayı öder ve SPV sukuk sahiplerine kira bedelini dağıtır.*

*İcara sukuku ciro edilebilir ve ikincil piyasada alım satımı yapılabilir.*

*İcara sukuku sahipleri, parasal olarak sermaye üzerinde değil, varlıklar üzerinde pay sahibi olmaktadır.*

*İcara sukuk ihraç edenlere yönetim ve pazarlama açısından yüksek derecede esneklik sağlar. Merkezi hükümetler, belediyeler özel ve kamu sektöründe faaliyet gösteren varlık sahipleri bu sukuk türünü ihraç edebilmektedirler. Buna ek olarak finansal aracı kuruluşlar veya doğrudan varlık sahipleri de ihracı gerçekleştirebilmektedirler.”*

Sukuk türleri içinde en çok tercih edilen sukuk olan icare sukuk Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) yapısına benzemekle beraber, oransal mülkiyeti temsil ettiği için nominal değer, primli değer ya da indirimli değer üzerinden işlem görmektedir.<sup>98</sup>

### **3.3.2.7. Melez (Hibrid) Sukuk**

Hibrid sukuk; sukuk yatırımcılarının taleplerinin değerlendirilmesi sonucunda farklı türdeki sukuk varlık havuzlarından (istisna,murabaha ve icara) oluşturulan bir varlık havuzuna istinaden ihraç edilen sukuk türüdür. Bu şekilde farklı enstrümanlardan oluşan bir varlık havuzuna sahip olmak fonların daha yüksek hareket kabiliyetine sahip olmasını sağlamaktadır. Söz konusu varlık havuzunda en az %51 oranında icara sukuk olması söz konusu hibrid sukuk ile ikincil piyasada işlem yapabilmesine olanak sağlamıştır.<sup>99</sup>

İlk hibrid sukuk örneği içeriği murabah, istisna ve icara sukuktan oluşmuş İslam Kalkınma Bankası (IDB) tarafından ihraç edilmiş ve garantörlük verilmiştir. 400 milyon USD değerinde ihraç edilen suku özel sektör gelişimi için kullanılmıştır.<sup>100</sup>

### **3.3.2.8. Wakala (Vekalet) Sukuk**

Vekâlet sözleşmeleri ile bankalar veya yetkili kuruluşlar vekil olarak müşteri adına hareket eder. Müşteri elindeki fonları değerlendirmesi için bankasına teslim eder ve banka bu hizmetin karşılığında belirlenmiş bir tutar tahsil eder. Wakala sukuk ile çeşitli sukuk türleri

<sup>98</sup> Tok, a.g.e., s.20

<sup>99</sup> Muaz Güngören, **Bir Finansal Enstrüman Olarak Sukuk Katılım Bankalarına Uyum Modellemesi**, İstanbul, İTO Yayın No: 2012-38, 2013, s.113-114

<sup>100</sup> Akar, Kandır, Önal, , a.g.e., s.83-84

tek bir havuzda toplanarak islam hukuk prensiplerine uygun hale getirilmekte ve ilgili fonlar bu şekilde değerlendirilmektedir.<sup>101</sup>

### 3.3.3. İSLAM HUKUKU AÇISINDAN SUKUK

Sukuk; önceki bölümlerde açıklamaya çalıştığımız üzere, günümüz finans sisteminde geniş bir uygulama alanı bulan menkul kıymetleştirme işleminin İslam hukuk sistemine uygun şekilde gerçekleştirilmesidir. İslam hukukunda ilgili hükümlere uygun olup olmadığının değerlendirilmesi, bu konuda alınacak kararların uygulama alanı bulması, uluslararası İslami kuruluş ve organizasyonların kararları vb birçok husus sukuk uygulamasının sağlıklı bir zemin üzerinde gelişmesine katkı sağlayacaktır.

Yukarıda detaylı olarak incelendiği üzere birçok türü bulunan sukuk uygulamasının her bir türünün İslam hukukunun ilgili hükümlerine göre değerlendirilmesi farklı sonuçların ortaya çıkmasını gerektirmiştir. Fakat her bir sukuk türünde ortak olarak, sukuk sahipleri bir malı, menfaati veya ortaklık payını satın alan; sukuk ihraççıları ise bunları satan taraf pozisyonundadır. Dolayısıyla yatırımcılar ile ihraç edenler arasında böyle bir hukuki ilişkinin tespiti; ilgili işlemlerin faizli kredi kapsamında olmadığını göstermesi, ikincil piyasalardaki sukuk işlemleri ve sözleşmede tarafların hak ve yükümlülüklerinin tespit edilmesine kadar bir çok hususta esas alınan bir kriter olması açısından son derece önemlidir. Bu çerçevede yaygın olarak uygulama alanı bulan sukuk çeşitlerinin İslam hukuku açısından değerlendirilmesi oldukça faydalı olacaktır.<sup>102</sup>

**Murabaha sukuk;** Banka veya finans kuruluşunun müşterilerine murabaha yöntemi ile çeşitli malların satışını yaptıktan sonra oluşan vadeli alacakların sukuk yatırımcılarına satılması durumu konvansiyonel menkul kıymetleştirme işleminin dayanağı olan “alacağın nakit para karşılığı satımı” işlemine oldukça benzer özellikler göstermektedir. Bu durumun caiz olması ile ilgili İslam hukukunda herhangi bir delil bulunmamaktadır. Fakat banka veya finans kuruluşunun murabaha yönetmi ile satışını yapmak istediği malı satıcıdan almadan önce sukuk yatırımcılarına; özellikleri, miktarı, birim fiyatı ve toplam bedelini söyleyerek söz konusu malı peşin olarak almaları ve başka bir müşteriye vadeli satarak gelir elde etmeleri yönünde bir teklifte bulunur ve sukuk yatırımcıları da bu teklifi kabul ederse bu durumda

---

<sup>101</sup> Aslan, **a.g.e.**, s.84

<sup>102</sup> Durmuş, **a.g.e.**, s.148

ilgili malda ortak olurlar ve taksitli şekilde müşteriye murabaha yöntemiyle satarlar. Sukuk yatırımcıları taksitler tahsil oldukça söz konusu satım işleminden kazanç sağlamış olur.

**Selem sukuk;** selem sözleşmesine göre sukuk bedelinin peşin ödenmesi gerekmektedir. İkincil piyasada işlem görmesi caiz değildir.

**İstisna sukuk;** sukuk yatırımcıları sukuka konu olan şeyin üretimini talep eden, sukuk ihraç edenler ise söz konusu üretimi gerçekleştiren konumundadırlar. Sukuk ihraç edenlerin finans kuruluşu olması durumunda üretim alt istisna sözleşmesi ile asıl üreticilere gerçekleştirilecektir. İkincil piyasa işlemlerinde ise yapılan işlemlerin İslam hukukuna uygunluğu istisna sukuk bedellerinin pozisyonu ile ilgilidir. Yapılan ödemeler ile üretim gerçekleştirilmemiş ise sukuk sahiplerinin paylarını üçüncü kişilere satması İslam hukukunda “borcun satımı” kurallarına riayet edilmesi şartıyla uygun olabilir. Bu durumda istisna sukuk alım bedeli karşılığında satılabilir.

**İcare Sukuk;** sukuk yatırımcıları belirlenmiş bir zaman diliminde malın menfaatine sahip olmaktadır. Sözleşme konusu mal, menfaatinden yararlanılabilir veya faydası kullanmakla ortaya çıkan bir mal olması gerekir. Tüketim mallarının kiralanması yapılmamaktadır. İslam hukukuna göre yasak olan bir hususta yapılan sözleşmeye dayalı kiralama caiz olmayacağı gibi bu sözleşmeye dayalı bir sukuk ihracı ve ihraç edilmiş ise satın alınması caiz görülmez. İcare sukuk, belirli bir maldaki belirlenmiş bir zaman dilimindeki kullanım hakkını temsil ettiği için ikincil piyasalarda kira süresi dikkate alınarak işlem görmesi gerekir.

**Mudarabe Sukuku;** mudârabe ortaklığı tarafların karşılıklı olarak emek ve sermaye koymasıyla oluşturulan bir ortaklıktır. İslam hukukuna göre bu ortaklığın en önemli şartı, zarar riskini tamamıyla sermaye koyan tarafın almasıdır. Buna karşılık sukuk ihraç eden tarafın karşı tarafa sermaye garantisinde bulunmaması gerekir. Fakat devlet veya garantör kuruluş herhangi bir ücret talep etmeden sadece piyasada güven oluşturmak amacıyla sözkonusu işleme garanti verebilir.

**Müşareke sukuku;** müşâreke ortaklık sisteminde kar tarafların anlaşmış olduğu orana göre, zarar ise sermayeye katılım oranına göre düzenlenir. İkincil piyasa işlemleri müşareke sukuk bedellerinin pozisyonu ile ilgilidir. İlgili bedeller yatırıma veya üretime yönlendirilmemiş nakit olarak bulunuyorsa bu durum nakdin başka bir nakit karşılığı satımı anlamına gelir ve işlemin peşin olması gerekir. Sözkonusu bedeller yatırıma veya üretime



yönlendirilmiş, bazı malların alımı yapılmış fakat satışı vadeli gerçekleştirilmiş ise bu durumda muşareke ortaklığının sahip olduğu şey bir mal veya varlık değil bir alacaktır dolayısıyla sukuk işlemi işlemi islam hukukunda “borç satım” kurallarına göre gerçekleştirilmelidir. Muşareke sukuk uygulamalarında genellikle sözkonusu ortaklıkta bir miktar nakit, bir miktar mal ve bir miktarda alacak ve borç bulunmaktadır. Bu durumda “hüküm çoğunluğa göre verilir” prensibi gereği söz konusu sukukun ikincil piyasalarda işlem görmesi ancak ortaklığın mal varlığı çoğunlukta ise mümkün olmaktadır.

Yukarıda her bir sukuk işlemine göre belirtilen hususular dışında aşağıdaki temel şartlara uyulduğu takdirde her bir sukuk işlemi uygun görülebilir:<sup>103</sup>

**1. İşlemin gerçek olması;** Sukuka dayanak teşkil eden varlığın mülkiyetinin (mal, menfaat ortaklık payı), mutlaka sukuk yatırımcılarına geçmesi sağlanmalıdır. Çünkü yatırımcılar açısından “mâlik” olma sıfatı kazanılmadan elde edilen gelirler, kredi karşılığı elde edilecek kazanç vasfında bulunacağından İslam hukukundaki “meşrû gelir” olma kriterlerini karşılamaktan uzak olacaktır. Diğer yandan sukuk yatırımcılarının “mâlik” olmanın beraberinde getirdiği sorumlulukları ifa etmesi gerekmektedir. Örneğin konusu mal olan sukûk işlemlerinde söz konusu malın korunması ve bakımıyla ilgili masrafların sukuk yatırımcıları tarafından payları nispetince karşılanması gerekmektedir. İlgili varlığın mülkiyetinin ve buna bağlı hak ve yükümlülüklerin sukuk yatırımcılarına geçmesinin gerçek anlamda sağlanmadığı durumlarda işlemin meşrûiyeti konusunda ciddi şüpheler oluşmaktadır.

**2. Dayanak sözleşmeye uygun ihraç yapılması;** Sukuk kendi başına bir sözleşme türü olmadığı için mutlaka satım, kiralama ya da ortaklık (mudârabe, müşârahe/inan) hükümleri esas alınarak çıkartılmaktadır. Dolayısıyla sukukun dayandığı sözleşmenin kurallarına uyması gerekmektedir.

**3. Sukukun hile olarak kullanılmaması;** Sukuk ihraç eden tarafın başlangıç fiyatı ile geri satın alma taahhüdünde bulunması sermaye sahibinin anapara garantisine anlamına geleceğinden bu durumdaki sukuk işlemleri uygun değildir. Ayrıca bazı uygulamalarda sukuk gelirlerinin bir şekilde faiz oranlarına bağlanması ya da sukuk yatırımcılarının gerçekleşen kârın belirli bir oranı aşması halinde, fazla olan kısım için sukuk yöneticisi lehine hakkından feragat etmesi gibi bazı işlemler İslâmî esaslara göre çıkartılan sukuku konvansiyonel sistemdeki menkul kıymetlere oldukça yaklaştırmaktadır.

**4. İslam hukuku açısından denetimi;** Sukuk işlemlerinin ihraç, idare ve tasfiyesi sırasında İslam hukuk kurallarına uygunluğunun denetlenmesi son derece önemlidir. Bu

<sup>103</sup> Durmuş, a.g.e., s.153-154

*noktada denetimin bağımsız üst kuruluşlar veya devlet organları tarafından yapılması sukuk işlemlerine olan güveni artıracak ve belirli bir standardın oluşmasını sağlayacaktır.*

Uluslararası bir kuruluş olan İslami Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (AAOIFI) 1991 yılında kurulmuş olup İslami finans sisteminin standart uygulamalarla faaliyetlerini yürütmesi için çalışmalarını yürütmektedir. Aralarında merkez bankalarının da yer aldığı 45'in üzerinde ülkenin desteği ile faaliyetlerini gerçekleştirmektedir ve yayınlanan standartlar dünya genelinde kullanılmaktadır. Bu standartlar içinde sukuk ile ilgili kısaca aşağıdaki hususlar belirtilmiştir:<sup>104</sup>

Yatırım sertifikalarının (sukuk) özellikleri:

1. Birbirine eşit değerde ihraç edilirler. Böylece her sertifika sahibinin temsil ettiği mali hak ve yükümlülüklerin aynı olması sağlanmış olur.
2. İhraç eden tarafın sahip olduğu alacakları temsil etmezler. İhraç eden tarafın mal, menfaat, hizmet ve bunlardan oluşan alacak ve nakit dahil olmak üzere varlıklarına belirlenmiş bir pay üzerinden sahip olunduğunu gösteren sertifikalardır.
3. İslam hukukun onayladığı meşru bir sözleşmeye dayalı olarak ihraç edilirler. İkincil piyasalarda işlem görmesi yine İslam hukuk kuralları çerçevesinde belirlenir.
4. Sukuk sahipleri ihraç esnasında hazırlanan izahnamede verilen bilgilere göre sertifikanın sağladığı gelire sahip olurlar. Her sukuk sahibi elindeki sukuk oranında zarar katlanır.

Sukuk ihracı ile ilgili hükümler maddeler halinde şöyle özetlenebilir:

1. Elde edilen gelirin İslam hukukuna uygun bir sözleşmeye dayalı olarak işletilmesi veya yatırımlarda kullanılması amacıyla, sukuk ihraç edilmesi caizdir.
2. Mevcut mal, menfaat ve hizmet halindeki varlıkları menkulleştirmek caizdir. Ancak sukukun ikincil piyasada işlem görmesi amacıyla alacak/borçların menkulleştirilmesi caiz değildir.
3. Menkulleştirmeye dayanak oluşturan sözleşme ile ilgili tüm şartlar menkulleştirme işlemi içinde geçerlidir.
4. Menkulleştirme işleminin tarafları arasındaki ilişki, menkulleştirmeye esas teşkil eden sözleşme çeşidine ve İslam hukukun ilgili hükümlerine göre belirlenir.
5. Sukuk ihraç izahnamesinde aşağıdaki bilgilerin yer alması gerekir:

---

<sup>104</sup> AAOIFI, a.g.e., s.369-392

- İhraç işlemine katılan vekil, ihraç yöneticisi, ihracı düzenleyen kaynak kuruluş, yatırım yed-i emini (invesmen trustee ) aracı kuruluş, tahsilattan sonra yatırımcıların haklarını ödemeyi taahüt eden kuruluş (payment agent) gibi taraflar hakkında yeterli, bunların hak ve ödevleri, fıkhi/hukuki nitelikleri, göreve atanma ve görevden alınma şartları açıklanmalıdır.

- İzahnamede, ihraca esas teşkil eden sözleşmenin açık bir şekilde şartları ile birlikte tam olarak belirtilmesi gerekmektedir. Ayrıca İslam hukuku hükümlerine ve kurallarına bağlı kalınacağına ve ihraç uygulamasını denetleyecek bir fıkıh kurulunun oluşturulması gerektiğine dair madde bulunmalıdır.

- İzahnamede, arz edilen sukukların elde edilen gelirin ve ilgili gelirin dönüştüğü varlıkların, İslam hukukunun onayladığı meşru yatırım yöntemleriyle işletilmesi gerektiğine dair madde bulunmaktadır.

- İzahnamede her sertifika sahibinin ilgili varlığın gelirine ortak olduğuna ve sahibi bulunduğu sertifikaların temsil ettiği mali haklar oranında zarara katılacağına dair bir madde yer almalıdır.

- İzahnamede ihraççı kuruluşun sukuk sahiplerine kasıt veya kusur halleri dışında, sertifikanın nominal değerini ve belirli miktarda karı garanti ve taahhüt ettiğini içerir herhangi bir madde bulunmamalıdır

6. Herhangi bir kuruluş, arz edildiği halde satılmayan sukukları satın alma taahhüdünde bulunabilir. Ancak bu taahhüt karşılığında herhangi bir komisyon alması caiz değildir.

7. Sukuk ihracı orta ve uzun vadeli olabilir. Herhangi bir vade belirtilmeksizin de olur. Bu durum sukuk ihracına esas teşkil eden sözleşmenin içeriğine göre gerçekleşir.

8. Sukuk ihraççısı veya sukuk sahipleri riskten korunmak veya kar dalgalanmalarının etkisini azaltmak için İslam hukukunun meşru gördüğü yöntemlere başvurabilir. Örnek olarak sukuk sahibi yatırımcıların ortaklığı ile İslam hukuku hükümleri dikkate alınarak sigorta fonu oluşturulabilir veya sukuk gelirlerinden kesinti yapılarak tekafül esasına göre çalışan bir İslami sigorta şirketine sigorta yaptırılabilir.

9. Yatırım Sertifikalarının ikincil piyasalarda işlem görmesi ve geri alınması:

- Mevcut, mal, menfaat veya hizmet halindeki varlıklara hisse ile malik olmayı simgeleyen sukukların ikincil piyasada işlem görmesi, tedüvülü ve geri alınması caizdir. Ancak bu durum ihraç gerçekleşip arz tamamlandıktan, sukuklar ihraç edildikleri amaç için yatırımcılara tahsis edildikten ve menkulleştirme işlemine esas teşkil eden yatırım faaliyeti başladıktan sonra geçerlidir.

- İkincil piyasada işlem görmesi caiz olan sukuk türlerini ihraç eden ihraççıların izahnamede, ihraç tamamlandıktan sonra kendisine arz edilecek sertifikaları nominal değeri ile değil piyasa değeri ile geri satın almayı taahhüt etmesi caizdir.

- İslam hukuku ilkelerine aykırı olmadığı ve amiline düzenlenmiş olduğu sürece yatırım sertifikalarının hesaba kaydetme, elektronik ortamda işlem yapma veya fiziken teslim etme gibi örf ve teamül haline gelmiş herhangi bir yöntemle ikincil piyasalarda alınıp satılması ve tedavülü caizdir.

- İstisna sözleşmesine dayalı olarak ihraç edilen sukuklar, nakit para olmaktan çıkıp sukuk sahiplerinin mülkü olan mevcut mallara dönüşürse sözleşmeye konu proje süresince ikincil piyasalarda işlem görebilir, tedavül edilebilir veya geri alınabilir.

- Selem sözleşmesine dayalı olarak ihraç edilen sukukların ikincil piyasalarda işlem görmesi ve tedavülü caiz değildir.

- Murabaha sözleşmesine dayalı olarak ihraç edilen sukukların murabahaya konu mal müşteriye teslim edildikten sonra ikincil piyasalarda işlem görmesi ve tedavülü caiz değildir. Ancak bu tür sertifikaların, ilgili mal satın alınıp henüz müşteriye satılmadan önce ikincil piyasalarda işlem görmesi ve tedavülü caizdir.

- Müşarake, Mudarabe ve Yatırım vekaleti sözleşmelerine dayalı olarak ihraç edilen sukukların, ihraç gerçekleşip arz tamamlandıktan, sukuklar ihraç edildikleri amaç için yatırımcılara tahsis edildikten ve menkulleştirme işlemine esas teşkil eden yatırım faaliyeti ilgili mallarda ve mefaatte başladıktan sonra ikincil piyasalarda işlem görmesi ve tedavülü caizdir.

Mevcut sukuk uygulamaları hakkında, İslam hukuku açısından yukarıda belirtilen kriterler ışığında yapılan değerlendirmelerde olumsuz görüşlerin de bulunduğunu görmekteyiz. Bu olumsuz görüşler, özellikle hazine sukuk işlemleri üzerinde yoğunlaşmaktadır. Prof. Dr. Servet Bayındır Varlık Kiralama Şirketleri (VKŞ) ve özellikle sukuk sahiplerinin (yatırımcılarının) söz konusu mala sahip olmanın özelliklerini tam olarak yerine getiremediğini belirtir ve şunları söyler:<sup>105</sup>

*İslam âlimlerinin satım akdinde üzerinde durduğu en önemli şartlardan biri mülkiyetin müşteriye geçmesidir. Mülkiyet ise sahibine o malda meşru nitelikli tüm tasarruflarda bulunma hakkının mevcudiyeti ile bir anlam kazanır. Bahsedilen uygulamada VKŞ ve dolaylı olarak gayrimenkulün mülkiyetini elinde bulundukları varsayılan yatırımcılar varlığa baştan belirlenen bir süre içerisinde malik olmakta ve fakat onun*

<sup>105</sup> Servet Bayındır, “Hazinenin Çıkardığı Kira Sertifikaları Helal mi?”, (Çevrimiçi) <http://www.suleymaniyevakfi.org/islam-iktisadi/hazinenin-cikardigi-kira-sertifikalari-helal-mi.html> 18.06.2017.

üzerinde hiçbir tasarruf yetkisine sahip bulunmamaktalar. Tek yetkileri Hazinesinin parayı iade etmemesi durumunda varlığın satılıp bedelin paylar oranında paylaşılmasından ibarettir. Kira konusuna gelince, Hazine zaten kendi tasarrufunda olan varlığın menfaatine gerçek bir kiracı gibi malik olmamakta, aksine ilgili kanunlar ve yapılan sözleşmenin bağlayıcı şartları gereği, malın gerçek maliki gibi her türlü risk ona ait olmaktadır. Örneğin, sertifikalara dayanak gösterilen bina depremde yıkılsa zarar sertifika sahiplerine değil Hazine'ye ait olacaktır. Oysa fikhin kabul ettiği kiralamada, kira konusu malın (kiracının kasıt ve kusuru dışındaki) bütün riskleri mal sahibine aittir. Ayrıca dünya örneklerinde de görüldüğü gibi her zaman Hazine iktisadi anlamda menfaatten faydalandığı gayrimenkulü sertifikalara dayanak varlık olarak göstermemektedir. Örneğin, atıl halde duran herhangi bir arazi dayanak varlık olarak gösterilip sertifika ihraç edilmekte, araziden iktisadi anlamda hiçbir şekilde yararlanılmasa da (sözde kullanım karşılığı) kira adı altında sertifika sahiplerine getiri ödenmektedir. Bu durum işlemin artı bir iktisadi faaliyetten ibaret olmadığını göstermektedir.

*Bu uygulama fıkhıta Beyu'l-istiğlal diye adlandırılan ve fakihlerin büyük çoğunluğu tarafından rehin karşılığı borçtan menfaattenme ve dolayısıyla faizli olduğu kabul edilen işlemin günümüze uyarlanmış şekli başka bir şey değildir. Aslında bu tür hileli uygulamalara cevaz verenler tarihte hep var olagelmıştır. Klasik kaynaklardaki hâkim görüş bu tür hileli uygulamaların İslam'a aykırı olduğu şeklinde ise de özellikle Şafii mezhebine mensup fakihlerle bazı Hanefi fakihleri bunlara fetva vermişlerdir. Günümüzde konuya ilişkin fetva verenlerin klasik dönemdeki bu fetvalardan ilham aldıkları muhtemeldir. Ancak iktisaden ve fitraten ticaret olarak adlandırılması mümkün olmayan bu tür işlemlerin, doğal yapıları/fitratları göz ardı edilip, işlemin özüne bakılmasızın sadece isim değişikliği yapılarak fikhin meşru gördüğü bir adla adlandırılıp helal olduğuna cevaz verilmesi insanı sorumluluktan kurtarmayacağı açıktır.*

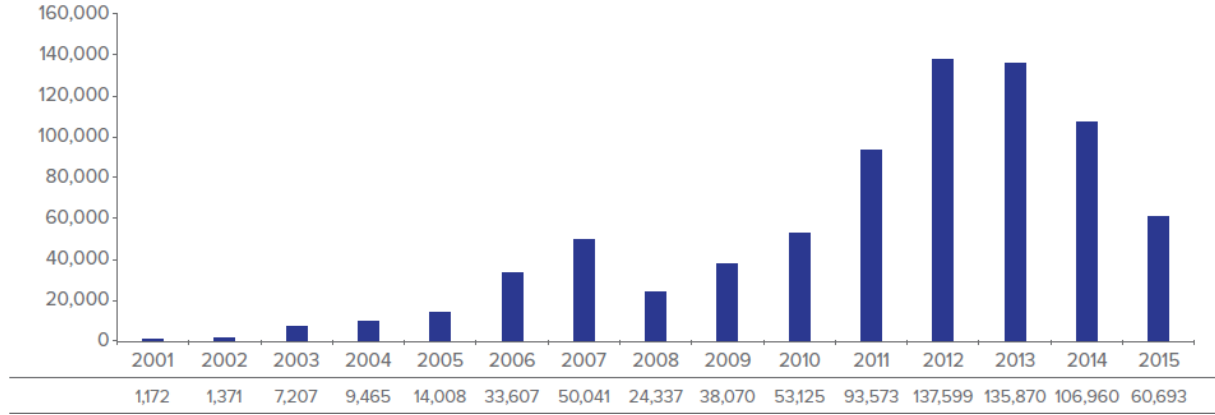
### 3.3.4. KÜRESEL SUKUK PAZARI GENEL GÖRÜNÜMÜ

Sukuk, uluslararası sermaye piyasalarında özellikle yatırım projeleri finansmanında riski minimize eden faizsiz bir altyapıya dayalı olması ile önemli bir role sahiptir. Sukuk ihraçları körfez ülkelerinde çoğunlukla Avrupa ve Amerika'da ise zaman zaman yapılmaktadır. Dünya genelinde ise İslami finans ürünlerine olan talep son 10 yılda giderek önemi arttırmıştır.<sup>106</sup>

Uluslararası İslami Finans Piyasası (International Islamic Financial Market- IIFM) tarafından 2016 yılı Mart ayında yayınlanan rapora göre dünya sukuk piyasasının genel görünümünü aşağıdaki şekilde özetleyebiliriz:

**Tablo 3.7 Toplam Küresel Sukuk İhraçları (2001 – 2015) – (USD Millions)**

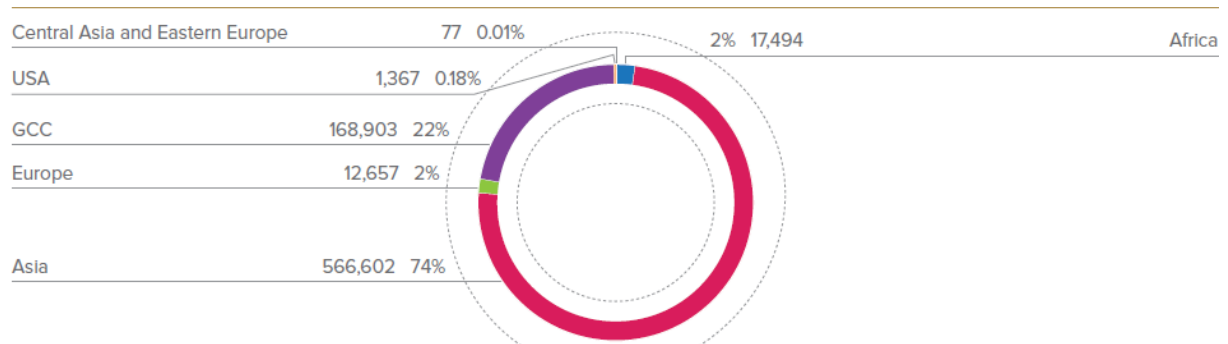
<sup>106</sup> Çanakçı, a.g.e., s.44



**Kaynak:** International Islamic Financial Market Sukuk Report: A comprehensive study of the International Sukuk Market,2016, (Çevrimiçi),  
[http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20\(5th%20Edition\)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf](http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20(5th%20Edition)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf) ,16.05.2016, s.5

Dünya genelinde 2001 yılından bu yana yapılan tüm sukuk ihraçları yukarıdaki grafikte görülmektedir. Yapılan toplam sukuk ihracı 767 milyar USD üzerindedir. 2012 ve 2013 yıllarında sukuk ihraçlarının rekor düzeylere ulaşmasına rağmen 2014 yılında düşüş göstermiş fakat yine de 100 milyar USD üzerinde kalmıştır. 2015 yılında 2014 yılına göre %43 oranında sukuk ihracı düşüş göstermiştir. Düşüşün en önemli nedeni BNM (Bank Negara Malaysia – Malezya Merkez Bankası) politikası gereği kısa vadeli yatırımlar için sukuk ihraçlarını sürdürmeme kararı etkili olmuştur. Bu durum sukuk piyasasında bir zayıflama vb değil bir strateji değişikliği olarak algılanabilir. Bu çerçevede Malezya’da 2014 yılında 1 yıl vade üzerinde 211 adet toplam değeri 8.1 milyar USD sukuk ihracı yapılırken 2015 yılında 238 adet toplam değeri 14.3 milyar USD sukuk ihracı yapılmıştır.

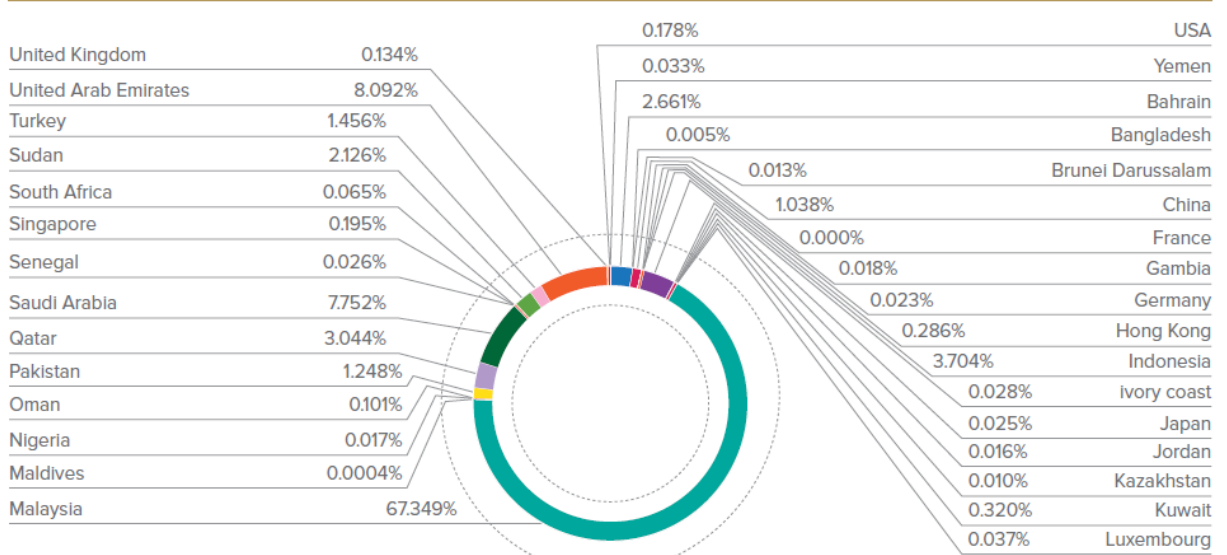
### Grafik 3.1. Küresel Sukuk İhraçlarının Bölgesel Dağılımı ( 2001 – 2015, USD Millions)



**Kaynak:** International Islamic Financial Market Sukuk Report: A comprehensive study of the International Sukuk Market,2016, (Çevrimiçi),  
[http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20\(5th%20Edition\)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf](http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20(5th%20Edition)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf) ,16.05.2016, s.33

Küresel sukuk pazarında yapılan ihraçların %74 ü Asya bölgesinde gerçekleştirilmektedir. GCC<sup>107</sup> ülkelerinin payı %22 olup Asya'nın payına ulaşmaktan çok uzaktadır.

**Grafik 3.2. Küresel Sukuk İhraçlarının Ülke Bazında Dağılımı (2001-2015)**

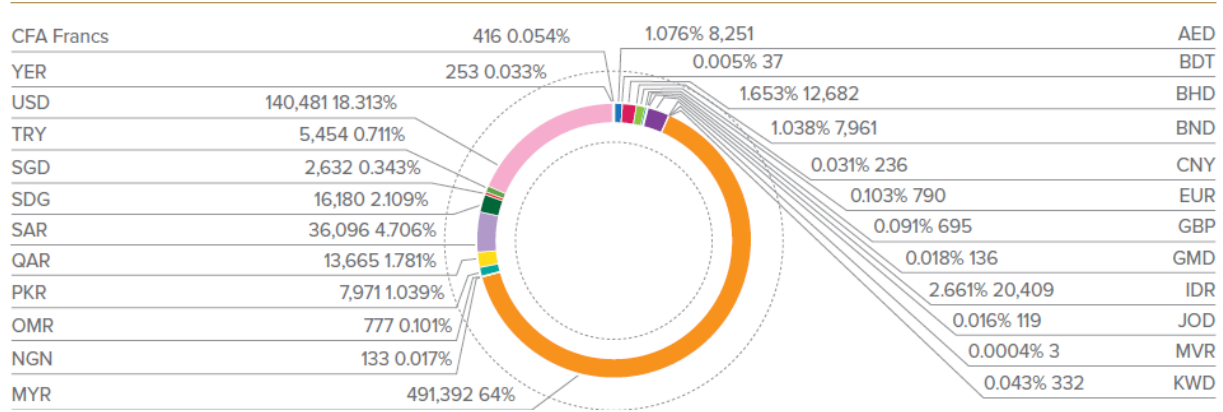


**Kaynak:** International Islamic Financial Market Sukuk Report: A comprehensive study of the International Sukuk Market,2016, (Çevrimiçi), [http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20\(5th%20Edition\)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf](http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20(5th%20Edition)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf) ,16.05.2016, s.33

Asya bölgesinin sukuk ihraçlarında belirgin farkla önde olmasının nedeni tabloda görüleceği üzere Malezya'dır. Ülke bazında dünya sukuk ihraçlarının %67 sini Malezya gerçekleştirmektedir. Sadece bir ülkenin yüksek oranda sukuk ihracı gerçekleştirmesi endişe verici gibi gözükse de Malezya dışındaki 30 ülkenin dünyanın farklı bölgelerine dağılmış olması sukuk ihraçlarındaki bölgesel çeşitlilik açısından umut vericidir.

<sup>107</sup> Körfez İşbirliği Konseyi (İngilizce: Gulf cooperation Council – GCC) Basra Körfezi'ne kıyaslı bulunan altı Arap ülkesinin ekonomik, siyasal ve sosyal hedefler ile bir araya gelmesiyle oluşturduğu bir ülkeler topluluğudur. 25 Mayıs 1981 tarihinde kurulan kurul Bahreyn, Kuveyt, Umman, Katar, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri'nden oluşur.

**Grafik 3.3. Küresel Sukuk İhraçlarının Para Birimlerine Göre Dağılımı (2001-2015, USD Millions)**

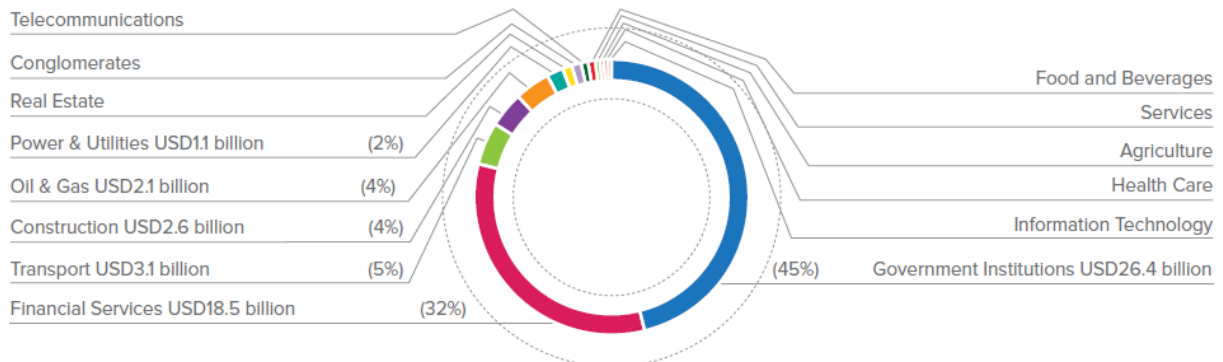


**Kaynak:** International Islamic Financial Market Sukuk Report: A comprehensive study of the International Sukuk Market,2016, (Çevrimiçi), [http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20\(5th%20Edition\)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf](http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20(5th%20Edition)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf) ,16.05.2016, s.34

Dünya genelinde Malezya'nın ülke bazında en çok ihraç yapan ülke olmasına paralel olarak Malezya ringitinin diğer para biriminde yapılan ihraçlara göre açık farkla önde olduğu görülmektedir. Malezya Merkez Bankasının (BNM) kısa vadeli ihraçları durdurduğu 2015 yılında dahi durum değişmemiştir. USD bazlı ihraçlar toplam ihraçların %18,3 oranını oluşturmaktadır. USD ve MYR dışında 22 farklı para biriminde sukuk ihracı yapılması olumlu bir gelişmedir.

Kamu kuruluşlarının sukuk ihraçları ile kendi yerel piyasalarından likidite temin etmeye çalışması USD ve MYR dışındaki Asya para birimlerinin zaman içinde önemini artıracaktır.

**Grafik 3.4. Küresel Sukuk İhraçlarının Sektör Olarak Dağılımı (2001-2015)**



**Kaynak:** International Islamic Financial Market Sukuk Report: A comprehensive study of the International Sukuk Market,2016, (Çevrimiçi), [http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20\(5th%20Edition\)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf](http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20(5th%20Edition)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf) ,16.05.2016, s.103



Dünya genelinde sukuk ihraçlarında %45 oran ile kamu kuruluşları ön plana çıkmaktadır. Finansal kuruluşlar %32 oran ile sukuk ihraçlarında ikinci sırada yer almaktadır. Kamu kuruluşları ve Finansal Kuruluşlar dışındaki sektörlerde gerçekleştirilen sukuk ihraçları da ilerleyen son yıllarda gelişme göstermiştir.

**Tablo 3.8. Uluslararası Sukuk İhraçlarının Bölgesel Dağılımı (2001-2015)**

ASIA & FAR EAST	NUMBER OF ISSUES	AMOUNT USD MILLIONS	OF TOTAL % VALUE
China	1	97	0.07%
Hong Kong	4	2,196	1.48%
Indonesia	11	8,003	5.38%
Japan	3	190	0.127%
Malaysia	53	30,165	20.27%
Pakistan	2	1,600	1.08%
Singapore	4	711	0.48%
Total	78	42,961	28.87%
GCC & MIDDLE EAST	NUMBER OF ISSUES	AMOUNT USD MILLIONS	OF TOTAL % VALUE
Bahrain	99	7,860	5.28%
Kuwait	13	2,127	1.43%
Qatar	11	9,685	6.51%
Saudi Arabia	39	23,218	15.60%
United Arab Emirates	81	53,819	36.16%
Total	243	96,709	64.98%
AFRICA	NUMBER OF ISSUES	AMOUNT USD MILLIONS	OF TOTAL % VALUE
South Africa	1	500	0.34%
Sudan	1	130	0.09%
Total	2	630	0.42%
EUROPE & OTHERS	NUMBER OF ISSUES	AMOUNT USD MILLIONS	OF TOTAL % VALUE
France	1	1	0.00%
Germany	1	55	0.04%
Luxembourg	3	280	0.19%
Turkey	17	5,716	3.84%
United Kingdom	8	1,028	0.69%
USA	5	1,367	0.92%
Kazakhstan	1	77	0.05%
Total	36	8,524	5.73%
<b>Grand Total</b>	<b>359</b>	<b>148,824</b>	<b>100.00%</b>

**Kaynak:** International Islamic Financial Market Sukuk Report: A comprehensive study of the International Sukuk Market,2016, (Çevrimiçi), [http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20\(5th%20Edition\)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf](http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20(5th%20Edition)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf) ,16.05.2016, s.24

Bölge ve ülke bazlı yukarıdaki tabloda UAE uluslararası sukuk piyasasında toplamda 53.8 milyar USD değerinde 81 adet sukuk ihracı ile lider konumdadır. Diğer taraftan UAE ve Suudi Arabistan dünya uluslararası sukuk piyasasının yaklaşık %50 sine hakim durumdadır. 2015 yılında yapılan ihraçların yaklaşık %32 si bu iki ülkede gerçekleştirilmiştir.

**Tablo 3.9. İç Piyasa Sukuk İhraçlarının Bölgesel Dağılımı (2001-2015)**

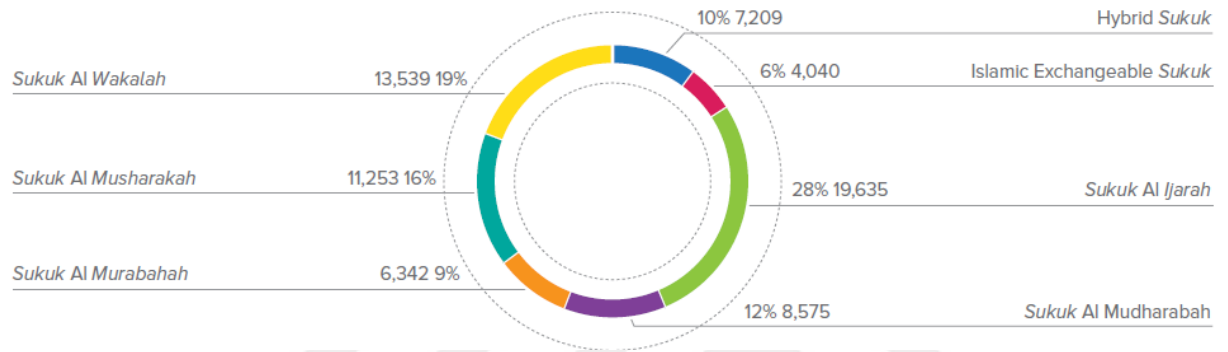
ASIA & FAR EAST	NUMBER OF ISSUES	AMOUNT USD MILLIONS	% OF TOTAL VALUE
Bangladesh	4	37	0.01%
Brunei Darussalam	122	7,961	1.29%
Indonesia	189	20,409	3.30%
Malaysia	4,647	486,471	78.68%
Maldives	1	3	0.00%
Pakistan	63	7,971	1.29%
Singapore	12	788	0.13%
Total	5,038	523,640	84.69%
GCC & MIDDLE EAST	NUMBER OF ISSUES	AMOUNT USD MILLIONS	% OF TOTAL VALUE
Bahrain	241	12,552	2.03%
Jordan	1	119	0.02%
Kuwait	1	332	0.05%
Oman	2	777	0.13%
Qatar	10	13,665	2.21%
Saudi Arabia	49	36,246	5.86%
United Arab Emirates	14	8,251	1.33%
Yemen	2	253	0.04%
Total	320	72,194	11.68%
AFRICA	NUMBER OF ISSUES	AMOUNT USD MILLIONS	% OF TOTAL VALUE
Gambia	210	136	0.02%
ivory coast	1	215	0.03%
Nigeria	2	133	0.02%
Senegal	1	201	0.03%
Sudan	26	16,180	2.62%
Total	240	16,864	2.73%
EUROPE & OTHERS	NUMBER OF ISSUES	AMOUNT USD MILLIONS	% OF TOTAL VALUE
Germany	1	123	0.02%
Turkey	56	5,454	0.88%
Total	57	5,577	0.90%
<b>GRAND TOTAL</b>	<b>5,655</b>	<b>618,275</b>	<b>100.00%</b>

**Kaynak:** International Islamic Financial Market Sukuk Report: A comprehensive study of the International Sukuk Market,2016, (Çevrimiçi),

[http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20\(5th%20Edition\)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf](http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20(5th%20Edition)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf) ,19.05.2016, s.26

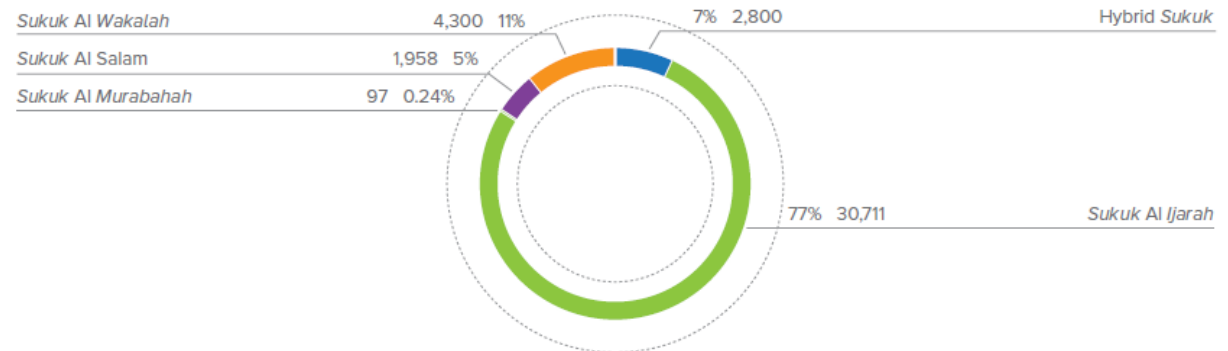
İç piyasa sukuk ihraçları küresel sukuk pazarının %80'inden fazlasını oluşturmaktadır. İç piyasa pazarı 2001 yılından bu yana 20 den fazla para birimi ile gerçekleşen genel olarak kısa vadeli bir piyasadır. Malezya son 15 yılda 486.5 milyar USD değerinde 4647 adet sukuk ihracı gerçekleştirerek yaklaşık %79 oran ile iç piyasa sukuk ihraçlarında hakim oyuncudur. 2015 yılının ilk çeyreğinden itibaren kısa vadeli ihraçların büyük kısmını gerçekleştirmediği halde iç piyasa sukuk ihraç pazarındaki payı % 66 oranındadır.

**Grafik 3.5. Uluslararası Özel Sektör Sukuk İhraçları (2001-2015, USD millions)**



**Kaynak:** International Islamic Financial Market Sukuk Report: A comprehensive study of the International Sukuk Market,2016, (Çevrimiçi), [http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20\(5th%20Edition\)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf](http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20(5th%20Edition)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf) ,19.05.2016, s.30

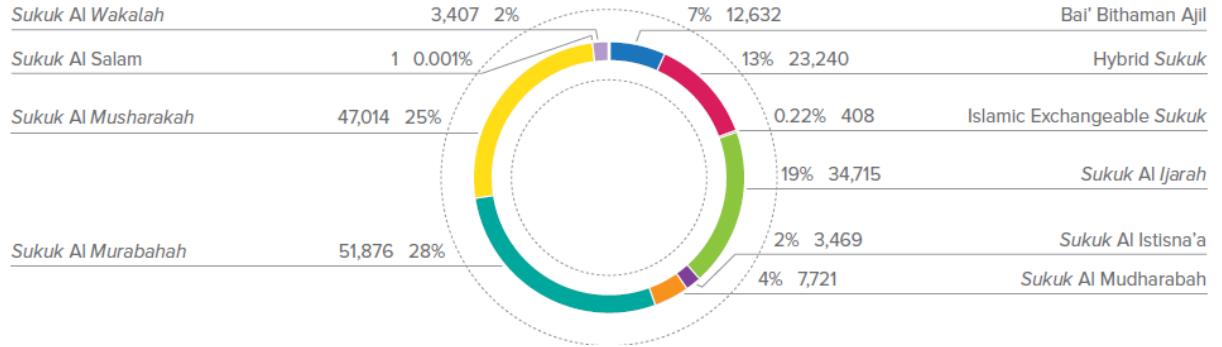
**Grafik 3.6. Uluslararası Kamu Sukuk İhraçları (2001-2015, USD millions)**



**Kaynak:** International Islamic Financial Market Sukuk Report: A comprehensive study of the International Sukuk Market,2016, (Çevrimiçi), [http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20\(5th%20Edition\)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf](http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20(5th%20Edition)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf) ,19.05.2016, s.26

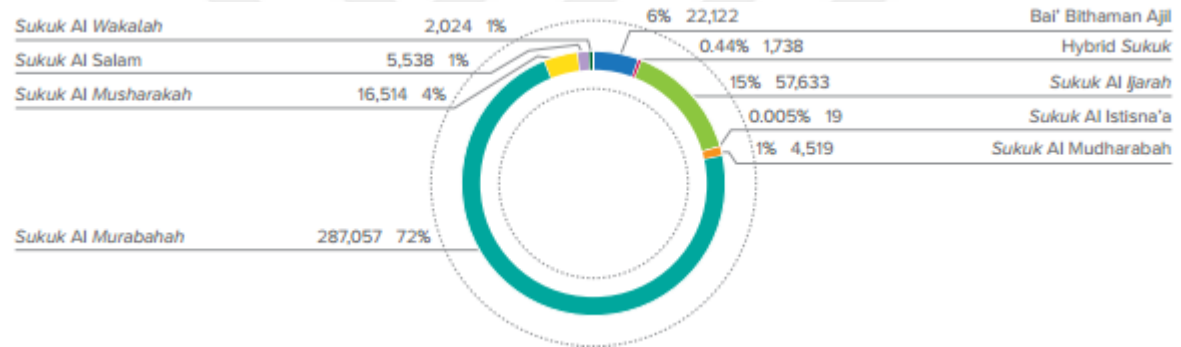
Uluslararası sukuk ihraçlarının türlerine göre dağılımı incelendiğinde özel sektör ve kamu sukuk ihraçlarında icare sukuk en çok tercih edilen türdür.

**Grafik 3.7. İç Piyasa Özel Sukuk İhraçları (2001- 2005, USD millions)**



**Kaynak:** International Islamic Financial Market Sukuk Report: A comprehensive study of the International Sukuk Market,2016, (Çevrimiçi), [http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20\(5th%20Edition\)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf](http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20(5th%20Edition)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf) ,19.05.2016, s.31

**Grafik 3.8. İç piyasa kamu sukuk ihraçları (2001-2015, USD millions)**



**Kaynak:** International Islamic Financial Market Sukuk Report: A comprehensive study of the International Sukuk Market,2016, (Çevrimiçi), [http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20\(5th%20Edition\)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf](http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20(5th%20Edition)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf) ,19.05.2016, s.32

İç piyasada özel sektör ve kamu kurumları tarafından yapılan ihraçlarda ağırlıklı olarak Murabaha ve Muşaraka sukuk türlerinin tercih edildiği görülmektedir.

### 3.3.5. TÜRKİYE'DE SUKUK ( KİRA SERTİFİKALARI)

#### 3.3.5.1. Kavramsal Çerçeve

Ülkemizde kamu ve özel sektörde faizsiz finansal enstrümanların tercih edilmesindeki en önemli unsur gerçek bir ticarete veya bir varlığa dayalı olarak oluşturulmasıdır. Dolayısıyla borca dayalı veya borcu finanse eden bir yapıyı destekleyici özelliği bulunmamaktadır. Özellikle kamuda son yıllarda faizsiz finansal enstrümanların kullanımı ile ilgili yasal düzenlemeler oluşturulması ve uygulamalar yapılması dikkat çekmiştir. Bu

çerçeve de özellikle kamuda faizsiz varlığa dayalı enstrümanlara ihtiyaç duyulmasının sebeplerini aşağıdaki şekilde açıklayabiliriz:

*“Altyapı yatırımlarına devlet bütçesi dışında kaynak sağlamak, soyut nitelikte olan Devlet tahvili ve Hazine Bonosu yerine somut nitelikte olan köprü ve barajların adlarını kullanarak daha kolay borçlanmak, faiz geliri elde etmekten çekinen tasarruf sahiplerine ulaşabilmek ve yabancı yatırımların ülkemize çekilmesi olarak belirtebiliriz. Hazine Müsteşarlığı, kamu varlıklarını kullanarak yeni bir finansal enstrümanı oluşturma düşüncesi kapsamında yapılan yasal düzenlemenin; ülkemize yatırım yapan uluslararası yatırımcı tabanını geliştirmek, kamu finansman araçlarını çeşitlendirmek ve kamu varlıklarını verimli bir biçimde değerlendirmek üzere, kamu kurum ve kuruluşlarına ait her türlü taşınmaz mallar ile kamu mallarına ilişkin imtiyazları ve işletme haklarını kullanmak suretiyle sermaye piyasası araçları ihraç edilebilmesi için gerekli düzenlemelerin yapılması, yetki, görev ve sorumlulukların belirlenmesi amacıyla yapıldığını ifade etmektedir.”<sup>108</sup>*

Türkiye’de son yıllarda özel sektörde ve kamuda finansman ihtiyacının sukuk ihracı üzerinden karşılanması ile ilgili yoğun bir çalışma başlatılmış ve sukuk ihracı ile yasal düzenlemeler yapılmıştır. Bu çerçevede kamu finansmanı ile ilgili olarak şu düzenlemeler yapılmıştır: “6327 sayılı Kanun ile 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetimi Hakkındaki Kanunun dördüncü bölümün başlığı olan “İç ve Dış Borçlanma” ya “Kira Sertifikası İhracı” eklenmiş böylece kira sertifikası veya kira sukuku da hazine için borçlanma yöntemi haline gelmiştir. Aynı kanun ile 4749 sayılı Kanunu’na kira sertifikası başlıklı 7/A maddesi eklenerek, kira sertifikası (kira sukuku) ihracı için gerekli hukuksal altyapı hazırlanmıştır. Bu düzenleme çerçevesinde, Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Anonim Şirketi (HMKVKS) tarafından 3 Ekim 2012 tarihli kira sertifikası ihracı için 1 Ekim 2012 tarihinde duyurulan kira sertifikası ihracına 3.275.000.000 TL toplam talep gelmiş ve 1.624.482.560 TL tutarında ihraç yapılmıştır.”<sup>109</sup> Ayrıca 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun "Kira Sertifikası ve Varlık Kiralama Şirketleri" başlıklı 61. maddesi ile kira sertifikalarının tanımı yapılarak bu konuda düzenlemeler konusunda Sermaye Piyasası Kurulu yetkili kılınmıştır.<sup>110</sup>

### **3.3.5.1.1. Tanım ve Özellikler**

Sermaye Piyasası Kurulunun 07.06.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliğinde kira sertifikaları; “Her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi

<sup>108</sup> Tok, a.g.e., s.57

<sup>109</sup> Akar, Kandır, Önal, , a.g.e., s.85

<sup>110</sup> Gökgöz, a.g.e., s.158

*tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymeti,*” şeklinde tanımlanmıştır.

Kira sertifikası çıkarılmasında yer alan Kaynak Kuruluş ve Varlık Kiralama Şirketi (VKŞ)’in tebliğde tanımları yapılmıştır:

Kaynak kuruluş; *“Sahipliğe dayalı kira sertifikası ihraçlarında varlık ve hakları varlık kiralama şirketine devreden sermaye şirketini veya tacir niteliğini haiz gerçek veya tüzel kişilerin bir araya gelerek ve malvarlıklarını birleştirmek suretiyle yazılı bir sözleşmeye istinaden oluşturdukları adi ortaklığı; yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraçlarında sahip olduğu varlık ve hakları VKŞ adına yöneten 12 nci maddenin birinci fıkrasında belirtilen nitelikteki şirketleri”* olarak tanımlanmıştır.

Varlık Kiralama Şirketi; *“Kanunun 61 inci maddesi çerçevesinde münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere anonim şirket şeklinde kurulmuş olan sermaye piyasası kurumunu”* olarak tanımlanmıştır.

Ülkemizde kira sertifikaları ile ilgili ilk düzenleme 2010 yılında SPK tarafından yayınlanan Seri III, No: 43 sayılı “Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” ile yapılmıştır. İlgili Tebliğ’de kira sertifikaları, “varlık kiralama şirketinin satın almak veya kiralamak suretiyle devraldığı varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlediği ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymet, kira sukuku” şeklinde tanımlanmıştır. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun yerine getirilen 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu m.61/(1)’de ise kira sertifikaları, “her türlü varlık veya hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan ve nitelikleri SPK’ca belirlenen sermaye piyasası araçları” olarak tanımlanmıştır. SPK’nın 6362 sayılı Kanun’a dayanarak çıkardığı III-61.1 Seri No’lu Kira Sertifikaları Tebliği m.3/(1)-h’de de kira sertifikalarının, kanundakine benzer bir şekilde tanımlandığı ancak kanundaki tanımdan farklı olarak burada kira sertifikalarının menkul kıymet olarak nitelendirildiği görülmektedir. Görüldüğü üzere, Sermaye Piyasası Kanunu ve yeni Tebliğde ilk düzenlemedeki sınırlandırmalar kaldırılarak, daha geniş bir uygulama alanı getirilmiştir.<sup>111</sup>

---

<sup>111</sup> Aydın, Ayyıldırım, **a.g.e.**, s.48

Sermaye Piyasası Kurulunun 07.06.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliğinde yapılan yeni düzenlemeler; aşağıda belirtilmiştir:<sup>112</sup>

*“Uluslararası genel kabul gören sahipliğe, yönetim sözleşmesine, alım-satıma, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı olmak üzere toplam 5 yeni kira sertifikası türü tanımlanmıştır.*

*Varlık Kiralama Şirketlerinin finansman ihtiyacı olan başka şirketlere de kira sertifikası ihraç edebilmelerine imkân sağlanmıştır.*

*Bir Varlık Kiralama Şirketi’nin aynı anda birden fazla kira sertifikası ihracı yapabilmesine imkân tanınmıştır.*

*Varlık tanımı 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na uygun olarak varlık ve hakları kapsayacak şekilde genişletilmiştir.*

*Çıkar çatışmalarının önlenmesini teminen Varlık Kiralama Şirketi yönetim kuruluna bağımsız üye zorunluluğu getirilmiş ve önemli kararlar bağımsız üyenin olumlu oyuna bağlanmıştır.*

*Yatırımcıların bilgilendirilmesi ve haklarının korunmasını teminen, Varlık ve haklar ile yükümlülüklerin Varlık Kiralama Şirketi kayıtlarında, ihraç edilen her farklı kira sertifikası bazında ayrı ayrı izlenmesi hükme bağlanmıştır.*

*Yatırımcıları haklarının korunmasını teminen, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı kira sertifikalarında varlık ve hak rehni kurulması öngörülmüş, yönetim sözleşmesine ve alım-satıma dayalı kira sertifikalarında ise kaynak kuruluş veya fon kullanıcısı olabilecek ortaklıklar sınırlı olarak belirlenmiştir.”*

Tebliğde kira sertifikalarının ihraçları ve varlık kiralama şirketlerinin varlık ve hakları ile ilgili olarak ayrıntılı bilgi verilmiştir:

*“Tebliğ m.10/(1) uyarınca,halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin satılmak üzere ihraç edilebilir. Halka arz edilecek kira sertifikalarının borsada işlem görmesi ve bu amaçla borsaya başvurulması zorunludur. Halka arz edilmeksizin yapılacak satışlar ise, tahsisli satış ve nitelikli yatırımcıya satış olmak üzere yapılabilir. İhraç edilen kira sertifikalarının sahipleri, ihraca dayanak varlık ve haklardan elde edilen gelirler üzerinde payları oranında hak sahibi olurlar. Ayrıca Tebliğ m.4/(5)’e göre kira sertifikaları, izahnamede ya da halka arz edilmeksizin satışının yapıldığı durumlarda düzenlenen sözleşmelerde belirlenen hususlar çerçevesinde itfa edilecektir. Ayrıca Tebliğ m.4/(3) uyarınca, itfa edilinceye kadar varlık kiralama şirketinin portföyünde yer alan varlık ve haklar, varlık kiralama şirketinin yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi halinde dahi, teminat amacı dışında tasarruf edilememekte,*

<sup>112</sup>T.C. Sermaye Piyasası Kurulu, Kira Sertifikaları Tebliğine İlişkin Basın Duyurusu, (çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20130607&subid=0&ct=c>,(12.05.2016)

*rehnedilememekte, teminat olarak gösterilememekte, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilememekte, iflas masasına dâhil edilememekte ve ayrıca bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı verilememektedir.”<sup>113</sup>*

### **3.3.5.1.2. Varlık Kiralama Şirketi**

Yurt dışı sukuk ihraçlarında özel amaçlı şirketler (Special Purpose Vehicle-SPV) “Trust” yapısında örgütlenmektedir. Ülkemiz hukuk sisteminde ise söz konusu “trust” yapısı düzenlenmemiştir. “Trust” kurumu, İngiliz hukuk sistemi içerisinde yer bulan bir kavram olmakla beraber genel olarak Medeni Kanun’daki “vakıf” kurumuna benzediği söylenebilir.<sup>114</sup>

Kira Sertifikası Tebliğinde belirtilen varlık kiralama şirketleri; diğer ülkelerdeki sukuk ihraçlarında süreçlerde yer alan Özel amaçlı aracı kurumlar (Special Purpose Vehicle-SPV) niteliğindedir. Tebliğde, Varlık Kiralama Şirketi (VKŞ); kira sertifikası ihraç etmek üzere anonim şirket olarak kurulmuş olan sermaye piyasası kurumu olarak tanımlanmıştır. VKŞ’ni kurmaya yetkili olabilecek organizasyonlar ise şöyle sıralanmıştır:<sup>115</sup>

- a) Bankalar,
- b) Portföy aracılığı, genel saklama hizmeti veya aracılık yüklenimi faaliyetinden herhangi birini yürütecek olan aracı kurumlar,
- c) İpotek finansmanı kuruluşları,
- d) Payları borsada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları,
- e) Kurulun kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde belirlenen birinci ve ikinci grupta yer alan halka açık ortaklıklar,
- f) Derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak notlandırma ölçeğine göre ihracın para birimi cinsinden yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen uzun vadeli derecelendirme notunu alan ortaklıklar,
- g) Sermayelerinin % 51 veya daha fazlası doğrudan Hazine Müsteşarlığı’na ait olan ortaklıklar.”

Sadece kira sertifikası ihraç etmek üzere anonim şirket olarak kurulan varlık kiralama şirketleri şu faaliyetleri yürütebilmektedirler:<sup>116</sup>

*“ Her türlü varlık ve hakları kaynak kuruluştan devralmak ve bunları kaynak kuruluşa ya da üçüncü kişilere kiralamak,*

<sup>113</sup> Aydın, Ayyıldırım, **a.g.e.**, s.49

<sup>114</sup> Türker, **a.g.e.**, s.45

<sup>115</sup> T.C. Sermaye Piyasası Kurulu, Kira Sertifikaları Tebliğine İlişkin Basın Duyurusu, (çevrimiçi), [\(http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20130607&subid=0&ct=c\)](http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20130607&subid=0&ct=c), (13.05.2016)

<sup>116</sup> Aydın, Ayyıldırım, **a.g.e.**, s.55-56



*Kaynak kuruluşa ait varlık ya da hakları mülkiyet devri olmaksızın, vade boyunca kiralamak da dâhil olmak üzere kendi lehine yönetilmesini konu alan sözleşmeler düzenlemek,*

*Varlık ya da hakların kurulacak şirket tarafından satın alınarak Tebliğ'de belirtilen nitelikteki şirketlere vadeli olarak satılması yoluyla varlık ya da hak alımının finansmanını sağlamak,*

*Bir ortak girişime ortak olmak*

*Kurulacak şirketin iş sahibi sıfatıyla taraf olduğu eser sözleşmesi veya amaca uygun sair sözleşmeler kapsamında eserin meydana getirilmesini sağlamak, eseri kiralamak ya da satmak,*

*SPK'nın düzenleme ve kararları çerçevesinde kira sertifikası ihracına yönelik sair işlemleri gerçekleştirmek, sözleşmeleri yapmak ve faaliyetlerde bulunmak,*

*İhraca dayanak varlıklardan ve haklardan elde edilen gelirleri veya yapılan tahsilâtları payları oranında kira sertifikası sahiplerine ödemek ya da aktarmak,*

*Sahip olduğu varlık ve hakları, yukarıda anılan faaliyetleri icra edebilmek ve bu faaliyetlerin olağan ifası amacıyla yönetmek, işletmek ve bu varlık ve haklar üzerinde hukuki tasarruflarda bulunmak,*

*Yukarıda anılan faaliyetleri gerçekleştirmek amacıyla fon kullanıcıları, kaynak kuruluşlar, aracı kuruluşlar ve üçüncü kişilerle sözleşmeler akdetmek,*

*Doğmuş ya da doğabilecek her türlü hak ve alacaklarını ya da risklerini teminatlandırmak için her türlü ipotek, rehin ve sair ayni ve şahsi teminatları almak; bu amaçla sair biçimle hukuki muamelelerde bulunmak,*

*Kira sertifikası sahiplerinin temsilcisi ya da güvenilir kişi olarak tayin edilmek suretiyle kira sertifikası sahipleri yararına kendi lehine ipotek, rehin almak.”*

Ayrıca ilgili Tebliğ m.12/(5) uyarınca varlık kiralama şirketleri; SPK tarafından uygun görüş verilen esas sözleşmelerindeki belirtilen faaliyetler dışında herhangi bir ticari faaliyetle uğraşamayacakları gibi, sahip oldukları varlık ve haklar üzerinde esas sözleşmelerinde izin verilenler hariç olmak üzere, üçüncü kişiler lehine hiçbir ayni hak tesis edemezler ve bu varlık ile haklar üzerinde kira sertifikası sahiplerinin menfaatlerine aykırı bir şekilde tasarruflarda bulunamazlar. Bunun yanında söz konusu şirketler, her ne isimle olursa olsun kredi kullanamazlar, borçlanamazlar, sahip oldukları varlık ve hakları esas sözleşmelerinde belirtilen faaliyetlerin icrası dışında kullanamazlar. Varlık kiralama şirketlerinin yönetimi Tebliğ m.13/(4) uyarınca, SPK'nın kurumsal yönetime ilişkin düzenlemelerinde sayılan niteliklere haiz bağımsız en az bir üyenin dâhil olduğu ve belirtilen

şartları taşıyan en az üç kişilik bir yönetim kurulu tarafından gerçekleştirilir. Yönetim kurulu, varlık ve haklardan tahsilat yapılmasından ve tahsilat sebebiyle varlık kiralama şirketinin elde etmiş olduğu gelirlerden kira sertifikası sahiplerine payları oranında ödeme yapılmasından sorumludur.<sup>117</sup>

### 3.3.5.2. Kira Sertifikası Çeşitleri

Kira sertifikaları; Tebliğ m.4/(1) uyarınca, Varlık Kiralama Şirketleri (VKŞ) tarafından; sahipliğe, yönetim sözleşmesine, alım-satıma, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı olarak veya bunların birlikte kullanılması suretiyle ihraç edilebilir:

#### 3.3.5.2.1. Sahipliğe Dayalı Kira Sertifikaları

*“Sahipliğe dayalı kira sertifikaları, kaynak kuruluşu veya üçüncü kişilere kiralanmak veya Varlık Kiralama Şirketi (VKŞ) adına yönetilmek üzere VKŞ tarafından kaynak kuruluşun devralınacak varlık ve hakların finansmanını sağlamak için ihraç edilen kira sertifikalarıdır. İlgili devir için sözleşme düzenlenmesi, devre konu varlık ve hakların tescile veya ilgili mevzuat uyarınca özel şekil şartlarına tabi olması durumunda devir için gerekli işlemlerin yerine getirilmesi, VKŞ'nin temerrüt halinde varlık veya haklar üzerinde doğrudan tasarruf yetkisine sahip olması zorunludur. Ayrıca ihraç tutarı hazırlanan değerlendirme raporunda tespit edilen gerçeğe uygun değerinin %90'ını aşamaz. Yapılan ihraçlara konu varlık ve haklar üzerinde kira sertifikası sahiplerinin menfaatine aykırı olarak üçüncü kişiler lehine hiç bir ayni veya şahsi hak tesis edilmemiş olması ve varlık ile haklar üzerinde haciz veya tedbir bulunmaması zorunludur.”<sup>118</sup>*

Sahipliğe dayalı kira sertifikaları icara sukuk sertifikalarına benzemektedir. Varlık kiralama şirketi, kaynak kuruluşun varlık veya bir hakkı almak için kira sertifikası ihraç eder. Alınan varlık veya hakları kaynak kuruluşu veya üçüncü kişilere kiralarak gelir elde eder. Söz konusu gelir varlık kiralama şirketi tarafından sertifika sahiplerine payları oranında dağıtılır. Vade sonunda ise varlık kiralama şirketi alınan varlık veya hakları kaynak kuruluşu veya üçüncü kişilere satarak tahsil edilen bedeli sertifika sahiplerine payları oranında dağıtıp kira sertifikalarını geri alır. Bu döngüde sertifika sahiplerinin kazancı varlık ya da hakların belirlenmiş bir zaman dilimindeki gelirinden aldıkları pay ile alım satım arasındaki farktan oluşmaktadır.<sup>119</sup>

<sup>117</sup> Aydın, Ayyıldırım, a.g.e., s.56

<sup>118</sup>SPK, “Kira Sertifikaları Tebliği”, **Resmi Gazete**, Tarih: 7 Haziran 2013, Sayı: 28670, İkinci Bölüm

<sup>119</sup>Aydın, Ayyıldırım, a.g.e., s.50

### 3.3.5.2.2. Yönetim Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikaları

“Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, kaynak kuruluşu ait varlık veya hakların vade boyunca kiralanması da dahil olmak üzere VKŞ lehine yönetilmesi neticesinde elde edilen gelirlerin sözleşme hükümleri çerçevesinde VKŞ'ye aktarılması amacıyla ihraç edilen kira sertifikalarıdır. Yapılacak ihraçlarda kaynak kuruluş ile VKŞ arasında, kaynak kuruluşu ait varlık veya hakların mülkiyeti devredilmeksizin VKŞ lehine yönetilmesini konu alan sözleşme düzenlenir. VKŞ'nin elde edeceği gelir veya bu gelirin hesaplanmasına ilişkin esasların ilgili sözleşmede düzenlenmesi zorunludur.”<sup>120</sup>

### 3.3.5.2.3. Alım Satıma Dayalı Kira Sertifikaları

“Alım-satıma dayalı kira sertifikaları, bir varlık veya hakkın VKŞ tarafından satın alınarak Tebliğ m.12/(1) de belirtilen nitelikteki şirketlere<sup>121</sup> vadeli olarak satılması işleminde varlık veya hak alımının finansmanını sağlamak için ihraç edilen kira sertifikalarıdır. Alım-satıma dayalı kira sertifikası ihraçlarında VKŞ en geç, ihraçtan elde edilen fonların hesabına aktarıldığı günü izleyen iş günü varlık veya hakları spot piyasadan alarak maliyetinin üzerinde bir bedelden vadeli olarak satmak zorundadır. Bu işlemin söz konusu sürede gerçekleştirilmemesi halinde kira sertifikası ihracı karşılığında toplanan fonlar, yatırımcılara en geç VKŞ hesabına aktarılmasını izleyen ikinci iş günü iade edilir. Bu şekilde yapılacak ihraçlara konu varlık veya hakların Borsa İstanbul Anonim Şirketi veya diğer likit piyasalarda alınıp satılması zorunludur.”<sup>122</sup>

Alım satıma dayalı kira sertifikaları murabaha sukuk sertifikalarına benzerlik göstermektedir. Varlık kiralama şirketi kira sertifikası ihracı yaparak elde ettiği fonlar ile ilgili piyasalardan varlık veya hak alır. Alınan bu varlık ve hakları yapılan sözleşmeler ile maliyetinin üzerinde bir fiyatla kaynak kuruluşu devreder. Kaynak kuruluş sözleşme şartlarına uygun olarak belirlenen tarihlerde varlık kiralama şirketine ödeme yapar ve bu ödemeler sukuk sahiplerine transfer edilir.<sup>123</sup>

<sup>120</sup>SPK, “Kira Sertifikaları Tebliği”, **Resmi Gazete**, Tarih: 7 Haziran 2013, Sayı: 28670, İkinci Bölüm

<sup>121</sup>SPK, “Kira Sertifikaları Tebliği”, **Resmi Gazete**, Tarih: 7 Haziran 2013, Sayı: 28670, Mad.12/(1) de belirtilen nitelikteki şirketler;a) Bankalar, b) Portföy aracılığı, genel saklama hizmeti veya aracılık yüklenimi faaliyetinden herhangi birini yürütecek olan aracı kurumlar, c) İpotek finansmanı kuruluşları, d) Payları borsada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları, e) Kurulun kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde belirlenen birinci ve ikinci grupta yer alan halka açık ortaklıklar, f) Derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak notlandırma ölçeğine göre ihracın para birimi cinsinden yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen uzun vadeli derecelendirme notunu alan ortaklıklar, g) Sermayelerinin % 51 veya daha fazlası doğrudan Hazine Müsteşarlığı'na ait olan ortaklıklar.

<sup>122</sup> SPK, “Kira Sertifikaları Tebliği”, **Resmi Gazete**, Tarih: 7 Haziran 2013, Sayı: 28670, İkinci Bölüm

<sup>123</sup>Aydın, **a.g.e.**, s.52

#### 3.3.5.2.4. Ortaklığa Dayalı Kira Sertifikaları

VKŞ'nin ortak girişime<sup>124</sup> ortak olmak amacıyla ihraç ettiği kira sertifikalarıdır. Söz konusu ortak girişimin sadece VKŞ'nin sermaye koyduğu türü ve VKŞ ile birlikte diğer ortakların da sermaye koyarak oluşturulduğu türleri bulunmaktadır.<sup>125</sup>

#### 3.3.5.2.5. Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikaları

*“Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, VKŞ'nin iş sahibi sıfatıyla taraf olduğu bir eser sözleşmesi kapsamında eserin meydana getirilmesini sağlamak amacıyla ihraç edilen kira sertifikalarıdır. Bu kapsamındaki ihraçlarda VKŞ kendi adına ve kira sertifikası sahipleri hesabına yapılacak eser sözleşmesine iş sahibi sıfatıyla taraf olur. Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihracı kapsamında eser sözleşmesinin yanı sıra hizmet, kat veya arsa karşılığı inşaat ya da ortaklık gibi amaca uygun sair sözleşmeler düzenlenebilir. VKŞ meydana getirilecek eseri önce kiralayarak veya kiralamaksızın doğrudan satış sözleşmesine konu edebilir. Kira sertifikasının vade bitimi tarihi itibarıyla satış bedelinin tamamının VKŞ tarafından tahsil edilmesi ve kira sertifikası sahiplerine ödeme yapılması zorunludur. Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraç tutarı, hazırlanan değerlendirme raporunda tespit edilen gerçeğe uygun değer % 90'ını aşamaz. Eser bedelinin VKŞ tarafından peşin ödendiği durumlarda, eserin tam ve zamanında tamamlanmasını teminen yüklenici tarafından VKŞ lehine menkul ve gayrimenkul rehni veya benzer nitelikte teminat verilmesi zorunludur.”<sup>126</sup>*

Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, istisna sukuk sertifikalarına benzemektedir. Varlık kiralama şirketi sözkonusu eserin yapılması için kira sertifikası ihraç ederek kaynak kuruluş ile sözleşme imzalar. Sonrasında eseri kiralama yöntemi ile ya da satarak sözleşme kapsamında periyodik olarak elde ettiği geliri sertifika sahiplerine payları oranında dağıtır.<sup>127</sup>

#### 3.3.5.3. Kira Sertifikalarının Vergisel Boyutu

Kira sertifikaları vergi mevzuatımızda; kira sertifikalarından sağlanan gelirlerin nitelik olarak değerlendirilmesi, yurtiçi ve yurtdışı yapılan ihraçlarda gerçek kişilerde ve kurumlarda vergilendirme yapısı, tevkifat oranları ve varlık kiralama şirketlerinin vergilendirilmesi vb hususlar çerçevesinde ele alınmıştır. Gelir Vergisi Kanunu (GVK),

<sup>124</sup> SPK, “Kira Sertifikaları Tebliği”, **Resmi Gazete**, Tarih: 7 Haziran 2013, Sayı: 28670, Mad.3/(m) de yapılan tanıma göre; Yeni bir projeyi gerçekleştirmek, mevcut bir projenin geliştirilmesini veya herhangi bir iktisadi faaliyetin finansmanını sağlamak için kurulan sermaye şirketini veya ortaklık sözleşmesi düzenlenmesi yoluyla oluşturulan adi ortaklığı ifade eder.

<sup>125</sup> SPK, “Kira Sertifikaları Tebliği”, **Resmi Gazete**, Tarih: 7 Haziran 2013, Sayı: 28670, İkinci Bölüm

<sup>126</sup> SPK, “Kira Sertifikaları Tebliği”, **Resmi Gazete**, Tarih: 7 Haziran 2013, Sayı: 28670, İkinci Bölüm

<sup>127</sup> Aydın, Ayyıldırım, **a.g.e.**, s.54

Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK), Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK), Bakanlar Kurulu Kararı (BKK) ilgili çerçevenin oluşturulmasında belirleyici olmuşlardır. Bu kapsamda kira sertifikalarının boyutunu aşağıdaki şekilde özetleyebiliriz.<sup>128</sup>

*1. Kira sertifikalarından sağlanan gelirlerin niteliği;*

- GVK m.75/(2)-5' göre kira sertifikalarından sağlanan gelirler menkul sermaye iradı olarak ifade edilmekle beraber GVK mük.m.80/(1) gereğince kira sertifikalarının elden çıkarılmasından sağlanan gelirlerin, gelir vergisi kapsamında değer artış kazancı olarak kabul edilmektedir. GVK m.37 kapsamında ticari işletmelerin elde ettiği gelirler ticari kazanç, kurumlar tarafından kira sertifikaları tarafından elde edilen gelirler ise kurum kazancı olarak değerlendirilmektedir.

*2. Yurtiçinde İhraç Edilen Kira Sertifikalarından Sağlanan Gelirlerde Vergilendirme*

Yurtiçinde ihraç edilen kira sertifikalarından sağlanan dönemsel getiriler, itfa gelirleri ve alım satım kazançları GVK geç.m.67 kapsamında tevkifat yoluyla vergilendirilmektedir.<sup>129</sup>

*3. Yurtdışında İhraç Edilen Kira Sertifikalarında Sağlanan Gelirlerde Vergilendirme*

Yurtdışında ihraç edilen kira sertifikalarından elde edilen dönemsel getiri ve alım satım kazançları GVK geç.m.67 hükümlerine tabi olmayıp genel hükümler çerçevesinde vergilendirilmektedir.

*4. Varlık Kiralama Şirketlerinde (VKŞ) Kazançların Vergilendirilmesi*

Kurumlar Vergisi Kanunun'da varlık kiralama şirketleri ile ilgili bir muafiyet bulunmadığından genel hükümler bağlamında değerlendirilmekle beraber; KVK m.5/(1)-e kapsamında kaynak kuruluş ve varlık kiralama şirketlerinin birbirlerine yapmış oldukları devirler nedeniyle sağlanan kazançtan istisna uygulanmaktadır.

**3.3.5.4. Kira Sertifikalarının Muhasebeleştirilmesi**

Ülkemiz uygulamalarında kira sertifikası işlemlerinin muhasebeleştirilmesi hususu; Kira Sertifikaları ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Tebliğinde, Varlık Kiralama

<sup>128</sup> Aydın, Ayyıldırım, **a.g.e.**, s.56-68

<sup>129</sup> Detay bilgi için bkz.GVK geç.m.67/(1)

Şirketi'nin yönetimi ile belge ve kayıt düzenine ilişkin hükümler madde 13'de belirtilmiştir.

Buna göre:

(1) *Her bir tertip kira sertifikası ihracına konu varlık ve haklar ile bunlardan elde edilecek gelirler ile katlanılacak giderler, ilgili kira sertifikası bazında VKŞ'nin muhasebe kayıtlarında ayrı ayrı izlenir.*

(2) *VKŞ'nin finansal durum tablosunda yer alan varlıklar, haklar ve yükümlülükler ilgili tertip kira sertifikası altında gruplanarak likidite esasına göre sıralanmak suretiyle ve itfa tarihi en yakın olan tertip kira sertifikası en üstte olacak şekilde raporlanır. VKŞ'nin kapsamlı gelir tablosunda her bir tertip kira sertifikasına ilişkin gelir ve giderler gruplanmak suretiyle raporlanır.*

UFRS nin geliştirmiş olduğu muhasebe standartları uluslararası alanda uygulanmakla beraber AAOIFI faizsiz finansal sistem ve araçlar için muhasebe standartları geliştirmek amacı taşımaktadır. Faizsiz enstrümanların muhasebe kayıtları, gelir ve gider kalemlerinin islami prensiplere göre helal haram ayırımına tabi tutularak raporlanması vb hususlarda UFRS standartlarından ayrılmakla beraber bir çok hususta ortak standartlara sahip oldukları söylenebilir. Ayrıca AAOIFI'nin yapmış olduğu çalışmalarda farklı ülkelerdeki islami prensiplerin yorumlanması, benimsenen islam hukuk ekolleri, ülkelerin iç mevzuatındaki düzenlemeler, kullanıcıların beklentileri, uluslararası rekabet şartları vb hususlar standartların oluşturulması önündeki en önemli zorluklardır. Ülkemizde ise muhasebe kayıtları ile ilgili olarak 1992 yılında Vergi Usul Kanunu'na dayanılarak hazırlanan Tek Düzen Hesap Planı (TDHP), 2012 yılında yürürlüğe giren yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK) ve Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) ile uyum sağlanan Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) kullanılmaktadır. Bu çerçevede kaynak kuruluşlar, varlık kiralama şirketleri ve yatırımcılar AAOIFI standartlarını da dikkate alarak finansal tablo ve raporlarını hazırlamaktadırlar.<sup>130</sup>

---

<sup>130</sup> Tekneoğlu, a.g.e., s.68-81

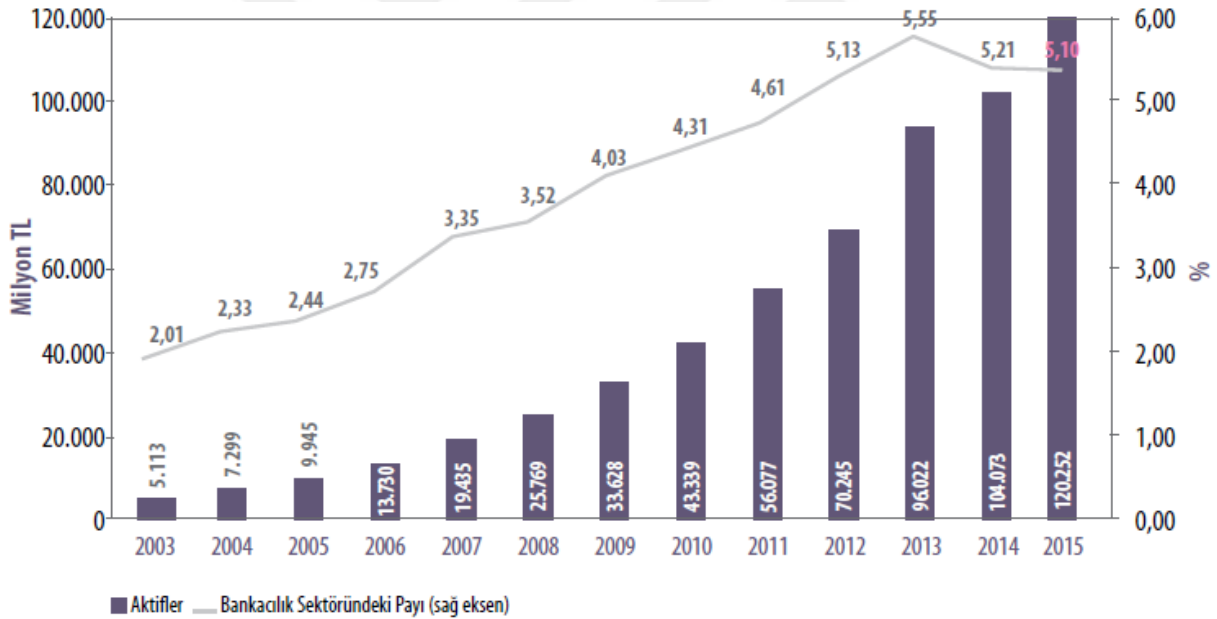
### 3.3.5.5 Kira Sertifikası İhraçları

#### 3.3.5.5.1. Katılım Bankaları Kira Sertifikası İhraçları

Türkiye’de Sukuk / Kira Sertifikası ihracına imkan veren, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 2010 yılında çıkarılan tebliğ<sup>131</sup> ile Türkiye’de Sukuk/Kira Sertifikası ihracının önü açılmıştır. SPK tebliğine göre Türkiye’de sukuk bir kira sertifikası olarak tanımlanmıştır.

İlgili tebliğin çıkarılmasında katılım bankacılığının yıllar itibari ile göstermiş olduğu büyüme oranları oldukça etkili olmuştur. Süreç içerisinde katılım bankacılığının aktif büyüğlerindeki artışa paralel olarak gelişim potansiyeli taşıyan kira sertifikası ihracı ön plana çıkmaya başlamıştır.<sup>132</sup>

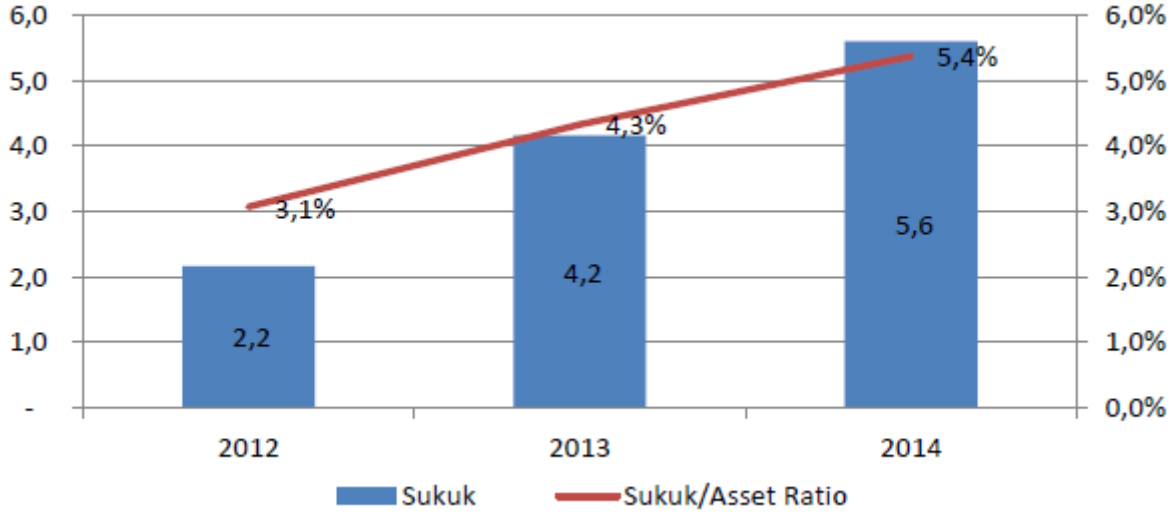
**Grafik 3.9. Katılım Bankalarının Aktif Gelişimi ve Sektördeki Payları**



**Kaynak:** Katılım Bankaları 2015, Türkiye Katılım Bankaları Birliği, s.44

<sup>131</sup> 1 Nisan 2010 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan Seri:III No:43 Sayılı “Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”

**Grafik 3.10. Katılım Bankaları Aktiflerindeki Sukuk (Kira Sertifikası) Oranı (milyar TL)**



**Kaynak:** Faizsiz Finans Sunumu, Borsa İstanbul, 12 Mayıs 2016, s.9

2010 yılında Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: III No: 43 sayılı "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği" ile kira sertifikası ihracına yönelik düzenlemeler yapılmış ve zaman içinde yapılan ilaveler günümüzdeki kira sertifikası ihraçlarına dayanak oluşturmuştur. Tebliğin yayınlamasında sonra 2011 yılında ihraç nedeniyle doğan vergi ve harçlara muafiyet getirilmiş, stopaj %10'a indirilmiş ve asgari olarak 5 yıllık kira sertifikası ihraçları dolayısıyla elde edilen gelirlerin vergisinden de muafiyet sağlanmıştır. Tüm bunların yanında 2013 yılında kira sertifikaları çeşitlendirilerek Eser Sözleşmesine (istisna), Alım-Satıma (murabaha), Ortaklığa (muşaraka), Yönetim Sözleşmesine (mudaraba) dayalı kira sertifikası ihraçları yapılabilir hale gelmiştir.<sup>133</sup>

Kira sertifikası ihraçları özellikle faizsiz bankaların mevduat dışında kaynak sağlamalarına yardımcı olacak şekilde bilançonun pasif tarafında vade ve riskin daha kolay yönetilebilmesi anlamında katkı sağlamıştır. Bununla birlikte konvansiyonel bankaların ürün çeşitliliği karşısında katılım bankalarının ortaklık modeline dayalı olarak fon temin etme yöntemleri üzerinde yapılan çalışmalar faizsiz finansal sistemin gelişimi açısından oldukça önemlidir.<sup>134</sup>

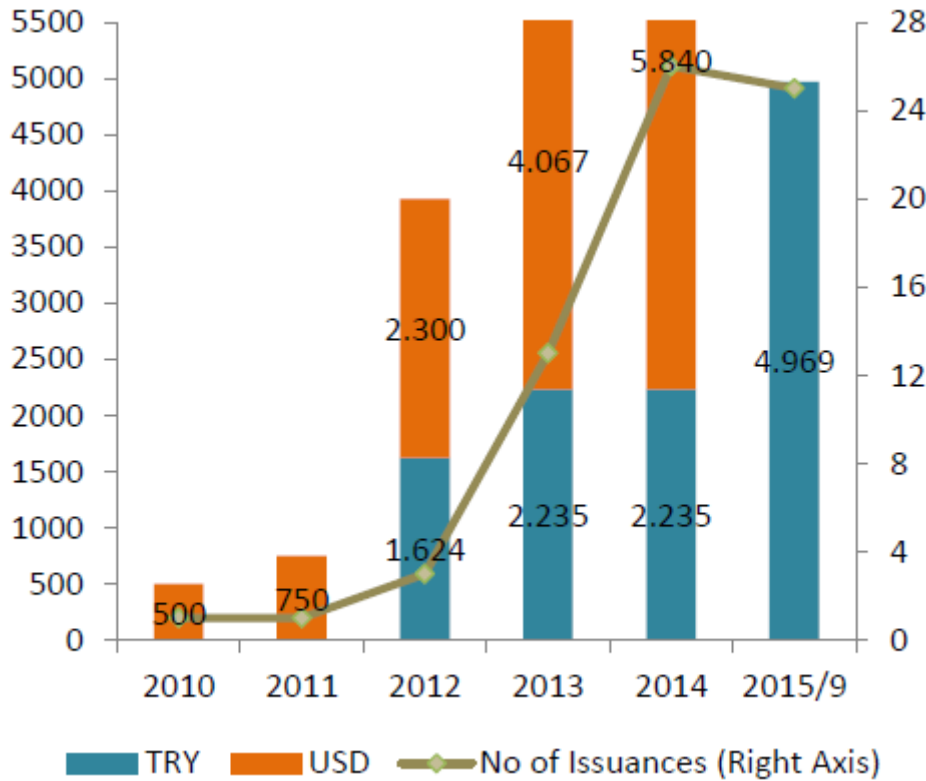
<sup>133</sup> Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Türkiye Katılım Bankacılığı Strateji Belgesi 2015 – 2025, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/TKBB-Strateji-Belgesi.pdf>, (16.07.2016), s.20

<sup>134</sup> Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Türkiye Katılım Bankacılığı Strateji Belgesi 2015 – 2025, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/TKBB-Strateji-Belgesi.pdf>, (16.07.2016), s.38



Türkiye’de ilk sukuk/ Kira Sertifikası ihracı 2010 yılı ağustos ayında Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.’ye (%100 hissesi) ait olan Kuveyt Türk Sukuk Limited varlık kiralama şirketi tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu sukuk 100 milyon USD nominal değerli, Ağustos 2013 vadeli, yıllık sabit %5,25 getirili, altı aylık periyodlarla ödemeli olarak ihraç edilmiştir. İhracı gerçekleştirilen sukuk/Kira Sertifikası Murabah ve Wakalah sukuk türlerinin birleştirilmesinden oluşmaktadır, bu nedenle melez (hibrit) olarak sınıflandırılmıştır. Türkiye’nin en büyük Kira Sertifikası ihracını ise 26 Eylül 2012’de Türkiye Cumhuriyeti Hükûmeti, Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi ile 1,5 Milyar dolar tutarında gerçekleştirmiştir. Bu kira sertifikaları İrlanda Borsasında %2,803 kar oranı ile işlem görmüştür ve Standard & Poor’s tarafından BB notu ile derecelendirilmiştir. İlgili Kira Sertifikası ihracına, 330 yatırımcı, ihraç tutarının 6 katının üzerinde talep göstermiştir. Oluşan talep sonucunda, %27’si Orta Doğu, %19’u Türkiye, %19’u İngiltere, %14’ü Avrupa,%11’i ABD ve %10’u Asya ve diğer bölgelerdeki yatırımcılara satılmıştır.<sup>135</sup>

**Grafik 3.11. Türkiye’deki Kira Sertifikaları İhraçları (Milyon Dolar)**



**Kaynak:** Faizsiz Finans Sunumu, Borsa İstanbul,12 Mayıs 2016, s.14

<sup>135</sup> Mahmut Yardımcıoğlu v.d., a.g.e., s.216

Yukarıda da belirttiğimiz üzere kira sertifikalarının ihraçlarına öncülük eden Katılım Bankalarının 2010 – 2016 yılları arasında Kira Sertifikası İhraçları aşağıdaki şekildedir.

**Tablo 3.10. Kuveyttürk Katılım Bankası Kira Sertifikası İhraçları**

Sıra No	İhraç Tarihi	İtfa Tarihi	Satış Tutarı	Para Birimi	Kira Oranı
1	24.08.2010	23.08.2013	100.000.000	USD	5,25
2	29.10.2011	29.10.2016	350.000.000	USD	5.875
3	19.11.2013	18.11.2014	150.000.000	TL	9,10
4	26.06.2014	26.06.2019	500.000.000	USD	5.162
5	29.09.2014	23.03.2015	100.000.000	TL	9,95
6	29.09.2014	29.12.2014	50.000.000	TL	9,16
7	20.11.2014	14.05.2015	57.000.000	TL	8,77
8	20.11.2014	19.11.2015	30.000.000	TL	9,14
9	30.12.2014	23.03.2015	50.000.000	TL	9,00
10	13.02.2015	01.06.2015	200.000.000	TL	9,50
11	20.02.2015	18.08.2015	61.750.000	TL	9,50
12	03.03.2015	02.06.2015	14.838.000	TL	9,35
13	24.03.2015	02.06.2015	44.692.000	TL	8,90
14	24.03.2015	15.09.2015	80.000.000	TL	9,72
15	31.03.2015	31.03.2020	300.000.000	MYR	5,8
16	17.04.2015	26.06.2015	21.798.000	TL	9,40
17	08.05.2015	07.08.2015	24.635.000	TL	9,75
18	08.05.2015	03.11.2015	20.000.000	TL	10,30
19	14.05.2015	09.11.2015	86.734.000	TL	10,47
20	15.05.2015	15.05.2020	200.000.000	MYR	5,72
21	27.05.2015	19.11.2015	10.400.000	TL	10,15
22	03.06.2015	15.09.2015	70.000.000	TL	10,11
23	17.06.2015	15.09.2015	22.600.000	TL	10,35
24	30.06.2015	05.01.2016	160.000.000	TL	10,63
25	07.07.2015	15.09.2015	66.644.000	TL	9,95
26	15.07.2015	15.07.2020	300.000.000	MYR	5,72
27	07.08.2015	09.11.2015	30.000.000	TL	10,25
28	18.08.2015	09.11.2015	15.000.000	TL	10,15
29	16.09.2015	15.12.2015	150.000.000	TL	10,85
30	27.10.2015	18.02.2016	21.000.000	TL	10,10
31	13.11.2015	10.05.2016	200.000.000	TL	10,97
32	20.11.2015	18.02.2016	74.000.000	TL	10,97
33	16.12.2015	16.03.2016	150.000.000	TL	10,87
34	06.01.2016	16.03.2016	88.500.000	TL	11
35	17.02.2016	17.02.2026	350.000.000	USD	7,90
36	19.02.2016	10.05.2016	140.000.000	TL	10,95
37	25.03.2016	23.06.2016	240.113.800	TL	10,60
38	21.04.2016	20.04.2018	10.000.000	TL	TÜFE + 3,39
39	05.05.2016	31.10.2016	35.000.000	TL	9.79
40	13.05.2016	08.11.2016	300.000.000	TL	10.23
41	23.06.2016	11.10.2016	170.000.000	TL	10.30
42	01.07.2016	11.10.2016	40.000.000	TL	10.50
43	24.08.2016	30.11.2016	100.000.000	TL	10.10
44	01.09.2016	30.11.2016	30.000.000	TL	10.35
45	11.10.2016	11.01.2017	180.000.000	TL	10.10
46	01.11.2016	02.11.2021	500.000.000	USD	5.136
47	08.11.2016	14.02.2017	200.000.000	TL	10,20
48	30.11.2016	07.03.2017	160.000.000	TL	10,40
49	13.12.2016	07.03.2017	30.000.000	TL	10.45

**Kaynak:** Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Sukuk İhraçları 2010-2016, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/arama-sonuclari?srch=sukuk> , (06.06.2016)

Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. ihraç işlemlerini bu işlemler için kurulmuş olan ve bağlı ortaklığı olan KT Kira Sertifikaları Varlık Kiralama A.Ş. aracılığıyla gerçekleştirmiştir.

Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. Türkiye’de ilk Sukuk/Kira Sertifikası ihracını 2010 yılı ağustos ayında gerçekleştirilmiştir. Bu sukuk 100 milyon USD nominal değerli, Ağustos 2013 vadeli, yıllık sabit %5,25 getirili, altı aylık periyodlarla ödemeli olarak ve Murabaha ve Wakala sukuk türlerinin birleştirilmesiyle (hibrit) ihraç edilmiştir.

- *“2011 yılında 5 yıl vadeli 350 milyon USD tutarında ihraç edilen kira sertifikası Londra Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem görmeye başlamıştır.”<sup>136</sup>*
- *“2013 yılında 1 yıllık 150 milyon TL tutarlı kira sertifikası ihracı 2 kattan fazla talep ile sonuçlanmıştır. Aynı zamanda Türkiye’de TL cinsinden gerçekleştirilen en yüksek tutarlı yurt içi kira sertifikası ihracı olma özelliğini kazanmıştır.”<sup>137</sup>*
- *“2014 yılında 3 ay – 1 yıl arasında vadelerle toplamda 287 milyon TL ve 5 yıl vadeli 500 milyon USD nominal değerli sukuk ihracı gerçekleştirmiştir. Getiri oranı 5,162 olan ihraç için 6,5 kat fazla talep gelmiştir. İhraç, %45 oranında Körfez bölgesi yatırımcılarına ve %55 oranında diğer uluslararası yatırımcılara (İngiltere: %20, Asya: %17, İsviçre: %12, diğer Avrupa ülkeleri: %5, diğer ülkeler: %1) yapılmıştır. Ayrıca, finans sektörünün önemli temsilcilerinin yarıştığı, son derece prestijli diğer bir ödül olan 2014 Türkiye Bonds & Loans organizasyonunda, 500 milyon ABD doları tutarındaki sukuk ihracı ile “Yılın En İyi Faizsiz Sermaye Piyasası İşlemi” ödülünü almıştır.”<sup>138</sup>*
- *“2015 yılında toplam 24 adet Sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir.200 milyon TL’lik kira sertifikası ihracı tek seferde özel sektörün bugüne kadar yapmış olduğu en yüksek tutarlı TL cinsi ihracıdır. 2015 yılı yaklaşık 2,2 milyar TL’lik (1,5 milyar TL ve 800 milyon Ringit) kira sertifikası ihracı ile tamamlanmıştır.”<sup>139</sup>*

<sup>136</sup> Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Türkiye Katılım Bankacılığı Strateji Belgesi 2015 – 2025, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/TKBB-Strateji-Belgesi.pdf> , s.20

<sup>137</sup> Kuveytturk Katılım Bankası A.Ş.,2013 Faaliyet Raporu, (çevrimiçi), [http://www.kuveytturk.com.tr/Files/KT/pdf/finansal\\_bilgiler/faaliyet\\_raporlari/2013FaaliyetRaporu.pdf](http://www.kuveytturk.com.tr/Files/KT/pdf/finansal_bilgiler/faaliyet_raporlari/2013FaaliyetRaporu.pdf) , (19.07.2016), s.36

<sup>138</sup> Kuveytturk Katılım Bankası A.Ş. 2014 Faaliyet Raporu, (çevrimiçi), [http://www.kuveytturk.com.tr/Files/KT/pdf/finansal\\_bilgiler/faaliyet\\_raporlari/Faaliyet\\_Raporu\\_2014\\_12.pdf](http://www.kuveytturk.com.tr/Files/KT/pdf/finansal_bilgiler/faaliyet_raporlari/Faaliyet_Raporu_2014_12.pdf) , (19.07.2016), s.45

<sup>139</sup> Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Katılım Bankaları 2015, (çevrimiçi), [http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/KATILIM\\_2015\\_TR\\_final.pdf](http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/KATILIM_2015_TR_final.pdf) , (21.07.2016), s.57

- “2016 yılında TL yapılan ihraçlar dışında 10 yıl vadeli ve 350 milyon USD tutarında Türkiye'nin İlk sermaye benzeri sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. İşlem aynı zamanda katılım bankaları tarafından gerçekleştirilen en yüksek tutarlı sermaye benzeri sukuk ihracı olmuştur. Fitch Ratings tarafından BBB – yatırım yapılabilir sertifika olarak derecelendirilen Sukuk, İrlanda Borsası'na kote edilmiştir.<sup>140</sup> Ayrıca 5 yıl vadeli 500 miolyın USD nominal değerli olarak gerçekleştirilen sukuk ihracı 4 kat talep ile karşılaşmıştır. Körfez (%61), Avrupa(%27) ve Asya'dan(%12) toplam 150 yatırımcı talepte bulunmuştur.”<sup>141</sup>

2010 yılında sukuk piyasasına giren Kuveyt Türk bugüne kadar ABD Doları, Malezya Ringiti ve Türk Lirası gibi farklı para cinslerinde yurt içi ve yurt dışında toplamda yaklaşık 10 milyar TL üzerinde kira sertifikası ihracı gerçekleştirmiş olup, bunların yaklaşık 6 milyar TL'si çeşitli piyasalarda halihazırda dolaşımında bulunmaktadır.

**Tablo 3.11. Albaraka Türk Katılım Bankası Kira Sertifikası İhraçları**

Sıra No	İhraç Tarihi	İtfa Tarihi	Satış Tutarı	Para Birimi	Kira Oranı
1	07.05.2013	07.05.2023	200.000.000	USD	7.75%
2	30.06.2014	30.06.2019	350.000.000	USD	6.25%
3	30.11.2015	30.11.2025	250.000.000	USD	10.50%
4	08.04.2016	04.10.2016	100.000.000	TL	10.80%
5	30.06.2016	26.12.2016	75.000.000	TL	10.35%
6	04.10.2016	31.03.2017	100.000.000	TL	10.50%
7	26.12.2016	23.06.2017	75.000.000	TL	10.60%

**Kaynak:** Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Sukuk İhraçları 2010-2016, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/arama-sonuclari?srch=sukuk> , (29.04.2017)

Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş. ihraç işlemlerini bu işlemler için kurulmuş olan ve bağlı ortaklığı olan Bereket Varlık Kiralama A.Ş. aracılığıyla gerçekleştirmiştir.

- “Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş. 2013 yılında murabaha sukuk yöntemiyle 200 milyon USD tutarında 10 yıl vadeli ihracını %7,75 kar oranı ile tamamlamıştır. Söz

<sup>140</sup> Kuveyttürk Katılım Bankası A.Ş., Haberler 11.02.2016, (çevrimiçi), <http://www.kuveytturk.com.tr/haberler.aspx>, 09.06.2016

<sup>141</sup> Kuveyttürk Katılım Bankası A.Ş., Haberler 01.11.2016, (çevrimiçi) <http://www.kuveytturk.com.tr/haberler.aspx>, 29.04.2017

*konusu ihraca 2 kat talep gelmiş olmakla beraber ihracın coğrafi dağılımı %56 Orta Doğu, %26 Avrupa, %10 İngiltere, %5 Asya ve %3 diğer ülkeler şeklinde oluşmuştur. İhraç, %73 bankalar, %15 yatırım fonları, %12 diğer yatırım hesaplarına yapılmıştır.*<sup>142</sup>

- *“2014 yılında, wakala-murabaha yöntemiyle uluslararası piyasalardan 5 yıl vadeli 350 milyon dolar tutarında kira sertifikası ihracı gerçekleştirilmiştir. Uzak Doğu, Körfez ve Avrupa piyasalarından 63 nitelikli yatırımcıdan ihraç tutarının iki katı talep görmüş; İrlanda Menkul Kıymetler Borsası'na kote edilerek ikincil piyasada işlem görmeye başlamıştır. İhraca, Körfez ülkelerinden %61, Avrupa'dan %31 ve Asya'dan %8 oranında katılım sağlanmıştır. İhracın %80'i banka ve finansal kurumlara, %8'i yatırım fonlarına, %6'sı özel yatırım fonlarına ve %6'sı diğer yatırımcı aracı hesaplarına yapılmıştır.*<sup>143</sup>
- *“2015 yılında Türkiye'de Basel 3 kriterlerine uygun ilk sermaye benzeri kira sertifikası ihracı, wakala-murabaha yöntemiyle 5 yıl geri ödeme opsiyonlu toplam 10 yıl vadeli ve 250 milyon USD tutarında gerçekleşmiştir. İhraç işlemi Barwa Bank QSC, Dubai Islamic Bank PJSC, Emirates NBD Capital, Nomura International plc, Noor Bank PSJC, QInvest LLC ve Standard Chartered Bank ortak lider yönetici olarak görev almışlardır. Söz konusu ihraçta, Körfez ülkelerinden %91 ve Avrupa'dan %9 katılım sağlanmıştır. Ayrıca İrlanda Menkul Kıymetler Borsası'na kote edilen sukukun ikincil piyasa işlemlerine devam edilmektedir.*<sup>144</sup>
- *“2016 yılında ortalama 179 gün vadeli dört adet nitelikli yatırımcılara yönelik toplamda 350 milyon TL tutarında kira sertifikası ihracı gerçekleşmiştir. İhraçlar, Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin danışmanlığında Bereket Varlık Kiralama Şirketi aracılığı ile yapılmıştır. Yapılan ihraçlara; bankalar, portföy yönetim şirketleri, yatırım şirketleri ve sigorta ve emeklilik fonlarının yanı sıra, nitelikli yatırımcı olan bireysel müşterilerden de talepler alınmıştır.*<sup>145</sup>

<sup>142</sup> Albaraka 2013 Faaliyet Raporu, (çevrimiçi), <https://www.albaraka.com.tr/pdf/2013-TR-faliyet-raporu.pdf> , (12.07.2016), s.33

<sup>143</sup> Albaraka 2014 Faaliyet Raporu, (çevrimiçi), <https://www.albaraka.com.tr/pdf/Albaraka-2014-faaliyet-raporu.pdf> , (12.07.2016), s.35

<sup>144</sup> Albaraka 2015 Faaliyet Raporu, (çevrimiçi), <https://www.albaraka.com.tr/pdf/2015-faaliyet-raporu.pdf> , (13.07.2016), s.35

<sup>145</sup> Albaraka 2015 Faaliyet Raporu, (çevrimiçi), <https://www.albaraka.com.tr/pdf/Albaraka-Turk-2016-Faaliyet-Raporu.pdf> , (29.04.2017)3 s.35

**Tablo 3.12. Türkiye Finans Katılım Bankası Kira Sertifikası İhraçları**

Sıra No	İhraç Tarihi	İtfa Tarihi	Satış Tutarı	Para Birimi	Kira Oranı
1	02.05.2013	30.04.2018	500.000.000	USD	3.95%
2	20.01.2014	18.07.2014	100.000.000	TL	10.10%
6	24.04.2014	23.04.2019	500.000.000	USD	5.376%
7	30.06.2014	27.06.2019	800.000.000	MYR	6%
8	28.08.2014	23.02.2015	139.000.000	TL	9.75%
9	04.12.2014	01.06.2015	60.000.000	TL	8.80%
10	27.01.2015	24.07.2015	60.000.000	TL	8.75%
11	11.02.2015	07.02.2020	150.000.000	MYR	5.90%
12	13.02.2015	01.06.2015	250.000.000	TL	9.50%
13	23.02.2015	21.08.2015	80.000.000	TL	9.68%
14	21.05.2015	20.05.2020	210.000.000	MYR	5.75%
15	01.06.2015	27.11.2015	80.000.000	TL	10.60%
16	03.06.2015	04.09.2015	100.000.000	TL	10.30%
17	26.06.2015	22.12.2015	75.000.000	TL	10.68%
18	24.07.2015	19.01.2016	80.000.000	TL	10.61%
19	21.08.2015	15.02.2016	100.000.000	TL	11.07%
20	27.11.2015	24.05.2016	150.000.000	TL	11.21%
21	22.12.2015	17.06.2016	75.000.000	TL	11.64%
22	19.01.2016	15.07.2016	100.000.000	TL	11.43%
23	15.02.2016	12.08.2016	100.000.000	TL	11.10%
24	11.04.2016	07.10.2016	70.000.000	TL	10.80%
25	24.05.2016	18.11.2016	150.000.000	TL	10.50%
26	17.06.2016	13.12.2016	125.000.000	TL	10.35%
27	15.07.2016	10.01.2017	100.000.000	TL	10.25%
28	30.09.2016	20.03.2017	100.000.000	TL	10.25%
29	21.10.2016	18.04.2017	70.000.000	TL	10.15%
30	14.11.2016	12.05.2017	100.000.000	TL	10.50%
31	13.12.2016	09.06.2017	70.000.000	TL	10.50%

**Kaynak:** Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Sukuk İhraçları 2010-2016, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/arama-sonuclari?srch=sukuk> , (30.04.2016)

- “2013 yılında Türkiye Finans Katılım Bankası A.Ş., TF Varlık Kiralama A.Ş. aracılığıyla 500 milyon dolarlık kira sertifikası ihracı gerçekleştirmiştir. Söz konusu ihraç, T.C. Hazinesi'nin kira sertifikası ihraç işleminden sonra Türkiye'den düzenlenen en büyük yurtdışı kira sertifikası ihracı olarak gerçekleştirilmiştir. Uluslararası yatırımcıların büyük ilgi gösterdiği kira sertifikası ihracına toplam 105 yatırımcı teklif

vermiş ve ihracın 3,7 kat üzerinde olmak üzere 1.850 milyon dolarlık talep toplanmıştır.”<sup>146</sup>

- “2014 yılında ikisi halka arz ve biri nitelikli yatırımcılara ihraç olmak üzere yurtiçinde üç adet toplam 299 milyon TL’lik kira sertifikası ihraç edilmiştir. Ayrıca aynı yıl içinde 500 milyon ABD Doları ve 800 milyon Malezya Ringiti olmak üzere iki kira sertifikası ihracı gerçekleştirilmiştir. Malezya Ringiti cinsinden yapılan ihraç, şu ana kadar Malezya’daki yerel yatırımcılara Malezya dışından bir bankanın gerçekleştirdiği tek dilimde en yüksek tutarlı ihraçtır. Aynı zamanda dünyanın en aktif ve en büyük sukuk piyasası olan Malezya’daki ilk ve tek Türkiye menşeli ihraçtır. TF Varlık Kiralama A.Ş. aracılığı ile kurulan 20 yıl vadeli ve 3 milyar Ringit (MYR) tutarlı ihraç programının ilk tertibi olarak gerçekleşen sukuk ihracı HSBC ve Standard Chartered Bank tarafından yönetilmiştir. Diğer taraftan 500 milyon USD tutarında Uluslararası yatırımcıların büyük ilgi gösterdiği kira sertifikası ihracında toplam 127 yatırımcı teklif verirken, ihracın 2,8 kat üzerinde ve 1.405 milyon USD talep toplanmıştır.”<sup>147</sup>
- “2015 yılında TL bazında toplam 1,1 milyar TL tutarında 10 farklı kira sertifikası işlemi gerçekleştirmiştir. Bu ihraçlardan 250 milyon TL tutarındaki kira sertifikası ihracı yurt içinde tek seferde ihraç edilen en büyük kira sertifikası ihracı özelliğine sahip olmuştur. Diğer taraftan daha önce Malezya’da kurulmuş olan 3 milyar Malezya Ringiti (MYR) tutarında ve 20 yıllık sukuk ihraç programı kapsamında 2015 yılı içinde Malezya piyasasında Malezya Ringiti cinsinden iki sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Bu ihraçların 150 milyon MYR tutarında olan ilki Şubat ayında, 210 milyon MYR tutarlı ikincisi Mayıs ayında yapılmıştır.”<sup>148</sup>
- “2016 yılında ise TL bazında 10 adet 6 ay vadeli olmak üzere toplamda 785 milyon TL kira sertifikası ihracı gerçekleştirilmiştir. Ayrıca yurtiçi kira sertifikası ihraç işlemlerinde %32 lik bir paya sahiptir.

---

<sup>146</sup>Türkiye Finans 2013 Faaliyet Raporu, (çevrimiçi), <https://www.turkiyefinans.com.tr/tr-tr/hakkimizda/faaliyetraporlari/2013/tr/index.html> , (05.07.2016), s.39

<sup>147</sup> Türkiye Finans 2014 Faaliyet Raporu, (çevrimiçi), [https://www.turkiyefinans.com.tr/Lists/FinansalRaporlar/Attachments/3/Turkiye\\_Finans\\_Faaliyet\\_Raporu\\_2014.pdf](https://www.turkiyefinans.com.tr/Lists/FinansalRaporlar/Attachments/3/Turkiye_Finans_Faaliyet_Raporu_2014.pdf) , (07.07.2016) s.4-50

<sup>148</sup> Türkiye Finans 2015 Faaliyet Raporu, (çevrimiçi), <https://www.turkiyefinans.com.tr/Lists/FinansalRaporlar/Attachments/53/T%3%9CRK%C4%B0YE%20F%C4%B0NANS%202015%20FAAL%C4%B0YET%20RAPORU.PDF>, (07.07.2016), s.22-48

*Türkiye Finans Katılım Bankası A.Ş. TF Varlık Kiralama A.Ş. aracılığıyla yurt içi ve yurt dışı olmak üzere toplam kira sertifikası ihraçları 2015 yılı bakiye toplamı 1.410 milyon USD dir.*<sup>149</sup>

**Tablo 3.13. Asya Katılım Bankası Kira Sertifikası İhraçları**

Sıra No	İhraç Tarihi	İtfa Tarihi	Satış Tutarı	Para Birimi	Kira Oranı
1	05.03.2013	04.06.2013	125.000.000	TRY	7.1%
		03.09.2013			
		03.12.2013			
		04.03.2013			
2	05.11.2013	11.02.2014	75.000.000	TRY	8.5%
3	26.11.2013	25.02.2014	50.076.006	TRY	9.0%
4	10.12.2013	08.04.2014	50.000.000	TRY	9.4%
5	17.12.2013	01.04.2014	70.036.768	TRY	9.3%
6	06.01.2014	07.04.2014	80.443.699	TRY	10.1%
7	18.02.2014	20.05.2014	50.111.636	TRY	11.5%
8	11.03.2014	27.05.2014	75.454.513	TRY	12.0%
9	10.04.2014	12.06.2014	78.108.202	TRY	12.0%

**Kaynak:** Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Sukuk İhraçları 2010-2016, (çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/arama-sonuclari?srch=sukuk> , (13.06.2016)

- “2013 yılında Asya Katılım Bankası A.Ş., Asya Varlık Kiralama A.Ş. aracılığıyla ilk olarak 125 milyon TL tutarında kira sertifikası ihracı gerçekleştirmiştir. Şirket 2013 yılı sonuna kadar değişik vadelerde ilave 245 milyon TL tutarında kira sertifikası ihracı gerçekleştirerek toplamda 2013 yılı içinde 370 milyon TL tutarında kira sertifikası ihracı gerçekleştirmiştir.”<sup>150</sup>

2014 yılında en fazla 3 ay vadeli olmak üzere değişik vadelerde TL cinsinden yurtiçinde 284 milyon TL kira sertifikası ihracı gerçekleştirilmiştir.

Küresel finansal piyasalardaki oynaklığa rağmen, katılım bankalarının kira sertifikası ihraçları yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda yüksek taleplerle karşılanmaktadır. Kira sertifikası ihraçlarının önümüzdeki dönemlerde piyasa payının artacağı yönünde tahminler yapılmakla

<sup>149</sup> Türkiye Finans 2015 Faaliyet Raporu, (çevrimiçi),

<https://www.turkiyefinans.com.tr/Lists/FinansalRaporlar/Attachments/53/T%C3%9CRK%C4%B0YE%20F%C4%B0NANS%202015%20FAAL%C4%B0YET%20RAPORU.PDF>, (07.07.2016), s.48

<sup>150</sup> Bankasya 2013 Faaliyet Raporu, (çevrimiçi),

[http://www.bankasya.com.tr/docs/pdf/2013\\_yili\\_faaliyet\\_raporu.pdf](http://www.bankasya.com.tr/docs/pdf/2013_yili_faaliyet_raporu.pdf) , (10.07.2016), s.68



beraber, sadece katılım bankaları için değil, konvansiyonel bankalar içinde cazip bir seçenek olarak değerlendirilebilir.<sup>151</sup>

Katılım bankacılığının gelişimi, kamu sektörü tarafından desteklenmekte, sukuk/kira sertifikası ihraçları ve kamunun katılım bankacılığı sektöründeki yatırımları son dönemde dikkat çekmektedir. Hazine Müsteşarlığının sukuk/kira sertifikası ihraçları 2014 yıl sonu itibariyle 5.5 milyar USD, katılım bankalarının sukuk/kira sertifikası ihraçları ise 1,2 milyar USD tutarını aşmış durumdadır.<sup>152</sup>

Katılım bankaları dışında bankacılık sektöründe Aktifbank'ın kurucusu olduğu Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama A.Ş., İstanbul Finans Merkezi (İFM) projesinin finansmanı amacıyla ilk kira sertifikası ihracını 31.05.2013 tarihinde Mudaraba yöntemiyle 100 milyon TL nominal bedelli 1 yıl vadeli olarak Borsa İstanbul A.Ş.'de Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı'nda satış yoluyla gerçekleştirmiştir.<sup>153</sup> Aynı yıl içinde Kasım ayında da vekalet yöntemi ile 100 milyon TL tutarında ihraç gerçekleşmiş olup 2013 yılında toplamda 200 milyon TL kira sertifikası ihracı gerçekleşmiştir. Söz konusu yapılan ihraçlar Türkiye'nin ilk proje finansmanı amaçlı kira sertifikası ihraçlarıdır. Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama A.Ş., 2014 yılında da İFM projesi kapsamında 100 milyon TL kira sertifikası ihracı gerçekleştirmiştir ve İFM projesi kapsamında toplam 300 milyon TL ihraç yapılmıştır. Yapılan ihraçlar, 2014 yılında The Banker tarafından her yıl düzenlenen "Deal of the Year" yarışmasında Avrupa Bölgesinde "Yılın Finansman İşlemi" kategorisinde birincilik ödülü kazanmıştır.<sup>154</sup>

### 3.3.5.5.2. TCMB Kira Sertifikası İşlemleri

Bankacılık sisteminde bankaların likidite yönetiminde bankalararası piyasada faydalanabilecekleri birçok finansal araç bulunmaktadır. İlgili finansal araçların ikincil piyasalarda işlem görmesi de likidite yönetiminde önemli oranda esneklik sağlamaktadır. Bankalararası piyasada, ikincil piyasa araçları ve ve likidite yönetimi için sunulan imkanların tamamı faize dayalı olup, katılım bankaları tarafından işleme alınamamaktadır. Bu nedenle katılım bankaları bankalararası piyasada likidite yönetimini sağlamak için sukuk/kira

<sup>151</sup> Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Katılım Bankaları 2015, (çevrimiçi),

[http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/KATILIM\\_2015\\_TR\\_final.pdf](http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/KATILIM_2015_TR_final.pdf) , (13.07.2016), s.41

<sup>152</sup> Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Türkiye Katılım Bankacılığı Strateji Belgesi 2015 – 2025, (çevrimiçi),

<http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/TKBB-Strateji-Belgesi.pdf>, (13.07.2016), s.4

<sup>153</sup> Aktifbank Kira Sertifikaları İhraç Belgeleri, İFM Projesi-I.kira sertifikası ihracı-Genel açıklamalar, (çevrimiçi), [http://www.aktifbank.com.tr/tr/Documents/Ihrac\\_Belgesi.pdf](http://www.aktifbank.com.tr/tr/Documents/Ihrac_Belgesi.pdf), (14.07.2016), s.1

<sup>154</sup> Aktifbank 2013-2104 faaliyet raporlarından hazırlanmıştır., (çevrimiçi),

<http://www.aktifbank.com.tr/tr/hakkimizda/finansal-bilgiler/faaliyet-raporlari> , (14.07.2016)

sertifikası kullanımlarını yaygınlaştırmışlardır. Küresel sukuk piyasasındaki gelişmeler faizsiz bankacılık sisteminde likidite yönetimi konusunda kolaylık sağlarken diğer taraftan da faizsiz sistemde likidite yönetimi ile ilgili uluslararası mekanizmalar geliştirilmektedir. Bu çerçevede 25 Ekim 2010 tarihinde TCMB’inde kurucuları arasında bulunduğu “Uluslararası İslami Likidite Yönetim Şirketi” (International Islamic Liquidity Management Corporation– IILM) kurulmuştur.<sup>155</sup> Uluslararası bir kuruluş olarak merkezi Malezya da bulunmaktadır. Kurucu ülkeler arasında Türkiye, Endonezya, Kuveyt, Lüksemburg, Malezya, Mauritius, Nijerya, Katar, Türkiye, Birleşik Arap Emirlikleri ve İslam Kalkınma Bankası yer almaktadır. IILM üyeliği; merkez bankaları, finansal düzenleyici otoriteler, bakanlıklar vb çok taraflı kuruluşlara açık bir kuruluştur.<sup>156</sup> Şirketin faaliyet döngüsü kısaca şu şekilde açıklanabilir: *“Bu sistemde devletin bazı varlıkları ortak bir yönetim olan IILM’ye belli süreliğine devredilmektedir. IILM kanalıyla çıkarılan kira sertifikaları satılarak Merkez Bankalarının likidite sağlanabilmekte ve sertifikalar Merkez Bankaları tarafından likidite sıkıntısı çeken katılım bankalarına verilebilmektedir. Bu yolla TCMB, IILM’e ortak olarak hem katılım bankalarının kira sertifikası ihracı aşamasında teminat olarak gösterilmesiyle Merkez Bankasından ihtiyaçlarını karşılamalarını hem de özel sektörün kira sertifikaları ihracı yoluyla farklı bir yöntemle finansman temin etmesini sağlamaktadır.”*<sup>157</sup>

Kuruluşun amacı İslami prensiplere uygun gelir sağlayan uluslararası bir varlık havuzu oluşturarak, bu varlıklara dayalı ikincil piyasası olan, uluslararası alanda geçerli ve kredi derecesi yüksek, faizsiz sistemde faaliyet gösteren kuruluşların likidite ihtiyaçlarını karşılayacak hacim ve vadelerde sukuk ihracı gerçekleştirmektir. Bu çerçevede faizsiz bankalararası piyasaların gelişmesini sağlamak, likidite yönetimini kolaylaştırmak ve sukuk ihraçları ile diğer ürünlerinde fiyatlamasına yardımcı olacak bir gösterge oluşturmak vb temel beklentileri oluşturmaktadır. Ayrıca IILM’nin faizsiz finansal kuruluşların geleneksel bankalar karşısında rekabet güçlerini dengelemesi düşünülmektedir. IILM’in çalışma sisteminde varlık havuzuna islami prensiplere uyumlu her türlü varlık kira ödemelerinin (geri kiralama durumunda) kalitesini güvenceye almak için merkez bankaları aracılığıyla transfer edilmektedir. Bununla birlikte, ihraç edilecek enstrümanların AAA kredi notuna sahip, basit tasarımlı ve anlaşılır, küçük hacimlerde ve düzenli ihraç edilebilen, küresel olarak kabul

<sup>155</sup> Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2011, (çevrimiçi),

[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/62ac6176-cecc-462b-b728-f80c718098eb/Fir\\_TamMetin12.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE62ac6176-cecc-462b-b728-f80c718098eb](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/62ac6176-cecc-462b-b728-f80c718098eb/Fir_TamMetin12.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE62ac6176-cecc-462b-b728-f80c718098eb), (14.07.2016), s.66-67

<sup>156</sup> International Islamic Liquidity Management Corporation– IILM, (çevrimiçi), <http://www.iilm.com/>, 27.06.2016

<sup>157</sup> Büyükakın, Önyılmaz, a.g.e., s.12

edilen, alım satım konu olan ve çeşitli vadelerde işlem gören vb özelliklere sahip olması gerekmektedir.<sup>158</sup>

TCMB, Uluslararası İslami Likidite Yönetim Şirketi (IILM) işlemlerinde ilgili kıymetlerin teminata alınması hakkında bazı kararlar almıştır:

- 20 Ekim 2014 tarihinde yayınlanan “IILM Kıymetlerinin Piyasalarda Teminata Kabulü” konulu yazısında;

TCMB bünyesinde faaliyet gösteren piyasalarda teminat çeşitliliğinin artırılması amacıyla, Uluslararası İslami Likidite Yönetimi Şirketi (IILM) tarafından ihraç edilen kıymetler ile IILM tarafından kurulmuş özel amaçlı kuruluşlar tarafından ihraç edilen kıymetlerin, açık piyasa işlemlerinde, Bankalararası Para Piyasaları’nda gerçekleştirilen işlemlerde ve Döviz ve Efektif Piyasaları işlemlerinde 20 Ekim 2014 tarihinden itibaren teminata kabul edilen kıymetler arasında dahil edilmeleri kararlaştırılmış olduğu belirtilmiştir. Ayrıca bu kapsamda, vade yapıları ve özellikleri Merkez Bankası’na değerlendirilerek kabul edilecek olan ABD Doları (USD) veya Euro (EUR) cinsinden IILM ve IILM tarafından kurulmuş özel amaçlı kuruluşlar tarafından ihraç edilen kıymetlerin (IILM kıymetleri), teminata kabul edilen Hazine Müsteşarlığınca ihraç edilmiş Eurobond’lar ve Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi (HMVKŞ) tarafından yurt dışında ihraç edilen kira sertifikaları ile aynı kapsamda değerlendirilerek, aynı usul ve esaslara sahip olmaları şeklinde düzenleme yapılmıştır.

- 23 Ekim 2014 tarihinde yayınlanan “ IILM Kıymetlerinin TCMB Likidite Desteği Kredisi İşlemlerinde Teminata Kabulüne İlişkin Talimat” konulu yazısında;

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Likidite Desteği Kredisi Yönetmeliği”, Uluslararası İslami Likidite Yönetimi Şirketi (IILM) tarafından ihraç edilen kıymetler ile IILM tarafından kurulmuş özel amaçlı kuruluşlar tarafından ihraç edilen kıymetlerin Likidite Desteği Kredisi (LDK) işlemlerinde teminata kabul edilen kıymetler arasına dahil edildiği belirtilmiştir. Bu kapsamda Likidite Desteği Kredisi Uygulama Talimatında; Vade yapıları ve özellikleri Merkez Bankası’na değerlendirilerek kabul edilecek olan ABD Doları (USD) veya

---

<sup>158</sup> Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2011, (çevrimiçi), [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/62ac6176-cecc-462b-b728-f80c718098eb/Fir\\_TamMetin12.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE62ac6176-cecc-462b-b728-f80c718098eb](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/62ac6176-cecc-462b-b728-f80c718098eb/Fir_TamMetin12.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE62ac6176-cecc-462b-b728-f80c718098eb), (14.07.2016), s.66-67

Euro (EUR) cinsinden IILM ve IILM tarafından kurulmuş özel amaçlı kuruluşlar tarafından ihraç edilen kıymetlerin (IILM kıymetleri), teminata kabul edilen Hazine Müsteşarlığınca ihraç edilmiş Eurobond'lar ve Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi (HMKVŞ) tarafından yurt dışında ihraç edilen kira sertifikaları ile aynı kapsamda değerlendirilerek, aynı usul ve esaslara sahip olmaları şeklinde düzenleme yapılmıştır.

TCMB, katılım bankalarının ilgili piyasalarda likidite yönetimlerini kolaylaştırmak üzere kira sertifikalarının Bankalararası Para Piyasası (BPP)'nda ve Açık Piyasa İşlemleri (APİ)'de kullanılabileceğini belirtmiştir.

- 17 Ekim 2012 tarihinde yayımlanan "Kira Sertifikalarını BPP'de Teminata Kabulü" konulu yazısında;

HMKVŞ tarafından yurt içinde ve yurtdışında ihraç edilen kira sertifikalarının, Hazine Müsteşarlığınca ihraç edilmiş DİBS ve Eurobond'lar ile aynı kapsamda değerlendirilerek Bankalararası Para Piyasası (BPP)'nda teminata kabul edilen kıymetler arasında dahil edilmeleri kararlaştırılmıştır.

BPP Uygulama Talimatının teminata ilişkin genel esaslar bölümünde yer alan, "Bankalar borçlanmalarına karşılık, kullandıkları borç tutarının en az yüzde 50'si oranında DİBS teminat bulundurmaları zorundadırlar" ifadesi "Bankalar borçlanmalarına karşılık, borçlandıkları tutarın en az yüzde 50'si oranında DİBS ve/veya HMKVŞ tarafından yurt içinde ihraç edilen kira sertifikası bulundurmaları zorundadırlar" olarak değiştirilmiştir. Ayrıca, Bankalararası Para Piyasası Uygulama Talimatında;

- a. HMKVŞ tarafından yurt içinde ihraç edilen kira sertifikalarının;
  - i) BPP'de teminat kabul edilen DİBS'lerle aynı usul ve esaslara, aynı depo türü, fazla bulundurma oranı, bloke sıralaması ve tranş oranlarına sahip olmaları
  - ii) Teminata esas fiyatlarının hesaplanmasında Resmi Gazete fiyatlarının kullanılması,
  - iii) Vadelerine 1 iş günü kaldığında teminat olma özelliklerini yitirmeleri
- b. HMKVŞ tarafından yurt dışında ihraç edilen kira sertifikalarında ise;
  - i) BPP'de teminat kabul edilen Hazine Müsteşarlığınca ihraç edilmiş Eurobond'larla aynı usul ve esaslara, aynı depo türü, fazla bulundurma oranı, bloke sıralaması ve tranş oranlarına sahip olmaları,
  - ii) Teminata esas fiyatlarının hesaplanmasında piyasa fiyatlarının kullanılması,

iii) Vadelerine 1 hafta kaldığında teminat olma özelliklerini yitirmeleri

Şeklinde düzenleme yapılmıştır.

- 17 Ekim 2012 tarihinde yayımlanan “HMKVŞ Tarafından İhraç Edilen Kira Sertifikalarına İlişkin APİ Uygulama Talimatı Değişiklikleri “ konulu yazısında;

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi (HMKVŞ) tarafından ihraç edilen Türk lirası cinsi kira sertifikaları ile açık piyasa işlemleri yapılabilmesini, açık piyasa işlemlerine taraf olmak isteyen aracı kurumların üye olabilmeleri ve üyeliğini devam ettirebilmeleri için TCMB nezdinde HMKVŞ tarafından yurt içinde ihraç edilmiş kira sertifikalarını da bulundurabilmelerini ve HMKVŞ tarafından yurt içinde ve yurt dışında ihraç edilen kira sertifikalarının açık piyasa işlemlerine teminat olarak kabul edilmesini kararlaştırmıştır. Ayrıca, Nisan 2004 tarihli APİ uygulama talimatında ilgili bölümlerde kira sertifikası işlemleri hakkında gerekli değişiklikler yapılmıştır.

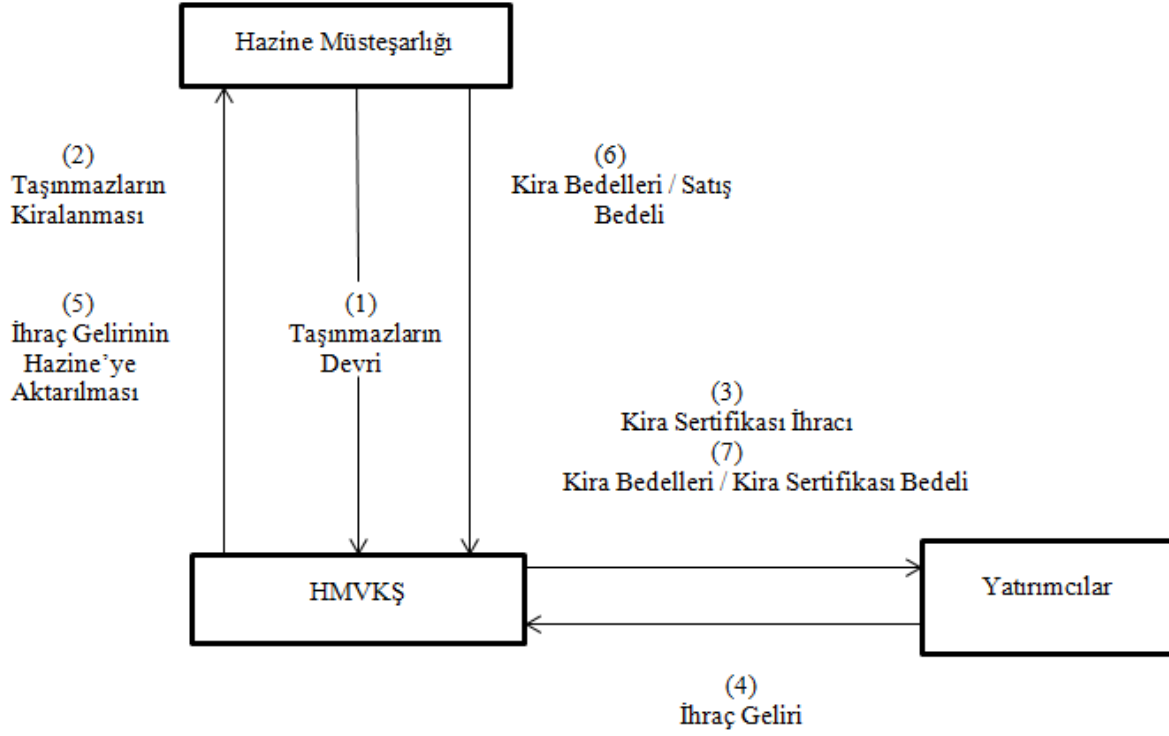
### **3.3.5.5.3. Hazine Müsteşarlığı Kira Sertifikası İhraçları**

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 2010 yılında Seri: III No: 43 sayılı «Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği» ile kira sertifikası ihracı ile fon temin edilmesine ilişkin düzenlemelerin yapılmasıyla yasal altyapı oluşturulmuştur. Kira sertifikası ihraç ve işlemlerinin kamu finansmanı kapsamında değerlendirilmesi sonucunda 2012 yılında 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'un 7/A maddesi uyarınca varlık kiralama şirketi kurulması ve mülkiyeti şirkete devredilecek varlıkların tapu siciline tescili, tapu sicilinden terkinini ve tapu siciline ilişkin diğer işlemler için Hazine Müsteşarlığının yetkilendirilmesi hususlarında T.C. Başbakanlık tarafından onaylanmıştır. Bu kapsamda Varlık Kiralama Şirketi'nin tek hissedarı Hazine'dir ve asgari itibari değeri taşıyan paylar ile asgari sermayeye sahiptir. Buna ilişkin olarak Ana Sözleşmesinde bazı hususlar aşağıdaki şekilde belirtilmiştir:<sup>159</sup>

<sup>159</sup> Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketinin Kuruluş ve Ana Sözleşmesine İlişkin Belgeler, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, (Çevrimiçi), <https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT/1/Documents/Genel%20C4%B0%C3%A7erik/Hazine%20M%C3%BCste%C5%9Farl%C4%B1%C4%9F%C4%B1%20Varl%C4%B1k%20Kiralama%20C5%9Eirketinin%20Kurulu%C5%9Funun%20Yasal%20Dayana%C4%9F%C4%B1n%C4%B1%20Olu%C5%9Fturulan%204749%20Say%C4%B1l%C4%B1%20Kanunun%20A%20Maddesi.pdf>, (19 Haziran 2016), s.5-6



### Şekil 3.9. Kira Sertifikası İhracı



**Kaynak:** Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu – Hazine Müsteşarlığı,

1. 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanununun 7/A Maddesi kapsamında, kamuya ait taşınmazların HMVKŞ'ye satış yoluyla devri yapılmaktadır. Aynı zamanda, tapu kayıtlarında taşınmazların HMVKŞ adına tescil işlemi gerçekleştirilmektedir.
2. HMVKŞ'ye devri yapılan taşınmazların ilgili kurumlarca kullanımları aynen devam etmek üzere, Hazine Müsteşarlığı ile HMVKŞ arasında ayrı bir kira sözleşmesi yapılmaktadır. Ayrıca, söz konusu taşınmazların kira süresi sonunda geri alımına ilişkin Hazine tarafından geri alım taahhütnameşi düzenlenmektedir.
3. HMVKŞ tarafından satın alınan varlıkların Hazine Müsteşarlığı'na kiralanması karşılığında, sertifika sahiplerinin payları oranında kira geliri hak etmelerini sağlayan kira sertifikası ihraç edilmektedir.
4. Yatırımcıların kira sertifikası karşılığında ödedikleri tutar HMVKŞ'ye aktarılmaktadır.
5. HMVKŞ tarafından kira sertifikası ihracından elde edilen gelir, devralınan varlıklara karşılık Hazine Müsteşarlığı'na aktarılmaktadır.
6. Hazine Müsteşarlığı ile HMVKŞ arasında yapılan kira sözleşmesi ve geri alım taahhütnameşi çerçevesinde, Hazine Müsteşarlığı tarafından HMVKŞ'ye kira sözleşmesi süresince kira ödemeleri ve kira sözleşmesinin vadesi dolduğunda taşınmazların geri alımı karşılığında taşınmaz satış bedeline ilişkin ödeme yapılmaktadır.





finansman araçlarının çeşitlendirilmesi sağlanmıştır. Bu nedenle, ihraçlara yıllık finansman programlarının bir parçası olarak sonraki yıllarda da devam edilmiştir.<sup>162</sup>

**Tablo 3.14. Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri / Kira Sertifikası**

ISIN Kodu	Para Birimi	Valör Tarihi	İtfa Tarihi	Vadesi	Kira Oranı (%)	Kira Ödeme Dönemi	Miktar (Bin TL)
TRD011014T17	TL Cinsi	03.10.2012	01.10.2014	2 Yıl	3.70	6 Ay	1.624.483
TRD180215T17	TL Cinsi	20.02.2013	18.02.2015	2 Yıl	2.85	6 Ay	1.515.327
TRD190815T10	TL Cinsi	21.08.2013	19.08.2015	2 Yıl	4.50	6 Ay	1.817.300
TRD170216T17	TL Cinsi	19.02.2014	17.02.2016	2 Yıl	5.30	6 Ay	1.332.820
TRD280916T17	TL Cinsi	01.10.2014	28.09.2016	2 Yıl	4.84	6 Ay	1.839.964
TRD150217T18	TL Cinsi	18.02.2015	15.02.2017	2 Yıl	3.90	6 Ay	1.801.515
TRD160817T11	TL Cinsi	19.08.2015	16.08.2017	2 Yıl	4.98	6 Ay	1.588.784
TRD140218T18	TL Cinsi	17.02.2016	14.02.2018	2 Yıl	5.32	6 Ay	1.900.352
TRD140721T18	TL Cinsi	20.07.2016	14.07.2021	5 Yıl	4.70	6 Ay	907.500
TRD260918T17	TL Cinsi	28.09.2016	26.09.2018	2 Yıl	4.40	6 Ay	1.102.839
TRD220921T16	TL Cinsi	28.09.2016	22.09.2021	5 Yıl	1.12	6 Ay	1.066.565
TRD211118T18	TL Cinsi	23.11.2016	21.11.2018	2 Yıl	5.08	6 Ay	1.285.000

**Kaynak:** Kira Sertifikaları / Borçlanma İstatistikleri/Merkezi Yönetim İç Borç İstatistikleri, T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, (Çevrimiçi), <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Istatistik-Sunum-Sayfasi?mid=59&cid=12&nm=33>, 30 Nisan 2017

2012 yılında Hazine Müsteşarlığı Kira sertifikası ihracı doğrudan satış yöntemi ile gerçekleştirilmiş olup toplam TL cinsinden 3.250.000 TL talep gelmiştir. Talep tutarının fazla olması nedeni ile toplam ihraç tutarı yatırımcıların taleplerine oransal olarak dağıtılarak 1.624.482.560 TL tutarında kira sertifikası ihracı gerçekleşmiştir.<sup>163</sup> Ayrıca 2012 yılında toplam 101,5 milyar TL iç borçlanma gerçekleştirilmiştir. İlk defa gerçekleştirilen TL cinsi kira sertifikası ihracı ise toplam iç borçlanmanın %1,6'sını oluşturmuştur.<sup>164</sup>

20.02.2013 tarihinde Hazine Müsteşarlığı Kira sertifikası ihracı doğrudan satış yöntemi ile gerçekleştirilmiş olup toplam 1.719.500 TL talep gelmiştir. Talep tutarının fazla olması nedeni ile toplam ihraç tutarı yatırımcıların taleplerine oransal olarak dağıtılarak 1.515.326.823 TL tutarında kira sertifikası ihracı gerçekleşmiştir.

<sup>162</sup> Kamu Borç Yönetimi Raporu 2013, (çevrimiçi),

<https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Rapor-Sunum-Sayfasi?mid=614&cid=22&nm=40#>, s. 22-23

<sup>163</sup> Basın Duyurusu, T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Sayı:2012/163, 2 Ekim 2012, (çevrimiçi),

<https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Duyuru-Listesi-Sayfasi?id=5&nm=28>, (19.07.2016),

<sup>164</sup> Hazine Müsteşarlığı 2012 Yılı Faaliyet Raporu, (çevrimiçi),

<https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2F1%2FDocuments%2FKurumsal%20Raporlar%2FHazine%20M%C3%BCste%C5%9Farl%C4%B1%C4%9F%C4%B1%202012%20Y%C4%B1%C4%B1%20Faaliyet%20Raporu.pdf>, (19.07.2016), s.29

21.08.2013 tarihinde Hazine Müsteşarlığı Kira sertifikası ihracı doğrudan satış yöntemi ile gerçekleştirilmiş olup toplam 1.817.300.000 TL talep gelmiştir. Bu kapsamda gelen taleplerin tamamı karşılanmış olup 1.817.300.000 TL tutarında kira sertifikası ihracı gerçekleşmiştir.

2013 yılında finansman amacıyla toplam 141,2 milyar TL iç borçlanma gerçekleştirilmiştir. Toplam iç borçlanmanın Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ihracı ile %97,7 si sağlanırken Kira sertifikası ihracı ile %2,3 ü sağlanmıştır.<sup>165</sup>

2014 yılında Şubat ve Ekim aylarında gerçekleştirilen ihraçlar ile 3,2 milyar TL tutarında finansman sağlanmıştır. Finansmanı amacıyla toplam 127,9 milyar TL iç borçlanma gerçekleştirilmiştir. Toplam iç borçlanmanın Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ihracı ile %97,6 si sağlanırken Kira sertifikası ihracı ile %2,4 ü sağlanmıştır.<sup>166</sup>

2015 yılında Şubat ve Ağustos aylarında gerçekleştirilen ihraçlar ile 3,3 milyar TL tutarında finansman sağlanmıştır. Finansmanı amacıyla toplam 90,4 milyar TL iç borçlanma gerçekleştirilmiştir. Toplam iç borçlanmanın Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ihracı ile %96,3 si sağlanırken Kira sertifikası ihracı ile %3,7 ü sağlanmıştır.<sup>167</sup>

2016 yılında gerçekleştirilen 5 adet ihraç ile 8,2 milyar TL tutarında finansman sağlanmıştır.

**Tablo 3.15. Yurtdışı Kira Sertifikası İşlemleri**

ISIN Kodu	Para Birimi	Valör Tarihi	İtfa Tarihi	Vadesi	Kira Oranı	Miktar (Milyon USD)
XS0831353361	USD Cinsi	18.09.2012	26.03.2018	5.5 Yıl	2.803	1.500
XS0975124180	USD Cinsi	03.10.2013	10.10.2018	5 Yıl	4.557	1.250
XS1141043296	USD Cinsi	18.11.2014	25.11.2024	10 Yıl	4.489	1.000

**Kaynak:** Kira Sertifikaları / Borçlanma İstatistikleri/Merkezi Yönetim Dış Borç İstatistikleri, T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, (Çevrimiçi), <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Istatistik-Sunum-Sayfasi?mid=59&cid=12&nm=33>, 22 Haziran 2016

2012 yılında Hazine Müsteşarlığı Uluslararası sermaye piyasalarında kira sertifikası ihracı olanaklarını araştırmak üzere Citigroup, HSBC ve Liquidity House'a (Kuwait Finance

<sup>165</sup> Hazine Müsteşarlığı 2013 Yılı Faaliyet Raporu, (çevrimiçi), <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Rapor-Sunum-Sayfasi?mid=251&cid=25&nm=39#>, (19.07.2016), s.27

<sup>166</sup> Hazine Müsteşarlığı 2014 Yılı Faaliyet Raporu, (çevrimiçi), <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Rapor-Sunum-Sayfasi?mid=251&cid=25&nm=39#>, (19.07.2016), s.28

<sup>167</sup> Hazine Müsteşarlığı 2015 Yılı Faaliyet Raporu, (çevrimiçi), <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Rapor-Sunum-Sayfasi?mid=251&cid=25&nm=39#>, (19.07.2016), s.32

House iştiraki) yetki vermiştir. Bu kapsamda uluslararası yatırımcılarla yapılan toplantılar neticesinde kira sertifikası ihracı 5,5 yıl vadeli 1,5 milyar USD değerinde ve kira oranı %2,803 (Mid Swap oranı + 185 bp) olarak gerçekleşmiştir. İhraca, 250 yatırımcı, ihraç tutarının 5 katına yakın talep göstermiştir. Kira sertifikasının %58'i Orta Doğu, %13'ü Avrupa, %12'si Asya, %9'u Türkiye ve %8'i ABD'deki yatırımcılara satılmıştır.<sup>168</sup>

2013 yılında Hazine Müsteşarlığı Uluslararası sermaye piyasalarında kira sertifikası ihracı olanaklarını araştırmak üzere HSBC, QInvest ve Standard Chartered'a yetki vermiştir. Bu kapsamda uluslararası yatırımcılarla yapılan toplantılar neticesinde kira sertifikası ihracı 5 yıl vadeli 1,25 milyar USD değerinde ve kira oranı %4,557 (Mid Swap oranı + 300 bp) olarak gerçekleşmiştir. İhraca, 330 yatırımcı, ihraç tutarının 6 katının üzerinde talep göstermiştir. Kira sertifikasının %27'si Orta Doğu, %19'u Türkiye, %19'u İngiltere, %14'ü Avrupa, %11'i ABD ve %10'u Asya ve diğer bölgelerdeki yatırımcılara satılmıştır. Bu ihraçla birlikte, 2013 yılı dış borçlanma programı kapsamında bugüne kadar yaklaşık 5,5 milyar ABD doları tutarında kaynak sağlanmıştır.<sup>169</sup>

2014 yılında Hazine Müsteşarlığı Uluslararası sermaye piyasalarında kira sertifikası ihracı gerçekleştirmek amacıyla CIMB, Citigroup ve HSBC'ye yetki vermiştir. Bu kapsamda kira sertifikası ihracı 10 yıl vadeli 1 milyar USD değerinde ve kira oranı %4,489 olarak gerçekleşmiştir. İhraca 140 yatırımcı, ihraç tutarının 3 katından fazla talep göstermiştir. Kira sertifikasının %37'si Orta Doğu, %17'si Türkiye, %16'sı İngiltere, %14'ü ABD, %9'u Avrupa ve %7'si Asya ve diğer bölgelerdeki yatırımcılara satılmıştır.<sup>170</sup>

#### **3.3.5.5.4. Borsa İstanbul Kira Sertifikası İşlemleri**

2012 yılında Kira Sertifikaları Borçlanma Araçları Piyasası (BAP)'nda işlem görmeye başlamıştır ve ilk defa işlem gören kira sertifikaları Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilmiştir. Borsa kaydında olan kira sertifikalarının nominal tutarı 1.5 milyon USD ve

<sup>168</sup> Basın Duyurusu, T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Sayı:2012/143, 18 Eylül 2012, (çevrimiçi), <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Duyuru-Listesi-Sayfasi> , (19.07.2016)

<sup>169</sup> Basın Duyurusu, T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Sayı:2013/171, 03 Ekim 2013, (çevrimiçi), <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Duyuru-Listesi-Sayfasi> , (19.07.2016)

<sup>170</sup> Basın Duyurusu, T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Sayı:2014/190, 18 Kasım 2014, (çevrimiçi), <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Duyuru-Listesi-Sayfasi> , (19.07.2016)

1.624.482.560 TL olmakla beraber ihraç edilen Kamu kira sertifikaları işlem hacmi 35 milyon TL değerine ulaşmıştır.<sup>171</sup>

2013 yılında Kamu kira sertifikaları işlem hacmi 404 milyon TL değerine ulaşmış, Borsa kotuna alınan özel sektör kira sertifikalarının Menkul Kıymet Tercihli Repo Pazarı'nda işlem görebilmesi ve Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı'nda ihraç edilebilmesi sağlanmıştır. Borçlanma Araçları Piyasası'nda işlem gören yatırım araçları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

**Tablo 3.16. 2012 ve 2013 Yıl Sonları İtibarıyla Pay Piyasası ve Borçlanma Araçları Piyasası'nda İşlem Gören Yatırım Araçları**

Diğer Yatırım Araçları	2012		2013		İşlem Gördüğü Pazar
	Adet	Nominal Değer TL	Adet	Nominal Değer TL	
Borsa Yatırım Fonları	16	3.451.200.000	17	3.501.200.000	Pay Piyasası (KÜP)
Varantlar	281	19.940.000	328	25.320.000	Pay Piyasası (KÜP)
Sertifikalar	50	1.967.500	13	32.500	Pay Piyasası (KÜP)
Tahvil	100	9.011.703.211	176	14.231.583.578	Borçlanma Araçları Piyasası
Bono	61	17.444.819.505	76	19.453.898.150	Borçlanma Araçları Piyasası
VDMK	37	649.272.937	50	707.300.000	Borçlanma Araçları Piyasası
VTMK	0		1	30.000.000	Borçlanma Araçları Piyasası
Kira Sertifikaları (Özel Sektör-TL)	0		8	661.900.000	Borçlanma Araçları Piyasası
Kira Sertifikaları (Hazine - TL)	1	1.500.000.000	3	4.957.109.383	Borçlanma Araçları Piyasası
Kira Sertifikaları (Hazine - ABD Doları)	1	1.624.482.560	2	2.750.000.000	Borçlanma Araçları Piyasası
Eurobond (ABD Doları)	19	38.000.000.000	19	38.000.000.000	Borçlanma Araçları Piyasası
Eurobond (Euro)	5	6.500.000.000	6	7.750.000.000	Borçlanma Araçları Piyasası
<b>Toplam</b>	<b>571</b>		<b>699</b>		

**Kaynak:** 2013 Faaliyet Raporu Yatırım Ve Değişimde Yükselen Hedeflerin Yılı Borsa İstanbul, (çevrimiçi), [http://www.borsaistanbul.com/docs/defaultsource/yay%C4%B1nlar/2013\\_borsa\\_istanbul\\_faaliyet\\_raporu.pdf?sfvrsn=6](http://www.borsaistanbul.com/docs/defaultsource/yay%C4%B1nlar/2013_borsa_istanbul_faaliyet_raporu.pdf?sfvrsn=6) , (21.07.2016), s.77

Borçlanma araçları piyasasında 2013 yılında toplamda 699 adet farklı türde yatırım aracı yaklaşık 87.6 milyar TL nominal bedelle işlem görmüştür. Kira sertifikaları işlemleri ise 13 adet olmak üzere yaklaşık 8,4 milyar TL nominal bedelle işlem görmüştür. Toplam işlem hacminin yaklaşık %10 oranına karşılık gelmektedir.

<sup>171</sup> 2012 Faaliyet Raporu 2012 Değişim ve Yatırım Yılı Borsa İstanbul, (çevrimiçi), <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/yay%C4%B1nlar/borsa-istanbul-2012-faaliyet-raporu.pdf?sfvrsn=4> (23.07.2016), s.11,40

2013 yılında aşağıda belirtildiği üzere 4 adet varlık kiralama şirketi faaliyet göstermektedir:<sup>172</sup>

**Tablo 3.17.** Kira Sertifikaları İşlem Gören Varlık Kiralama Şirketleri (31.12.2013)

AKTİF BANK SUKUK VARLIK KİRALAMA A.Ş.
HAZİNE MÜŞTEŞARLIĞI VARLIK KİRALAMA A.Ş.
ASYA VARLIK KİRALAMA A.Ş.
KT KİRA SERTİFİKALARI VARLIK KİRALAMA A.Ş.

**Kaynak:** 2013 Faaliyet Raporu Yatırım Ve Değişimde Yükselen Hedeflerin Yılı Borsa İstanbul, (çevrimiçi), [http://www.borsaistanbul.com/docs/defaultsource/yay%C4%B1nlar/2013\\_borsa\\_istanbul\\_faaliyet\\_raporu.pdf?sfvrsn=6](http://www.borsaistanbul.com/docs/defaultsource/yay%C4%B1nlar/2013_borsa_istanbul_faaliyet_raporu.pdf?sfvrsn=6) , (21.07.2016), s.197

2014 yılında Borsa İstanbul, ilk defa uluslararası bir finans kuruluşunun (İslam Kalkınma Bankası) 6,05 milyar ABD Doları değerindeki sukukunu Borçlanma Araçları Piyasası Kesin Alım Satım Pazarı'nda nitelikli yatırımcılar arasında alım satım işlemlerine açmıştır. İslam Kalkınma Bankası'nın kurduğu varlık kiralama şirketinin yurt dışında ihraç ettiği 6.050.000.000 ABD Doları tutarındaki kira sertifikaları, 28 Kasım 2014 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası Kesin Alım-Satım Pazarı'nda işlem görmeye başlamıştır.<sup>173</sup>

Yurt içi ve yurt dışında yerleşik tüzel kişiler tarafından yurt dışında yabancı para cinsinden ihraç edilen ve saklaması yurt dışında yapılan borçlanma araçları ve kira sertifikalarının Borsa İstanbul'a başvuru yapılması halinde ve Takasbank uygulamalarına uyulması şartıyla Borsa İstanbul ikinci el piyasasında işlem görebilmesi sağlanmıştır.<sup>174</sup>

Borçlanma araçları piyasasında 2014 yılında toplamda 1122 adet farklı türde yatırım aracı yaklaşık 110 milyar TL nominal bedelle işlem görmüştür. Kira sertifikaları işlemleri ise toplamda 19 adet olmak üzere yaklaşık 16,8 milyar TL nominal bedelle işlem görmüştür. Toplam işlem hacminin yaklaşık %15 oranına karşılık gelmektedir.<sup>175</sup> Kamu Kira Sertifikası işlem hacmi 920 milyon TL tutarına ulaşmıştır.

<sup>172</sup> 2013 Faaliyet Raporu Yatırım Ve Değişimde Yükselen Hedeflerin Yılı Borsa İstanbul, (çevrimiçi), [http://www.borsaistanbul.com/docs/defaultsource/yay%C4%B1nlar/2013\\_borsa\\_istanbul\\_faaliyet\\_raporu.pdf?sfvrsn=6](http://www.borsaistanbul.com/docs/defaultsource/yay%C4%B1nlar/2013_borsa_istanbul_faaliyet_raporu.pdf?sfvrsn=6) , (21.07.2016), s.197

<sup>173</sup> 2014 Faaliyet Raporu Bölgesel Merkez Küresel Aktör, Borsa İstanbul, s.83

<sup>174</sup> A.e., s.48

<sup>175</sup> A.e., s.90

2014 yılında özel sektörde (Banka) 25 adet kira sertifikası ihracı yapılarak Halka Arz yoluyla yapılan ihraç tutarı 280 milyon TL ve Nitelikli Yatırımcıya Satış Yoluyla yapılan ihraç tutarı 769.000.000 TL olmak üzere toplam 1.049.000.000 TL kaynak sağlanmıştır.<sup>176</sup>

2014 yılında, 2013 yılına göre borsada işlem gören varlık kiralama şirketlerinde bazı değişiklikler olmuştur. Son durum aşağıdaki tabloda belirtilmiştir:

**Tablo 3.18.** Kira Sertifikaları İşlem Gören Varlık Kiralama Şirketleri (31.12.2014)

AKTİF BANK SUKUK VARLIK KİRALAMA A.Ş.
İSLAM KALIKINMA BANKASI
HAZİNE MÜŞTEŞARLIĞI VARLIK KİRALAMA A.Ş.
KT KİRA SERTİFİKALARI VARLIK KİRALAMA A.Ş.
TF VARLIK KİRALAMA A.Ş.

**Kaynak:** 2014 Faaliyet Raporu Bölgesel Merkez Küresel Aktör Borsa İstanbul, (çevrimiçi), <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/yay%C4%B1nlar/2014-borsa-istanbul-faaliyet-raporu.pdf?sfvrsn=8> , (22.07.2016), s.228

2015 yılında Borsa İstanbul'da işlem gören varlık kiralama şirketlerinde değişiklik olmayıp Kira Sertifikaları işlem hacmi 1.34 milyar TL'ye ulaşmıştır.<sup>177</sup> Özel sektörde 30 adet kira sertifikası ihracı yapılarak toplam 2.249.000.000 TL kaynak sağlanmıştır.<sup>178</sup>

Borçlanma araçları piyasasında 2015 yılında toplamda 1116 adet farklı türde yatırım aracı yaklaşık 107 milyar TL nominal bedelle işlem görmüştür. Kira sertifikaları işlemleri ise toplamda 22 adet olmak üzere yaklaşık 16,9 milyar TL nominal bedelle işlem görmüştür. Toplam işlem hacminin yaklaşık %15,7 oranına karşılık gelmektedir.<sup>179</sup>

Borsa İstanbul A.Ş. 2016 yılı verilerine göre pay piyasası ve borçlanma araçları piyasasında aşağıda belirtilen gelişmeler dikkat çekmiştir:<sup>180</sup>

<sup>176</sup> A.e., s.88

<sup>177</sup> 2015 Faaliyet Raporu Borsa İstanbul, (çevrimiçi), <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/kurumsal-yonetim/borsa-istanbul-2015-faaliyet-raporu.pdf?sfvrsn=0> (22.07.2016), s.58

<sup>178</sup> 2015 Faaliyet Raporu Borsa İstanbul, (çevrimiçi), <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/kurumsal-yonetim/borsa-istanbul-2015-faaliyet-raporu.pdf?sfvrsn=0> (22.07.2016), s.100

<sup>179</sup> 2015 Faaliyet Raporu Borsa İstanbul, (çevrimiçi), <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/kurumsal-yonetim/borsa-istanbul-2015-faaliyet-raporu.pdf?sfvrsn=0> (22.07.2016), s.101

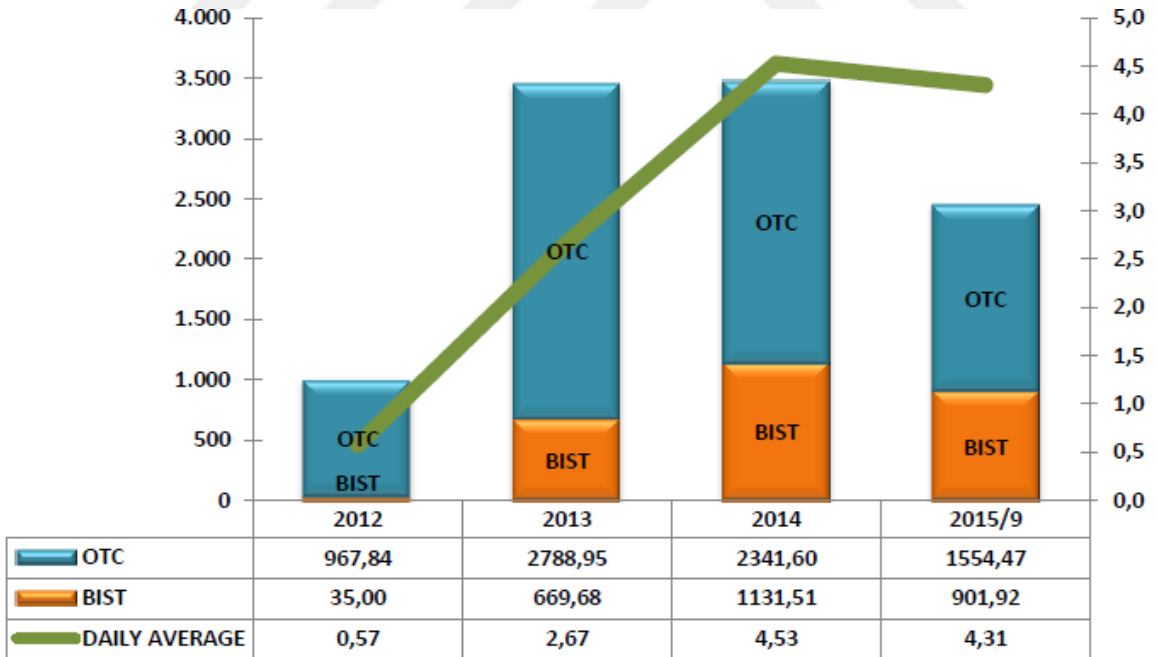
<sup>180</sup> Borsa İstanbul A.Ş. Faaliyet Raporu 2016, (çevrimiçi), <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/kurumsal-yonetim/borsa-istanbul-2016-faaliyet-raporu.pdf?sfvrsn=6> , (29.04.2017), s.41,43

- Borsa İstanbul A.Ş.'nin 2016 yılı piyasa değerinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı %26 olmakla beraber piyasa değerinin halka açık kısımdaki yabancı payı %63,4 olarak belirlenmiştir. Yıl içinde iki şirket halka arz edilerek 343 milyon TL kaynak sağlanmıştır. 2016 yıl sonu itibariyle pay piyasasında tüm pazarlarda işlem gören şirket sayısı 405 tir ve 9 adet borsa yatırım fonu ile birlikte 4217 varant işlem görmüştür.

- Borsa İstanbul A.Ş. de 2016 yılı toplam işlem hacmi %95,23 oranında kamu menkul kıymetlerinde %4,77 oranında ise özel sektör menkul kıymetlerinde gerçekleşmiştir. Özel sektör borçlanma aracı ve kira sertifikası işlemlerinde 2015 yılına göre ihraç adedinde %24, ihraç tutarında %15 artış sağlanmıştır. Borçlanma araçları ve kira sertifikalarının %14'ü halka arz yoluyla, %86'sı nitelikli yatırımcılara satış yoluyla gerçekleştirilmiştir. 2015 yılında 1.160 milyon TL olan Kamu Kira Sertifikaları işlem hacmi 2016 yılında 2.950 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Özel ve Kamu Kira Sertifikası İşlemleri 2012 yılından bu yana Borsa İstanbul bünyesinde işlem hacimleri artarak devam etmektedir. Küresel olarak bakıldığında ise borsalar bünyesinde sukuk/kira sertifikalarının işlem görme oranı gün geçtikçe artmaktadır.

**Grafik 3.12. Kira Sertifikalarının Toplam ve Ortalama İşlem Hacimleri (Milyon TL)**



**Kaynak:** Faizsiz Finans Sunumu, Borsa İstanbul, 12 Mayıs 2016, s.14

## SONUÇ

Dünya ekonomisinde tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesi finansal sistem aracılığı ile gerçekleşmektedir. Sistem içerisinde paranın fonksiyonlarını gören finansal araçların reel sektörü destekleyecek şekilde üretilmesi ve kullanılması; ekonomik gelişmeyi ve refah düzeyini artırıcı önemli unsurlardır. Bu çerçevede finansal sistemin temel görevi, kaynakların etkin bir şekilde dağılım ve kullanımını gerçekleştirerek ekonomik kalkınmaya katkı sağlamaktır. Bu temel görevin yerine getirilmesinde kanun ve düzenlemeler ışığında finansal araç ve kurumlar, finansal sistemi şekillendirmektedir. Küresel ölçekte uygulamada olan finansal sistemin yaşamış olduğu problemler, krizler sistemi oluşturan finansal araçların, kurumların , kanun ve düzenlemeler gibi belirli bazı unsurların sorgulanmasına dayanak oluşturmuştur. Bu bağlamda mevcut finansal sistemden temel olarak üç ana yasak (faiz, garar ve kumar) altında faaliyet göstererek farklılaşan İslami finans sistemi, uluslararası piyasalarda iş yapma teknik ve prensipleri ile dikkat çekmiştir. Finansal sistemlerde sermaye hareketlerinin liberalizasyonu, özelleştirme, finansal pazarların küreselleşmesi ve İslami prensiplere dayalı ekonomik sistem talepleri İslâmî finansın gelişmesine destek olmuştur.

İslâmî finans sistemi, finansal işlemlerin İslâm hukuk kuralları çerçevesinde gerçekleştirildiği uygulamalar bütünüdür. Bu bağlamda İslam hukuk kuralları çerçevesinde sermaye birikiminin sağlanması ve ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesi İslami finansın temel hedefidir. Bilindiği üzere finansal sistemin temel fonksiyonu fon arz edenler ile fon talep edenleri piyasa mekanizması içinde buluşturmadır. Dolayısıyla İslami finans ile modern finans sistemi aynı fonksiyonlara sahip olmakla birlikte bazı kısıt veya yasaklarla İslami finans sistemi mevcut finans sisteminden farklılaşmaktadır. İslam hukuk sistemi çerçevesinde fon arz edenlerin elindeki fonu İslami kurallar içerisinde kullanılmak istemesi, fon talep edenlerin ise fon ihtiyaçlarını aynı şekilde İslami kurallar içerisinde karşılamak istemesi; sistemin İslâm hukukunun kurallarına göre yeniden tasarlanmasını ve dolayısıyla finansal araç ve finansal araçların (İslâmî bankalar, İslâmî sigortacılık şirketleri ve İslâmî yatırım fonları) bu hukuk sisteminin kurallarına uygun oluşturulmasını gerektirmektedir.

Çalışmada dünyada ve özellikle ülkemizde son dönemlerde kamu ve özel sektör tarafından oldukça talep gören, İslami finans alanında sermaye piyasalarında önemli bir ihtiyacı karşılayan finansal enstrüman olarak sukuk (Kira Sertifikası) incelenmiştir. Makro bir bakış açısıyla sukuk enstrümanının İslami finansal sistem içerisinde yeni bir finansal ürün olarak sunulması kapsamında; İslami finansal sistemin mevcut finansal sistem içindeki



konumu, sermaye piyasası ürünü olarak kullanılması nedeni ile islami finansal sistemi içinde sermaye piyasası işlemlerinde yaşanan gelişmeler, islami finans sisteminin ilk kuruluşları olan islami bankaların dünyada ve ülkemizdeki konumu, ülkemizde başlangıç evresinde olan gelişme potansiyeli gösteren islami sigorta (Tekafül) işlemlerinin işleyiş mekanizması ve islam hukuk açısından değerlendirilmesi ,küresel ölçekte islami finansal sistemin bankacılık, sigorta (tekafül), sermaye piyasası işlemleri gibi temel finansal alanlarda göstermiş olduğu gelişme ve hızlı büyüme, sermaye piyasalarında kaynak ihtiyacını karşılayacak finansal enstrüman geliştirme arzusu gibi unsurlar sistem içinde üretilen yeni enstrümanların değerlendirilmesinde birbirinden bağımsız gelişmeler değil birbirlerine eklemlenmiş bir zincirin halkaları gibi bir bütün olarak dikkate alınmıştır. Bu bakış açısı altında bir finansal enstrüman olarak sukuk islami finansal sistem içindeki konumunu tespit etmek oldukça kolaylaşacaktır.

Birinci bölümde islami finansal sistemin bir alt sistem olarak yer aldığı ve yukarıda açıklamaya çalıştığımız üzere aynı fonksiyonlara sahip mevcut finansal sistemin yapısı, temel unsurları, finansal piyasalar, finansal araçlar ve araçlar açıklanmaya çalışılmıştır. İslami finans sisteminde de islama hukukuna uygun finansal işlemlerin aynı piyasalarda, finansal araçlar kullanılarak islami finansal araçlarla gerçekleştirildiği gözönüne alındığında ana akım finans sisteminin makro açıdan işleyişinin genel hatları ile ortaya konması, islami finans sisteminin anlaşılması, uygulamalarda sağlıklı karşılaştırmalar yapılabilmesi, yeni ürünlerin oluşturulması ve uygulamaya konulması, mevcut veya olası sorunların tespiti için bir bilinç oluşturması anlamında önemli görülmüştür.

Çalışmanın ikinci bölümünde mevcut finansal sistem içerisinde farklılaşarak faaliyet gösteren islami finansal sistemin en önemli kısıtlarından biri olan faiz yasağı; tarihsel süreç içerisinde, diğer dinlerde ve modern dönemde olmak üzere kavramsal boyutta detaylı olarak incelenmiştir. Tartışmaların odak noktası zaman içerisinde bir takım toplumsal, siyasi ve askeri nedenlerle faizin kabul edildiği buradan hareketle geçerli olabilecek faiz oranının ne olması gerektiği üzerinde yoğunlaşmıştır. İlave olarak faiz olgusu ile işleyen kredi mekanizmasının toplumun sosyo-politik yapısı üzerinde belirleyici olduğu toplumun büyük bir kesiminin elde ettiği küçük birikimlerin faiz karşılığında azınlık bir gruba devrettiği ve bu yolla ekonomik sistem dışına itildiği sonucuna varılmıştır. Bu noktada finansal aracı kurumların kaynakları faiz karşılığı değil kar payı karşılığı toplayarak toplanan fonları kredi olarak değil ortaklık yaparak kazanç sağlaması mümkündür. İslami finansal sistemin uygulama alanı olan en önemli kuruluşlar islami bankalardır ve bir çok faizsiz finansal

enstrümanın oluşmasında ve piyasaya sunulmasında tecrübeleri ile katkı sağlamışlardır. Bu kapsamda dünyada ve ülkemizde katılım bankacılığı tüm yönleri ile ele alınmıştır. Bankacılık ile başlayan İslami finansal sistemin altyapısı bankacılık dışı finansal alanlarda da gelişme göstermeye devam etmektedir. Sigorta (tekafül) sistemi İslami finansın içinde İslam hukuk kurallarına göre gelişme evresindedir. Sermaye piyasası işlemleri İslami finans içerisinde özellikle İslami bankaların likidite yönetimleri ve kaynak bulmaları hususunda çözüm üreten yeni finansal ürünlerin sunulmasına zemin hazırlamıştır. İslami finansın bir sistem olarak kurumları, finansal araçları, kuralları ve tüm unsurları ile gelişme göstermesi sermaye birikimine, ekonomik kalkımaya, finansal krizlerin önlenmesine ve çok problemin çözülmesine ciddi katkı sağlayacağı sonucuna varılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde sukuk (kira sertifikası) enstrümanı, Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme (VDMK) işlemlerinin süreçleri ve tahvil, bono gibi borçlanma araçlarının işleyiş mekanizmalarının incelenmesi ışığında kavramsal olarak çeşitleri, yapısı, dünya ve ülkemiz uygulamaları detaylı analiz edilmiştir. Menkul kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme (VDMK) uygulamaları finans mühendisliğindeki uzmanlaşmanın bir sonucu olarak girişimci, yatırımcı ve mali araçların ihtiyaçlarını karşılamak için geliştirilmiş çok yönlü bir uygulamadır. İslam hukuk sistemi çerçevesinde gerçekleştirilen menkul kıymetleştirme uygulamaları, özellikle İslami finans sisteminin gelişimi açısından önemli bir rol oynamaktadır. Sukuk uygulamaları, bu anlamda menkul kıymetleştirme temelinde İslam hukuk kuralları çerçevesinde gerçekleştirilen işlemlerdir. Tahvil ve Bonolar ise devlet ve özel sektörün kaynak ihtiyacını karşılayan farklı tür ve yapıları temel borçlanma araçlarıdır. Sukukun bir varlığa sahip olmayı (mülkiyet hakkı) veya ondan yararlanma hakkını temsil etmesi özelliği, tahvil ve bonolardan farklılaşmasını sağlayan en önemli tarafıdır. Bu özelliği nedeni ile sukuk yatırımcısına gelir/kardan pay vermekte tahvil ve bono ise yatırımcısına faiz vermektedir.

Sukuk işlemleri büyük projeler için ihtiyaç duyulan yüksek tutardaki sermayeyi temin etmek için gerçekleştirilebilir olsa da likidite yönetiminde büyük şirketlerin İslami bankalardan yoğun olarak sermaye piyasası enstrümanları talep etmeleri sonucunda çeşitlenmiş ve gelişme göstermiştir. Bu kapsamda geliştirilen yatırım araçları, İslami finans sistemi içerisinde dayanak varlığın değeri ile orantılı olarak oluşturulan sertifikalar aracılığıyla mülkiyetin geniş yatırımcı kitlesine transferini sağlamıştır.

Ülkemizde Sukuk / Kira Sertifikası ihracının yasal zemini Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 2010 yılında çıkarılan tebliğ ile oluşturulmuştur ve SPK tebliğine göre Türkiye’de sukuk bir kira sertifikası olarak tanımlanmıştır. İlgili tebliğin çıkarılmasında katılım bankacılığının yıllar itibari ile göstermiş olduğu büyüme oranları oldukça etkili olmuştur. TCMB’nin kurucuları arasında bulunduğu “Uluslararası İslami Likidite Yönetim Şirketi” (International Islamic Liquidity Management Corporation– IILM) kanalıyla çıkarılan kira sertifikaları dolayısıyla likidite sağlanabilmekte ve katılım bankaları ile paylaşılabilir. Hazine Müsteşarlığı 2012 yılında borçlanma enstrümanlarının çeşitlendirilmesi çalışmaları çerçevesinde hem yurtiçinde hem de yurtdışında ilk defa kira sertifikası ihracı başarı ile gerçekleştirilmiştir. Aynı yıl Kira Sertifikaları Borçlanma Araçları Piyasası (BAP)’nda işlem görmeye başlamıştır ve ilk defa işlem gören kira sertifikaları Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilmiştir.

Sonuç olarak, ülkemizin kalkınmasında stratejik öneme sahip uzun vadeli kaynakların ekonomiye kazandırılması ve yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi konusunda ciddi katkıları olabilecek yeni bir finansal enstrüman olan sukuk (kira sertifikaları) sermaye piyasalarında kaynak ihtiyacını varlığa dayalı ve gelir/kardan pay vererek karşılamaktadır. İslami finans alanında daha bir çok yeni finansal enstrümanın üretim ve yatırımlara kaynak sağlayarak reel sektörü destekleyici, kamu ve özel sektörde motivasyonu artırıcı unsurları ile ekonomik kalkınmaya finansal krizlere fırsat vermeden katkı sağlayabileceğini söyleyebiliriz. Bu çerçevede islami finansın dünyada ve özellikle ülkemizde gelişimi ana akım finans sisteminin; piyasa mekanizması, finansal araçlar, ulusal ve uluslararası düzenleyici kuruluşlar, uygulanmakta olan vergi ve muhasebe sistemleri gibi unsurlarının işlevleri, görev ve yetkilerinin bilinmesi buna karşılık islami finans sisteminin belirleyici unsuru olan islam hukuk ilkelerinin bilinmesi, mevcut finansal araçların günümüz uygulamalarının islam hukuk ilkelerine göre dizayn edilmesi ve bu kapsamda düzenleyici denetleyici otoritelerin oluşmasına bağlıdır.

## KAYNAKÇA

### Kitaplar

- Abdul-Rahman, Yahia : **İslam'da Bankacılık ve Finansman**, Çev. Salih Tuğ, M.Abdullah Tuğ, İstanbul, İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, Yayın No :11, 2015
- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) : **Faizsiz Bankacılık Standartları**, Çev. Mehmet Odabaşı, İshak Emin Aktepe, İstanbul, Türkiye Katılım Bankaları Birliği Yayın No:2, 2012
- Afşar, Muarrem : **Finansal Sistem Ve İşleyişi**, Eskişehir, Gülen Ofset, 2006
- Bakkal, Ali : **İslâm Fıkıh Mezhepleri**, İstanbul, Rağbet Yayınları, 2007
- Bayındır, Servet : **İslâm Hukuk Penceresinden Faizsiz Bankacılık**, İstanbul, Rağbet Yayınları, 2005
- Çağlar, Ünal : **Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, Alfa Yayınları, 2003
- Doğru, Halil : **Menkul Kıymetleştirme & Mortgage Genel ve Hukuki Esaslar**, İstanbul, Doğru Hukuk Yayınları, 2017
- Döndüren, Hamdi : **Delilleriyle Ticaret ve İktisat İlmihali**, İstanbul, Erkam Yayınları, 2012
- El-Kardavi, Yusuf : **Faizsiz Sistemde Ticaret (Murabaha)**, Çev. Nihat Yazar, İstanbul, Faisal Finans Kurumu Yay., 1994
- El-Mevdudi, Ebu-l A'la : **Faiz**, Çev. Hasan Beşer, İstanbul, Hilal Yayınları, 1966
- Erdem, Ekrem : **Para Banka ve Finansal Sistem**, Ankara, Detay Yayıncılık, 2010
- Ez-Zerka, Mustafa Ahmed : **İslâm Hukuk Ekolleri ve Maslahat Prensibi**, İstanbul, Rağbet Yayınları, 2007
- Güngören, Muaz : **Bir Finansal Enstrüman Olarak Sukuk Katılım Bankalarına Uyum Modellemesi**, İstanbul, İTO Yayın No: 2012-38, 2013
- Hepşen, Ali : **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme Ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul, İTO Yayın No: 2005-13, 2005

- İncekara, Ahmet : **Bankacılık ve Finansal Kurumlar**, İstanbul, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayın No:3, 2011
- Kaplan, Cafer : **Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No:9910, 1999
- Karaman, Hayreddin : **Mukayeseli İslâm Hukuku**, İz Yayıncılık, İstanbul,2001
- Mutçalı, Serdar : **Arapça Türkçe Sözlük**, İstanbul, Dağarcık Yayınları,1995
- Orman, Sabri : **İktisat, Tarih ve Toplum**, İstanbul, Küre Yayınları, 2001
- Öcal, Tezer  
Çolak, Ö.Faruk : **Finansal Sistem ve Bankalar**, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 1999
- Özgüven, Ali : **İktisadi Düşünceler – Doktrinler ve Teoriler**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2001
- Özsoy, Şerafettin : **Sağlam Bankacılık Modeli İle Katılım Bankacılığına Giriş**, İstanbul, Kuveyttürk Katılım Bankası A.Ş.Yayınları, 2012
- Parasız, M.İlker : **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 9.bs., Bursa, Ezgi Kitabevi, 2009.
- Parasız, M.İlker : **Finansal Kurumlar ve Piyasalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2007
- Parasız, M.İlker : **İktisada Giriş**, 10.bs, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2010
- Parasız, M.İlker : **Modern Bankacılık Teori ve Uygulama**, İstanbul, Banksis Yayınları, 2000
- Parasız-M.İlker,  
Başoğlu, Ufuk,  
Ölmezoğulları, Nalan : **Dünya Ekonomisi Küreselleşme,Finansal Kurumlar ve Küresel Makro Ekonomi** Bursa, Ezgi Kitabevi,1999
- Paya, Merih : **Makro İktisat**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 1997
- Qureshi, Anwar Iqbal : **Faiz Nazariyesi ve İslâm**, Çev: Salih Tuğ, İstanbul, İrfan Yayınevi, 1966
- Sabuni, Muhammed Ali : **Kur'an-ı Kerim'in Ahkam Tefsiri**, Çev. Mazhar Taşkesenlioğlu, İstanbul, Şamil Yayınevi, 1984
- Seyidoğlu, Halil : **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, 3.bs., İstanbul, Güzemcan Yayınları, 2002.
- Snowdon, Brain  
Vane, Howard R. : **Modern Makroekonomi Temelleri, Gelişimi ve Bugünü**, Çev.Ed. Barış Kablamacı, 1. bs., Ankara, Efil Yayınevi, 2012

- Tunç, Hüseyin : **Katılım Bankacılığı**, İstanbul, Nesil Yayınları, 2010
- Uludağ, Süleyman : **İslâm'da Faiz Meselesine Yeni Bir Bakış**, 3. bs., İstanbul, Dergah Yayınları, 2010
- Yanpar, Atilla : **İslami Finans-İlkeler, Araçlar ve Kurumlar**, İstanbul, Scala Yayıncılık, 2014,
- Yay-Turan,  
Yay, Gülsün Gürkan  
Yılmaz, Ensar : **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve finansal Düzenlemeler**, İstanbul, İTO Yayın No:2001-47, 2001
- Zaim,Sebahhattin : **İslâm – İnsan Ekonomi**, 2. bs, İstanbul, Yeni Asya Yayınları, 1992
- Zerka, Ahmed  
En-Neccar, Abdülaziz : **İslâm Düşüncesinde Ekonomi, Banka ve Sigorta**  
Çev.: Hayreddin Karaman, İstanbul, İz Yayıncılık, 2009

### **Makaleler**

- Ahmad, Ziuaddin : "Riba Teorisi", Çev: Ali Rıza Gül, **Ankara Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi**, Cilt:XLIV, Sayı:1, 2003, s.453-465
- Akar, Soner  
Kandır, Serkan Yılmaz  
Önal, Yıldırım Beyazıt : "Yeni Bir Finansman Aracı Olarak "Sukuk-Kira Sertifikası" ve Vergisel Boyutunun İncelenmesi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı:84, 2013, s.72-92
- Akgiray, Vedat : "Finansal Yeniliklerin ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya Katkıları" **İMKB Dergisi**, Sayı:5, Yıl:2, Ocak/Şubat/Mart 1998, s.1-15
- Aydın, Erkan  
Ayyıldırım, Kadir : "Kira Sertifikasının Ve Varlık Kiralama Şirketlerinin Gelir Vergisi Ve Kurumlar Vergisi Bakımından Değerlendirilmesi", **Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı:46, 2015, s.43-74
- Bayındır, Servet : "Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları ve Fıkıhtaki Yeri", **İstanbul Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi** Sayı:16, 2007, s.249-273
- Büyükkakın, Figen  
Önyılmaz, Onur : "Faizsiz Finansman Bonusu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt:III, Sayı:7, 2012, s.1-16
- Çanakçı, Mehmet : "Çok Kutuplu Dünyada İslâmî Finans Piyasalarının Gelişimi ve

- Sukuk İhraçları”, **Türkiye İslâm İktisadı Dergisi**, Cilt:1, Sayı:2, 2014, s.43-58
- Durmuş, Abdullah : “Modern Bir Finansal Araç Olarak Sukuk ve Fıkhi Açıdan Tahlili”, **İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi**, Sayı:16, 2010, s.141-156
- Elbir, Halid Kemal : “Fahiş Faiz Meselesi”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, Cilt: XVIII, Sayı:3-4, 1952 (sayfa numarası yok)
- Ganiev, Junus : “Küreselleşme, Finansal Piyasalar ve Kriz”, **İktisat Politikaları Araştırmaları Dergisi**, Cilt:1 Sayı:2, 2014 s.117-129
- Gökgöz, Ahmet : “Kira Sertifikalarının (Sukukun) Muhasebeleştirilmesi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:66, 2015, s.151-174
- Güngör, Kamil : “Bir Finansal Araç Olarak Katılım Bankacılığı: Tesbitler-Teklifler”, **Finansal Yenilik ve Açılımları ile Katılım Bankacılığı**, İstanbul, TKBB Yayınları, 2009, s.207-268
- Hacak, Hasan : “İslâm Hukukunda Sigorta ve Fıkıh Bilginlerinin Sigortaya Yaklaşımının Genel Bir Değerlendirmesi” **M.Ü. İlahiyat Fakültesi Dergisi**, 30 (2006/1), s.21-50
- Hitit, İsmail : “Tekafül (İslâmî) Sigortacılık Sisteminin Dünyadaki Gelişimi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi**, Cilt 6, Sayı:2, 2014 (sayfa numarası yok)
- Pıçak, Murat : “Faiz Olgusunun İktisadi Düşünce Tarihindeki Gelişimi”, **Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt:I, Sayı:4, 2012, s.61-92
- Polat, Ali : “Katılım Bankacılığı Dünya Uygulamasına İlişkin Sorunlar-Fırsatlar; Türkiye İçin Projeksiyonlar” **Finansal Yenilik ve Açılımları ile Katılım Bankacılığı**, İstanbul, TKBB Yayınları, 2009, s.77-117
- Seyrek, İsmail  
Mızrak, Zekeriya : “Faiz Teorileri Üzerine Bir İnceleme: Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Temel Dayanağı”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:22, 2009, s.383-394
- Sırma, İbrahim : “Sermaye Piyasası Araçlarının İslâmî Finans Açısından Değerlendirilmesi”, **Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi**, Cilt:3, Sayı:3, 2015 (131-139)
- Şensoy, Necdet : “İslami Kurallara Uygun Finansal Sistem Bağlamında Bir Finansal Araç Olarak Sukuk Uygulamaları”, **Fıkhi Açıdan Finans Ve Altın İşlemleri Tebliğ ve Müzakereler**, 2012, s. 329-347

- Ural, Mert :”Finansal Krizler ve Türkiye”, **D.E.Ü.İ.İ.B.F.Dergisi**, Cilt:18 Sayı:1, 2003, s.11-28
- Ustaoğlu, Murat, Ahmet İncekara: “The First Step towards Islamic Finance: Separation of Secularism and the Islamic Agenda”, **Islamic Finance Alternatives For Emerging Economies**, Ed. Murat Ustaoğlu ve Ahmet İncekara, New York, Palgrave Macmillan, 2014, 4-27
- Ustaoğlu, Murat, Ferda Yerdelen Tatoğlu, Ahmet İncekara,: “Modeling Islamic Finance and Inclusive Growth For Emerging Markets: Evidence and Roadmap of Turkey and Malaysia”, **Islamic Finance Alternatives For Emerging Economies**, Ed. Murat Ustaoğlu ve Ahmet İncekara, New York, Palgrave Macmillan, 2014, 74-95
- Ünal, Oğuz Kürşat :”SPK. ve TK.’nda Tahviller”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt:7, Sayı:1-2, s.5-51
- Vatansever, Nursen :“Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması” **Muğla Üniversitesi SBE Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, 2000, s.259-274
- Yardımcıoğlu, Mahmut v.d. : “Türkiye’de Sukuk:Kira Sertifikaları”, **KSÜ İİBBF Dergisi**, Cilt:IV, Sayı:1, 2014, s.199-222
- Yıldız, Bilgehan : “Basic Terminology in Islamic Finance and Turkish Perspective”, **Islamic Finance Alternatives For Emerging Economies**, Ed. Murat Ustaoğlu ve Ahmet İncekara, New York, Palgrave Macmillan, 2014, 58-73
- Yılmaz, Erdal :“Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri,Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi” **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:61, 2014, s.81-100

### **Tezler**

- Adıgüzel, Burak :“İpotekli Sermaye Piyasası Araçları” **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi SBE, 2007
- Aslan, Hakan :“Alternatif Bir Yatırım ve Finansman Aracı Olarak Sukuk: Yapısı,İşleyişi Ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi, SBE, 2012
- Çürük, Suna Akten :“İslâmî Finansın Türkiye’deki Gelişimi, Mevcut Sorunlar ve Çözüm Önerileri”,**Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Selçuk Üniversitesi SBE, 2013



- Demirci, Server :“Mortgage Sisteminde Menkul Kıymetleştirme (Seküritizasyon): Bir Uygulama” **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, 2009
- Dikgöz, Berin : “Yeni Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi ve Muhasebeleştirilmesi”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi SBE., 2015
- Dumrul, Cüneyt :“Finansal Sistemin Gelişimi ve Ekonomik Büyüme Teori ve Türkiye Uygulaması”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Erciyes Üniversitesi SBE, 2010
- Güngören, Muaz :“Katılım Bankalarında Menkul Kıymet İhracının (Seküritizasyon) Yapısal Farklılık Gösteren Finansal Piyasalarda Uyum Modellemesi: Sukuk Örneği” **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Kadir Has Üniversitesi SBE, 2011
- İsmail, Nebahat :”Bankaların Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme; Teorik Ve Uygulamalı Yaklaşım, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, 2010
- Karakuş, Abdil :“İslâm Hukuk Kaynaklarındaki Faiz Kavramının Modern Ekonomi Bağlamında Yeniden Değerlendirilmesi”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi SBE, 2006
- Kaya, Raci :“Türk Bankacılık Sisteminde Katılım Bankalarının Tercih Nedenleri ve Bir Araştırma”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2013
- Kılıçlar, Sercan :“Alternatif Yatırım Aracı Olarak CDS ve Swapların Bonolarla Karşılaştırmalı Analizi” **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sermaye Piyasası Enstitüsü, 2013
- Öcal, Nurcan :“Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar Ve Çözüm Önerileri” **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Gazi Üniversitesi SBE, 1994
- Rençber, Erenalp :“Türk Hukuku’nda Anonim Ortaklıklar Tarafından Çıkarılan Tahviller”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Galatasaray Üniversitesi SBE, 2010
- Süer, Sezin :“Uluslararası Piyasalarda Alternatif Finansman Kaynakları Açısından Özel Sektör Tahvil Fiyatlaması; Uygulama”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, 2007
- Tekneoğlu, Mahmut Salih :”Sukukların Muhasebeleştirilmesi ve Finansal Tablolarda Sunumu – Bir Türkiye Uygulaması”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Ticaret Üniversitesi SBE, 2015

- Turan, Gökçe :“Menkul Kıymetleştirme Ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler”,  
**Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Ankara Üniversitesi SBE, 2009
- Yahşi, Fahrettin :“Katılım Bankalarında Risk Odaklı İç Denetim ve Bir Model Önerisi”,  
Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık  
Anabilim Dalı, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, 2014
- Yeşilyaprak,  
Mehmet :”Katılım Bankalarında Kredi Derecelendirmesi ve Etkin Subjektif  
Kriterlerin Anket Yöntemi İle Ölçümü” **Yayınlanmamış Doktora  
Tezi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2011
- Zülküfoğlu, Özkan :“Kamusal Bir Mal Olarak Finansal Sistemin Regülasyonu : Türk  
Bankacılık Sektörü Örneği”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**,  
Marmara Üniversitesi SBE, 2013

### **Elektronik Kaynaklar:**

- Abat, Mehmet :“Sukuk (Kira Sertifikaları)”, 2007, (Çevrimiçi),  
<https://www.google.com.tr/#q=sukuk+mehmet+abat>,  
17.06.2016
- Bankacılık Denetleme Ve : <http://www.bddk.org.tr/>, (Çevrimiçi), 21.06.2016  
Düzenleme Kurumu
- Borsa İstanbul : <http://www.borsaistanbul.com/>, (Çevrimiçi), 19.06.2016
- Borsa İstanbul :”Faizsiz Finans Sunumu”, 12.05.2016
- CGS Center, Kurumsal : “Faizsiz Menkul Kıymet Kullanımı - Sukuk”, 2007,  
Yönetim ve Sürdürülebilirlik (Çevrimiçi),  
Merkezi <http://www.cgscenter.org/doc/SUKUK%20NEDIR.pdf>,  
02.07.2016
- Internationa Islamic : <http://www.iilm.com/>, (Çevrimiçi), 19.06.2016  
Liquidity Management  
Corporation
- İslami Sigortacılık : <http://www.tekafulsigorta.com/>, (Çevrimiçi), 26.05.2016  
Uygulaması: Tekafül
- Öztürk, Y.K., :“Finansal Serbestleşme: İlk Deneyimler ve Kriz”, 2011,  
Kuşçu, S. (çevrimiçi)  
[http://journals.manas.edu.kg/reforma/oldarchives/2011-1-49/2\\_1012-3922-1-PB.pdf](http://journals.manas.edu.kg/reforma/oldarchives/2011-1-49/2_1012-3922-1-PB.pdf), 20.04. 2015
- Rodney, Wilson :“Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and

- Investing in Sukuk- Overview of the sukuk market”, t.y.,  
(Çevrimiçi), <http://kantakji.com/media/8435/n403.pdf>,  
19.05.2016
- Sakarya, Burçhan : Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları, 2008,  
(Çevrimiçi)  
[https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Calisma\\_Raporlari/4726K%C3%BCresel%20Finansal%20Yap%C4%B1%20ve%202007%20Y%C4%B1%20Dalgalanmalar%C4%B1.pdf](https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/4726K%C3%BCresel%20Finansal%20Yap%C4%B1%20ve%202007%20Y%C4%B1%20Dalgalanmalar%C4%B1.pdf),  
10.04.2015
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) : <http://www.spk.gov.tr/>, (Çevrimiçi), 21.06.2016
- Söyler, İlhami :“Kira Sertifikalarına Yönelik Vergisel Teşvikler”, 2012,  
(Çevrimiçi),  
<http://www.maliyeokulu.org.tr/index.php/ouractivities/articles/tax/466-kira-sertifikalara-yoenelik-vergisel-tevikler.html>,14.04.2016
- Tasarruf Mevduatı Ve Sigorta Fonu : <http://www.tmsf.org.tr/>, (Çevrimiçi), 21.06.2016
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı : <https://www.hazine.gov.tr/>, (Çevrimiçi), 22.06.2016
- T.C. Resmi Gazete : <http://www.resmigazete.gov.tr/default.aspx> , (Çevrimiçi),  
17.06.2016
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası : <http://www.tcmb.gov.tr/>, (Çevrimiçi), 22.06.2016
- Türk Dil Kurumu : <http://www.tdk.gov.tr/>, (Çevrimiçi), 23.06.2016
- Türkiye Diyanet Vakfı İslam Ansiklopedisi (DİA) : <http://www.islamansiklopedisi.info/>, (Çevrimiçi), 23.06.2016
- Türkiye Kalkınma Bankası : <http://www.kalkinma.com.tr/tarihce-statu-ve-sermaye-yapisi.aspx>,  
(Çevrimiçi), 23.06.2016
- Türkiye Katılım Bankaları Birliği : <http://www.tkbb.org.tr/>, (Çevrimiçi), 25.06.2016
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği : <http://www.tspb.org.tr/>, (Çevrimiçi), 21.06.2016
- Türkiye Sigorta Birliği : <http://www.tsb.org.tr/default.aspx>, (Çevrimiçi), 25.06.2016

## **Araştırma ve Raporlar**

- Aktif Yatırım Bankası A.Ş. : Aktifbank 2013 Faaliyet Raporu, (Çevrimiçi),  
<http://www.aktifbank.com.tr/tr/Documents/2013FaaliyetRaporu.pdf>,  
28.06.2016
- ..... : Aktifbank 2014 Faaliyet Raporu, (Çevrimiçi),  
[http://www.aktifbank.com.tr/tr/Documents/2014\\_Faaliyet\\_Raporu.pdf](http://www.aktifbank.com.tr/tr/Documents/2014_Faaliyet_Raporu.pdf) ,  
28.06.2016
- ..... : İstanbul Uluslararası Finans Merkezi (İFM) Projesi I.Kira Sertifikası  
İhracı Genel Açıklamalar, (Çevrimiçi),  
<http://www.aktifbank.com.tr/tr/ozel-bankacilik/yatirim-urunleri/kira-sertifikalari>, 07.07.2016
- Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş. : Albaraka 2013 Faaliyet Raporu, (Çevrimiçi),  
<https://www.albaraka.com.tr/pdf/2013-TR-faliyet-raporu.pdf>,  
26.06.2016
- ..... : Albaraka 2014 Faaliyet Raporu, (Çevrimiçi),  
<https://www.albaraka.com.tr/pdf/Albaraka-2014-faaliyet-raporu.pdf>,  
26.06.2016
- ..... : Albaraka 2015 Faaliyet Raporu, (Çevrimiçi),  
<https://www.albaraka.com.tr/pdf/2015-faaliyet-raporu.pdf>, 26.06.2016
- Asya Katılım Bankası A.Ş. : Bankasya 2013 Faaliyet Raporu, (Çevrimiçi),  
[http://www.bankasya.com.tr/docs/pdf/2013\\_yili\\_faaliyet\\_raporu.pdf](http://www.bankasya.com.tr/docs/pdf/2013_yili_faaliyet_raporu.pdf),  
27.06.2016
- Bayındır, Servet : “Hazinenin Çıkardığı Kira Sertifikaları Helal mi?”, (Çevrimiçi),  
<http://www.suleymaniyevakfi.org/islam-iktisadi/hazinenin-cikardigi-kira-sertifikalari-helal-mi.html>, 18.06.2017
- Borsa İstanbul : 2012 Faaliyet Raporu 2012 Değişim ve Yatırım Yılı, (Çevrimiçi)  
<http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/yay% C4% B1nlar/borsa-istanbul-2012-faaliyet-raporu.pdf?sfvrsn=4>, 31.06.2016
- ..... : 2013 Faaliyet Raporu Yatırım Ve Değişimde Yükselen Hedeflerin Yılı, (Çevrimiçi),  
[http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/yay% C4% B1nlar/2013\\_borsa\\_istanbul\\_faaliyet\\_raporu.pdf?sfvrsn=6](http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/yay% C4% B1nlar/2013_borsa_istanbul_faaliyet_raporu.pdf?sfvrsn=6), 31.06.2016
- ..... : 2014 Faaliyet Raporu Bölgesel Merkez Küresel Aktör, (Çevrimiçi),  
<http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/yay% C4% B1nlar/2014-borsa-istanbul-faaliyet-raporu.pdf?sfvrsn=8>, 31.06.2016
- ..... : 2015 Faaliyet Raporu, (Çevrimiçi),  
<http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/kurumsal-yonetim/>

- Delolite : [borsa-istanbul-2015-faaliyet-raporu.pdf?sfvrsn=0](http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/financial-services/katilim_bankaciligi2014.pdf), 31.06.2016  
: Türkiye Katılım Bankacılığı Büyüme Yolundaki Önemli Adımlar, Ocak 2014, (Çevrimiçi)  
[http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/financial-services/katilim\\_bankaciligi2014.pdf](http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/financial-services/katilim_bankaciligi2014.pdf), 06.06.2016
- Dubai International Financial Centre (DIFC) : Sukuk Guidebook, (Çevrimiçi),  
<https://www.difc.ae/files/1014/5508/7896/islamic.pdf>, 17.06.2016
- International Islamic Financial Market : Sukuk Report: A comprehensive study of the International Sukuk Market, 2016, (Çevrimiçi),  
[http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20\(5th%20Edition\)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf](http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20(5th%20Edition)%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market.pdf), 18.06.2016
- ..... : Sukuk Report: A comprehensive study of the International Sukuk Market, 2010, (Çevrimiçi),  
[http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20SUKUK%20REPORT%201ST%20EDITION\\_3.pdf](http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20SUKUK%20REPORT%201ST%20EDITION_3.pdf), 18.06.2016
- Kuveyttürk Katılım Bankası A.Ş. : Kuveyttürk Katılım Bankası 2013 Faaliyet Raporu, (Çevrimiçi),  
[http://www.kuveytturk.com.tr/Files/KT/pdf/finansal\\_bilgiler/faaliyet\\_raporlari/2013FaaliyetRaporu.pdf](http://www.kuveytturk.com.tr/Files/KT/pdf/finansal_bilgiler/faaliyet_raporlari/2013FaaliyetRaporu.pdf), 26.06.2016
- ..... : Kuveyttürk Katılım Bankası 2013 Faaliyet Raporu, (Çevrimiçi)  
[http://www.kuveytturk.com.tr/Files/KT/pdf/finansal\\_bilgiler/faaliyet\\_raporlari/Faaliyet\\_Raporu\\_2014\\_12.pdf](http://www.kuveytturk.com.tr/Files/KT/pdf/finansal_bilgiler/faaliyet_raporlari/Faaliyet_Raporu_2014_12.pdf), 26.06.2016
- ..... : Kira Sertifikası Eğitim Sunumu, Kuveyttürk Katılım Bankası A.Ş Yatırım Bankacılığı Müdürlüğü, 2013
- Sermaye Piyasası Kurulu : Sermaye Piyasası Kurulu 2015 Yılı Faaliyet Raporu, (Çevrimiçi),  
<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=1224&submenuheader=null>, 05.05.2016
- ..... : **Sermaye Piyasası Araçları 1**, 2014, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu
- Tok, Ahmet :“İslâmî Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslâmî Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler”, **Yeterlilik Etüdü**, Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi, Ankara, Haziran 2009
- Türker, Hülya :“İslami Finans Sisteminde Finansal Aracılık: Dünyadaki Gelişmeler Ve Sermaye Piyasasının Geliştirilmesi Açısından Türkiye İçin Öneriler”, Ankara, **SPK Yeterlilik Etüdü**, 2010

- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı : Kamu Borç Yönetimi Raporu 2013, (Çevrimiçi),  
<https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Rapor-Sunum-Sayfasi?mid=614&cid=22&nm=40#>, 28.06.2016
- ..... : Hazine Müsteşarlığı 2012 Yılı Faaliyet Raporu, (Çevrimiçi),  
<https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Rapor-Sunum-Sayfasi?mid=251&cid=25&nm=39#>, 29.06.2016
- ..... : Hazine Müsteşarlığı 2013 Yılı Faaliyet Raporu, (Çevrimiçi),  
<https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Rapor-Sunum-Sayfasi?mid=251&cid=25&nm=39#>, 29.06.2016
- ..... : Hazine Müsteşarlığı 2014 Yılı Faaliyet Raporu, (Çevrimiçi),  
<https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Rapor-Sunum-Sayfasi?mid=251&cid=25&nm=39#>, 29.06.2016
- ..... : Hazine Müsteşarlığı 2015 Yılı Faaliyet Raporu, (Çevrimiçi),  
<https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Rapor-Sunum-Sayfasi?mid=251&cid=25&nm=39#>, 29.06.2016
- ..... : Kamu Finansmanı Basın Duyuruları, (Çevrimiçi)  
<https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Duyuru-Listesi-Sayfasi?id=5&nm=28#>, 29.06.2016
- ..... : Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu, (Çevrimiçi),
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası : Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2011, Sayı:12, (Çevrimiçi)  
[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/62ac6176-cecc-462b-b728-f80c718098eb/Fir\\_TamMetin12.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE62ac6176-cecc-462b-b728-f80c718098eb#](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/62ac6176-cecc-462b-b728-f80c718098eb/Fir_TamMetin12.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE62ac6176-cecc-462b-b728-f80c718098eb#), 28.06.2016
- Türkiye Finans Katılım Bankası A.Ş. : Türkiye Finans Faaliyet Raporu 2013, (Çevrimiçi)  
<http://www.turkiyefinans.com.tr/tr-tr/hakkimizda/faaliyetraporlari/2013/tr/index.html>, 27.06.2016
- ..... : Türkiye Finans Faaliyet Raporu 2014, (Çevrimiçi)  
[http://www.turkiyefinans.com.tr/Lists/FinansalRaporlar/Attachments/3/Turkiye\\_Finans\\_Faaliyet\\_Raporu\\_2014.pdf](http://www.turkiyefinans.com.tr/Lists/FinansalRaporlar/Attachments/3/Turkiye_Finans_Faaliyet_Raporu_2014.pdf), 27.06.2016
- ..... : Türkiye Finans Faaliyet Raporu 2015, (Çevrimiçi)  
<http://www.turkiyefinans.com.tr/Lists/FinansalRaporlar/Attachments/53/T%3C%9CRK%20%20F%20%20NANS%202015%20FAAL%20%20BOYET%20RAPORU.PDF>, 27.06.2016

- Türkiye Katılım Bankaları Birliği : Türkiye Katılım Bankacılığı Strateji Belgesi 2015 – 2025, Yayın No:5, (Çevrimiçi), <http://www.tkbb.org.tr/documents/TKBB-Strateji-Belgesi.Pdf>, 05.05.2016
- ..... : Katılım Bankaları 2015, (Çevrimiçi), [http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/KATILIM\\_2015\\_TR\\_final.pdf](http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/KATILIM_2015_TR_final.pdf), 05.05.2016
- Zawya : Collaborative Sukuk Report, (Çevrimiçi), <http://www.kslaw.com/imageserver/KSPublic/Library/publication/Zawya-Feb-2010-JawadAli.pdf>, 14.06.2016

