

BİR FİNANSAL ENSTRÜMAN OLARAK SUKUK KATILIM BANKALARINA UYUM MODELLEMESİ





İSTANBUL
TİCARET
ODASI

BİR FİNANSAL ENSTRÜMAN OLARAK SUKUK KATILIM BANKALARINA UYUM MODELLEMESİ

Yrd. Doç. Dr. Muaz GÜNGÖREN

YAYIN NO: 2012 - 38
İstanbul, 2013

Copyright © İTO (İstanbul Ticaret Odası)

Tüm haklar saklıdır. Bu yayının hiçbir bölümü, yazarın ve İTO'nun önceden yazılı izni olmaksızın mekanik olarak, fotokopi yoluyla veya herhangi bir şekilde çoğaltılamaz. Eserin bazı bölümleri veya paragrafları, sadece araştırma veya özel çalışmalar amacıyla, yazarın adı ve İTO belirtilmek suretiyle kullanılabilir.

ISBN 978-605-137-179-5 (Basılı)
ISBN 978-605-137-180-1 (Elektronik)

İTO ÇAĞRI MERKEZİ
Tel: (212) 444 0 486

İTO yayınları için ayrıntılı bilgi
Bilgi ve Doküman Yönetimi Şubesi
Dokümantasyon Servisi'nden alınabilir.

Tel : (212) 455 63 29
Faks : (212) 512 06 41
E-posta : ito.yayin@ito.org.tr
İnterne: : www.ito.org.tr

Odamız yayınlarına tam metin ve ücretsiz olarak
internette ulaşabilirsiniz.

YAYINA HAZIRLIK, BASKI, CİLT
G.M. Matbaacılık ve Ticaret A.Ş.
Tel: (212) 629 00 24-25 Faks: (212) 629 20 13
www.goldenmedya.com.tr

**BİR FİNANSAL ENSTRÜMAN
OLARAK SUKUK
KATILIM BANKALARINA UYUM
MODELLEMESİ**

Yrd. Doç. Dr. Muaz GÜNGÖREN

İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İngilizce İktisat Bölümünde Öğretim Üyesi olan Güngören, Lisansı 2002 yılında Fatih Üniversitesi Uluslararası ilişkiler bölümünde tamamladı. 2004 Yılında aynı üniversite de yüksek lisansı *Arab's Perception on Turkish Arab Relations* konulu tez ile tamamladı. Doktora derecesini Kadir Has Üniversitesi, Bankacılık ve Finans Enstitüsü'nde *Sukuk* konulu tez ile 2011 yılında tamamlayan Güngören, 2011 Yılından itibaren araştırmalarını İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesinde devam ettirmektedir.

Güngören, araştırmalarını Ortadoğu ve Kalkınma Ekonomisi üzerine yoğunlaştırmıştır. İktisadi büyüme, faizsiz finansman yöntemleri üzerine ulusal ve uluslararası yayınları ve bildirimleri olan Güngören, İstanbul Ticaret Odası yayınları içerisinde Sukuk konulu kitabı yer almaktadır.

İÇİNDEKİLER

SUNUŞ	9
GİRİŞ	11
1. KATILIM BANKACILIĞINA İLİŞKİN KAVRAMSAL ÇERÇEVE ...	15
1.1. Fon Transfer Aracı Olarak Faiz Unsuru.....	16
1.1.1. Faiz ve Kâr Payı Terimlerinin Kavramsal Olarak Değerlendirilmesi.....	23
1.2. Finansal Sistem Açısından Katılım Bankalarının Gerekliliği	25
1.3. Katılım Fonlarına İlişkin Genel Koşullar.....	28
1.4. Katılım Bankacılığı ve Fonksiyonları	29
1.4.1. Fon Toplama Yöntemleri.....	33
1.4.1.1. Özel Cari Hesaplar.....	34
1.4.1.2. Katılım Hesapları.....	35
1.4.1.3. Birikimli Katılma Hesabı.....	36
1.4.1.4. Özel Fon Havuzları.....	37
1.4.2. Fon Kullanırma Yöntemleri.....	37
1.4.2.1. Mudaraba	38
1.4.2.2. Müşaraka.....	43
1.4.2.3. Murabaha	44
1.4.2.4. İcara	46
1.4.2.5. Karz-ı Hasen	47
1.5. Türkiye'de Katılım Bankacılığı.....	48
1.5.1. Bankacılık Kanununda Katılım Bankaları İle İlgili Özel Hükümler	52
1.5.2. Katılım Bankalarının Finansal Sistem İçin de Rekabet Durumu	55
1.5.2.1. Aktif Kalitesinin İyileştirilmesi.....	59
1.5.2.2. Sermayenin Optimizasyonu	60
1.5.2.3. Finansal Risklerin Yönetimi	63

2. MENKUL KIYMETLEŞTİRME (SEKURİTİZASYON) VE KATILIM BANKACILIĞI SİSTEMİNDE GELİŞİMİ.....	65
2.1. Yapılandırılmış Finansal Araçlar	65
2.2. Genel Olarak Menkul Kıymetleştirme	68
2.3. Menkul Kıymetleştirmeye Yönelik Tanımlama Çabaları	70
2.4. Menkul Kıymetleştirmeye Konu Alacak Türleri.....	71
2.5. Menkul Kıymetleştirme Süreci	72
2.6. Menkul Kıymetleştirme Türleri.....	73
2.7. Menkul Kıymetleştirme Süreci ve Bankaların Rolü.....	78
2.8. Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Eğilimi ve Süreci	81
2.9. Menkulleştirme Uygulaması Olarak Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK)	83
2.10. Faiz Dışı Sermaye Piyasası Araçları’nın Türkiye Uygulaması	89
2.10.1. Gelir Ortaklığı Senedi	89
2.10.2. Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi.....	93
3. SUKUK VE KATILIM BANKALARINDA UYGULANABİLİRLİĞİ.	97
3.1. Sukuk Tanımı	97
3.2. Faizsiz Menkul Kıymet Kullanımı	98
3.3. Sukuk Gelişim Süreci.....	100
3.4. Sukuk Fonlarının Kullanım Alanları.....	101
3.4.1. Proje Endeksli Sukuk	101
3.4.2. Varlık Endeksli Sukuk	102
3.4.3. Bilanço Endeksli Sukuk.....	102
3.5. Sukuk Çeşitleri	102
3.5.1. Mudaraba Sukuku	103
3.5.2. Muşaraka Sukuku.....	105
3.5.3. İcara Sukuk.....	107
3.5.4. Murabaha Sukuk	109
3.5.5. Salam Sukuk.....	110
3.5.6. İstisna Sukuk	112
3.5.7. Melez Sukuku.....	113
3.6. Sukuk İhracında Malezya Örneği.....	114

3.7. Sukuk Modelinin Türkiye'de Uygulanabilirliği	117
4. CÜZDANININ FON ETKİSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA	123
4.1. Kullanılan Veri Seti ve Analiz Dönemi	123
4.2. Panel Veri Regresyonu ile Verilerin Analizi.....	124
4.3. Analize Temel Teşkil Eden Modeller	126
4.4. Tahmin Sonuçları ve Bulguların Değerlendirilmesi	129
SONUÇ VE ÖNERİLER	133
KAYNAKÇA	139

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1.....	63
Tablo 4.1.....	130

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1.	42
Şekil 1.2.	43
Şekil 1.3.	56
Şekil 1.4.	57
Şekil 1.5.	59
Şekil 1.6.	61
Şekil 1.7.	62
Şekil 2.1.	68
Şekil 3.1.	99
Şekil 3.2.	103
Şekil 3.3.	115

SUNUŞ

Dünya ekonomisi, sanayileşme sonrasında itibaren giderek artan bir ivmeyle küresel bir ticaret ağıyla örülmüştür. Üretim artışı, küresel ölçekli işbirlikleri ve ulaştırma maliyetlerindeki düşüşler, mal ve hizmetlerin ülkeler arasındaki yolculuğunu alabildiğine geliştirmiştir. Bugün de dünya ticaret hacmi dev adımlarla ilerlemeye devam etmektedir. Bu noktada ticaret sadece malların, hizmetlerin ve insanların değil, aynı zamanda paranın da seyahat ettiği bir süreci beslemiştir.

Doğal olarak paranın bu küresel yolculuğu, finans sektörünün hacmini dev bir piyasa haline getirmiştir. Dolayısıyla finansal araçlardaki çeşitlenme, hem gelişen ekonominin hem de gelişen piyasaların bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Elbette sadece maddi ihtiyaçlar değil, kültürel ve coğrafi farklılıklar da finansal enstrümanların çeşitlenmesinde rol oynadı. Özellikle Müslüman ülkelerde Katılım Bankalarının varlığı, bu sürecin önemli bir yansıması olarak belirmiştir.

Hiç kuşkusuz günümüzde faizsiz ürünlere olan talep giderek artış göstermektedir. Söz konusu noktada sukuk da, faizsiz bankacılık sisteminin stratejik bir aracı olarak küresel finans piyasalarında güçlü bir yer elde etmektedir. Maddi bir iş ilişkisine ve ekonomik bir faaliyete doğrudan doğruya bağlı bulunan menkul kıymet olarak sukuk sistemi, yatırımların finans edilmesindeki faizsiz bankacılığın rolünü ileriye taşımaktadır.

Nitekim 300 milyar dolarlık küresel hacme ulaşmış olan sukuk piyasası, Türkiye'deki ekonomik, kültürel ve coğrafi avantajları kullanmaya başlamıştır. 2005 yılında yürürlüğe giren yeni Bankacılık Yasası Katılım Bankalarının önünü açarken, 2012 yılında gerçekleşen 1,5 milyar dolarlık ilk sukuk ihracı da ülke ekonomimiz adına çok önemli bir gelişme olmuştur. Türkiye'nin gelişen finans sistemi, İstanbul Finans Merkezi Projesi'nin hayata geçmeye başlaması ve ülke ekonomimizin makro dengelerinde

görülen iyileşmeler açısından sukuk piyasası, ülkemiz için oldukça yüksek bir büyüme potansiyeline sahiptir.

Bu çerçevede gerek sukukun kavramsal ve teorik boyutunu ve gerekse de sistemin işleyişine ilişkin deneyimlerin artmasını sağlamak gerekmektedir. Söz konusu amaçla hazırlanan “Bir Finansal Enstrüman Olarak Sukuk: Katılım Bankalarına Uyum Modellemesi” adlı yayıнымız da inanıyorum ki bu noktada önemli bir boşluğu doldurmaktadır. Genel olarak faizsiz bankacılığının altyapısının, menkul kıymetleştirme sürecinin ana hatlarının ve sukuk sisteminin ayrıntılarının görüleceği bu çalışma, istatistiki verilerle de zenginleştirilmiştir. Bu önemli çalışmayı hazırlayan Yrd. Doç. Dr. Muaz Güngören’e teşekkürlerimi sunuyorum, yayıнымızın üyelerimiz ve konuyla ilgilenenler için faydalı olmasını diliyorum.

Dr. Cengiz ERSUN
Genel Sekreter

GİRİŞ

Katılım Bankaları, faiz yerine kâr ve zarara katılma esasına göre mali sektörde faaliyet gösteren, reel ekonomiyi finanse eden, hemen tüm klasik bankacılık faaliyetleri yanında kendine özgü fon toplama ve fon kullandırma yöntemlerine sahip olan, faiz konusunda hassas olan toplumlarda yastık altındaki âtil tasarruflarının ekonomiye kazandırılmasında son derece önemli roller ifa eden, hâlihazırda bankalarla aynı hukuki alt yapı ve statüye sahip olan, bankacılık sektörüne çeşitlilik kazandıran ve sektörün tamamlayıcısı ve önemli finansal kuruluşlardandır¹. Türkiye'ye hem yurt dışından fon girmesini sağlayacak hem de Katılım Bankaları'nın katılım fonu toplama gücünü artıracak yeni bir enstrüman olarak değerlendirilen sukuk, özellikle faize duyarlı bölgelerde büyük ilgi görmekte olup, Amerika ve Avrupa'da da ihraç edilmektedir. Bu çalışma Katılım Bankacılığı'nın fon toplama işlemine destek sağlamak amacıyla finans literatüründe yer alan ancak Türkiye'de uygulaması bulunmayan sukuk aracı üzerinde durularak uygulanabilirliğine yönelik hazırlanmıştır. Bu çerçevede hazırlanan çalışma özellikle Katılım Bankaları'nın fon toplama işlevinde sukukun önemi ve yaratacağı katma değer bankacılık sektörü özelinde de amprik olarak test edilmiştir.

Dört Bölüm'den mütekkib olan çalışmanın Birinci Bölüm'ünde Katılım Bankacılığı ve bunun kavramsal çerçevesi ele alınmış, ikinci bölümde menkul kıymetleştirme ve Katılım Bankacılığı'ndaki gelişimi anlatılmıştır. Birinci Bölüm'de öncelikli olarak Katılım Bankacılığı'nın teorik altyapısı ve dayandığı gerekçeler kuramsal olarak tanımlanmış olup, sonrasında uygulamadaki durumun mevcut yapısı süreçleriyle birlikte değerlendirilmiştir. Önce Türkiye ile dünyada faizsiz bankacılığın gelişiminden, bilahare Katılım Bankaları'nın kendine özgü fon toplama ve fon kullandırma faaliyetleri, işleyişleri ve hukuki nitelikleri ile bu faaliyetlerin Katılım Bankacılığı uygulamasındaki farklılıklarından

¹ Sukuk Katılım Bankaları'nı tamamlayan yeni bir enstrüman olarak bu çalışmada ele alınmıştır.

bahsedilecek, Türkiye'de faaliyet gösteren Katılım Bankalarına ilişkin istatistiksel bilgilere yer verilecektir.

Çalışmanın İkinci Bölüm'ünde *Yapılandırılmış Finansal Araçlara* yer verilmiştir. Yapılandırılmış finansal araçların temel uygulaması menkulleştirme'dir. Menkul kıymetleştirme, fon akımının para piyasaları yerine sermaye piyasaları yoluyla menkul kıymet ihraç edilerek gerçekleşmesidir. Bu çerçevede çalışmada menkul kıymetleştirmenin, tanımı, ortaya çıkışı, gelişimi, yöntemleri, türleri, faydaları, riskleri ile menkul kıymetleştirebilecek varlıkların nitelikleri ve menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan taraflar ve ülke uygulamalarına vurgu yapılmıştır. Bunlarla birlikte ülkemizde menkul kıymetleştirme konusunda yapılan düzenlemeler uygulamalarına dayanılarak açıklama yapılmıştır.

Üçüncü Bölüm'de de Sukuk'un dünya piyasalarındaki gelişimi ve Malezya örneği incelenmiştir. Çalışmanın uygulama kısmını oluşturan Dördüncü Bölüm'de ise sukuk'un Türkiye'ye gelmesiyle beklenen ilgi ve katılım fonu toplamaya etkisi araştırılacak panel regresyon yöntemi ile model kurulmuştur. Öte yandan uygulama kısmı için henüz Katılım Bankalarında sukuka yakın bir enstrüman olmadığı için çalışmada mevduat bankalarındaki kalemler veri olarak alınacak sonuç Katılım Bankacılığı içinde yorumlanmıştır. Bu bağlamda, dünya sukuk ihraçlarında önemli bir merkez olan Malezya özel olarak ele alınmış ve Malezya'nın iktisadi yapısı üzerinde durulmuştur. Malezya'daki ihraçlar ile Ortadoğu Körfez Ülkeleri'ndeki ihraçlar da karşılaştırılmış ve örnekler verilerek çalışmaya konulmuştur.

Dördüncü Bölüm'de sukukun Türkiye piyasasına girmesi ile beklenen etkiyi görmek adına bir ampirik çalışma yapılmış ve uygulama sonuçlarına ilişkin değerlendirmelere yer verilmiştir. Burada literatür taraması yapıp konu hakkında daha önce ne tür modellerin uygulandığına bakılmıştır. Yabancı kaynakların konu hakkındaki çalışmalarını detaylı bir şekilde ele alındıktan sonra Türkiye uygulaması hakkında en iyi fikri vermesi için panel

regresyon modeli ile konu hakkında veriler toplanmış ve amprik çalışma yapılmıştır.

Menkulleştirmenin Katılım Bankalarına olan yansımalarına bakıldığında geliştirilecek olan finansal araçların faizsiz olması şarttır. Bu çerçevede Üçüncü Bölüm’de, Birinci Bölüm’de belirtilen Katılım Bankacılığı ve İkinci Bölüm’de açıklanan menkul kıymetleştirmenin, ortak paydasını oluşturan bir finansal araç olan kira sertifikalarına (sukuk) yer verilmiştir. Sukuk’a ilişkin açıklamada, genel olarak faizsiz finansal faaliyetlere değinildikten sonra, sukukun tanımı, özellikleri, çeşitleri ile dünya genelinde sukuk ihraçlarına yer verilmiştir. Türkiye’de Katılım Bankaları, faizsiz finansal enstrümanlar ile faize duyarlı kesimin birikimlerini değerlendirmeye çalışmaktadır. Her ne kadar beklentilerin altında piyasa derinliği olsa da alternatif enstrümanlarla yapısını güçlendirebilecektir. Sukuk, Ortadoğu da ortaya çıktıktan sonra dünya da ve özellikle Malezya’da çok yayılmıştır. Her geçen gün Sukuk’a artan ilgi onu faizsiz finans sisteminin içinde önemli yer bulmasını sağlamıştır. Bir çeşit menkul kıymetleştirme yöntemi olan sukukun en önemli farkı faizsiz olmasıdır. Bu çalışmada menkul kıymetleştirme (*securitization*) ile beraber Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) gibi enstrümanlar ile sukuk karşılaştırılmıştır. Bu bağlamda sukukun dünya piyasalarındaki yeri ve önemi üzerinde durulmuştur.

Bu çalışmada literatürdeki menkul kıymetleştirme ve Sukuk çalışmaları incelenerek çok değişkenli *doğrusal panel-veri regresyonu (linear panel-data regression)* yöntemi kullanılmış olup; sonunda da panel regresyon yöntemi ile henüz ülkemize gelmemiş olan bu yeni enstrümanın piyasa girmesi ile beklenen ilgi ve fon toplamaya etkisi araştırılmıştır.

1. Katılım Bankacılığına İlişkin Kavramsal Çerçeve

Fon arz ve talep ilişkisindeki denge üzerine hareket eden finansal sistemin etkinliği finansal piyasalara ve finansal varlıklara bağlıdır. Finansal sistem içerisinde çok sayıda finansal varlık bulunmaktadır. Bu varlıklar nakit, likiditesi yüksek nakit benzeri menkul kıymetler ile kıymetli evrak niteliğindeki gayr-ı nakdi finansal enstrümanlardır.

Finansal sistem içerisinde değişken getirili ve sabit getirili finansal enstrümanlar, para ve sermaye piyasaları aracılığıyla tasarruf sahiplerine çok geniş bir yelpazede getiri imkânı sağlayarak tasarrufu artırabilir ve bunları yatırıma yönlendirerek ekonominin büyümesini sağlayabilirler. Finansal sistemdeki piyasalarda fon arz ve talep edenleri buluşturan kurumlar da finansal aracılık kuruluşlarıdır. Finansal sistemin unsurlarından olan tasarruf sahipleri ile borç alarak yatırım yapanları birbirine fon transferinin sağlayan en önemli etken ise faiz veya kazanç oranlarıdır. Finansal kuruluşlardan olan bankalar, bu transferi sağlayan kurumlardır. Bir bütün olarak finansal sistemin etkin işleyişi bu unsurlar arasındaki dengeye bağlıdır².

Finansal kuruluşlar içerisinde vazgeçilmez bir yeri olan ve adı İtalyanca masa anlamındaki *Banco* kelimesinden gelen bankalar, para piyasaları ve sermaye piyasaları araçlarını en çok kullanan kurumlardır. Günümüz iktisadi hayatında vazgeçilmez bir yeri olan bankalar, esas itibarıyla tasarruf sahipleriyle işletmelerinin faaliyetlerini, yatırımlarını veya diğer ihtiyaçlarını finanse edebilmek için yabancı kaynak talebinde bulunan gerçek ve tüzel kişileri bir araya getiren, para, sermaye ve kredi üzerine her çeşit işlemleri yapan aracı kuruluşlar olarak tanımlanmaktadır.³

² Emilio Colombo and Luco Stanca, *Financial Market Imperfections and Corporate Decisions*, Almanya, Springer Company, 2006, s.50.

³ Andrew Mullineux and Victor Murinde, *Handbook of International Banking*, İngiltere, Edward Elgar Publishing, 2003, ss.3-4.

Günümüzde bankacılık faaliyeti kısa zamanda hızlı değişime uğramıştır. Bankaların işlevleri ve hizmet ürünleri çok çeşitlenmiş olmakla birlikte, klasik anlamda bankanın başlıca işlevi, kendine ait olan fonları veya başkalarından faiz karşılığı mevduat olarak aldığı fonları, ödünç vererek gelir elde etmektir. Bankalar mevduat ve kredi işlemlerinin yanı sıra havale, akreditif, keşide ve seyahat çekleri, kiralık kasa, istihbarat ve danışmanlık gibi çeşitli hizmetler sağlayan kuruluşlardır. Bankalar ayrıca, altın alım/satımı ve sermaye piyasası işlemleri de yapabilmektedirler. Dahası, internet bankacılığı sayesinde banka şubesine gitmeye gerek kalmadan, bütün bankacılık işlemlerini mudiler kendileri yapabilmektedir. Bütün bunlar göstermektedir ki finansal sistem içerisinde bankalar birer güven kurumu olup parasal sermayenin oluşumuna hizmet ederler.⁴

1.1. Fon Transfer Aracı Olarak Faiz UNSURLU

İktisat Bilimi'nde para kavramına ilişkin yapılan çalışmaların büyük kısmı, insanların para tutmalarına ve tutmak istedikleri para miktarını belirleyen faktörlerle ilgili davranışlara ayrılmıştır. Tutulan para miktarını etkileyen faktör ise faiz oranıdır. Çünkü faiz getirili aktifler yerine elde para tutulursa gelirden olunacaktır. Bu anlayışa göre faiz oranı ne kadar yükselse, elde o kadar az para tutulacaktır.⁵

İnsanlar ellerinde bulundurdıkları nakitlerini ödünç verdikleri zamanda ondan bir fayda beklemektedir. Ödünç verilen paraların getirisi de faiz olduğundan para ve faiz arasında yakın bir ilişki ortaya çıkmaktadır.⁶

Faizin belirlenmesi ile ilgili teorik ve ampirik çalışmaların çokluğuna rağmen, faizin açıklanması konusunda hala yetersizlikler vardır. Dini

⁴ Mervyn K. Lewis, Kevin T. Davis, Domestic and International Banking, İngiltere, Philip Allan Publishers, 1987, s.1.

⁵ İlker Parasız, Modern Para Teorileri, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1998, s. 10.

⁶ Vural Savaş, İktisat'ın Tarihi, Ankara, Siyasal Kitabevi, 1999, s.313.

kuralların ve bazı ideolojik görüşlerin faizi yasak kılması sebebiyle bazı ülke ekonomilerinin tasarrufları finansal sistemin içine çekemedikleri yönünde iddialar vardır.⁷

Faiz kelime anlamı itibariyle, fazlalık, nema, artma, çoğalma, yükseğe çıkma, serpilip genişleme gibi anlamlara gelir. Faiz kavramının tarihin ilk dönemlerinden beri var olmuş bir kavram olduğunu Eflatun ve Aristo'nun bu konudaki görüşlerinden anlaşılmaktadır. Öte yandan faiz unsuru bütün semavi dinlerde ahlaki olmayan bir kazanç türü olarak tanımlanmıştır. Ancak kapitalist yaklaşımlarda sistem açısından faiz vazgeçilmez bir unsur olarak tanımlanmıştır. Bunun açıklaması ise faiz, *sahip olunan paradan vazgeçmenin bedeli ve tasarruf sahibinin bunu talep etme hakkı vardır* şeklindedir.⁸

Avusturyalı bir iktisatçı olan Augen Von Böhm-Bawerk 1884- 1889 yıllarında yayınlamış olduğu *Sermaye ve Faiz* adlı kitabında, faizin esasını, insanların şimdiki değerlere, gelecekte daha büyük bir değer vermelerinde aramak gerektiğini ifade etmiştir. Böhm-Bawerk'e göre insanlar, psikolojik ve ekonomik nedenlerle mevcut bir değeri, ileride elde edecekleri başka bir değere tercih etmemektedirler. Çünkü insanlar, hem gelecek hakkında kesin bir bilgiye sahip değillerdir, hem de şimdiki ihtiyaçları gelecekteki ihtiyaçlarına kıyasla daha çok ve daha çeşitlidir. Böhm Bawerk'e göre faiz, bugünkü değer ile gelecekteki değeri kapatmaktadır ki iktisat biliminde bu ifade *Zaman Tercih Teorisi (Acyo Teorisi)* olarak bilinmektedir. Acyo (agio), aynı cins, miktar ve kalitedeki iki malın bugünkü ile gelecekteki değerleri arasındaki farktır.⁹

⁷ Eugen Von Bohm-Bawerk, *Capital and Interest- Critical History of Economical Theory*, Londra, Macmillannad Co., 1884, s.71.

⁸ Türkiye Diyanet Vakfı, *İslam Ansiklopedisi*, Cilt. 12, İstanbul, 2003, s.110.

⁹ Savaş, a.g.e.,s. 547.

Bugün itibariyle modern ekonomilerde tartışma konusu faiz değil, faiz oranları hangi seviyelerde olması gerektiği konusundadır. Faiz oranı, ödünç alanın ödünç verene anlaşılan süre sonunda ödemek zorunda olduğu bir fiyattır.

Faiz oranlarındaki farklılıklar hem tasarruf sahiplerinin, hem de yatırımcıların davranışlarını etkilemektedir. Örneğin, *Geleneksel Keynesci kuram*, sermaye birikimini sağladığı sürece faiz oranlarının düşük olmasını savunmuştur.¹⁰ Ancak Genellikle ödünç verenler uzun vadeli kredileri için daha yüksek faiz talep ederler ve bunu geleceğin belirsiz olması nedenine dayandırırılar. Diğer taraftan borçlananın borcunu geri ödeyememe riski arttıkça faiz oran da aynı paralelde risk primi kadar artacaktır. Kısa vadeli fona ihtiyaç duyulması, bu tür fonlara olan talebi artırarak kısa vadeli faiz oranının artmasına uzun vadeli faiz oranının düşmesine neden olabilir veya bunun tersi gerçekleşebilir. Kullanılan aracın alış ve satış fiyatı arasındaki fark, aracın pazarlanabilir olmasına bağlıdır. Eğer aracın ikincil pazarlarda satılma imkânı zayıf ise yatırımcı bunu yüksek getiri talebiyle telafi etmeye çalışır; bu da faiz oranının artmasına neden olmaktadır.¹¹

Faizin niçin ödendiği ve faiz oranlarının nasıl belirlendiği konularında henüz görüş birliğine ulaşılmamıştır. Bu konuda ekonomik literatürde iktisatçılar arasında farkı ve karmaşık görüşler bulunmaktadır. Net veya risksiz faiz oranının belirlenmesinde ortaya atılan bu görüşler, Klasik Faiz Oranı Teorisi, Likidite Tercihi Teorisi, Borç verilebilir Fonlar Teorisi ve Rasyonel Beklentiler Teorisi olmak üzere dört grupta toplanmaktadır.

Klasik teoriye göre faiz; cari tüketimin, gelecekteki daha fazla tüketim için tehir edilmesinin bir ödülüdür. Faizin ölçüsü ise yatırımın sermayesi

¹⁰ Şenol Kandemir, *Finansal Serbestleşme Sürecinin Türk Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2006, s.73.

¹¹ Stephen G. Ryan, *Financial Instruments and Institutions*, ABD, John Wiley and Sons, 2007, s.63.

talebi ile tasarruf hacminin kesiştiği noktada oluşur ve buna denge faiz oranı adı verilir.

Likidite tercihi teorisinde faiz, likiditeden vazgeçmenin veya kıt kaynak olan parayı kullanmanın bedelidir. Faizin ölçüsü değişik amaçlarla elde tutulan paralar (*toplam para talebi*) ile hükümetin piyasaya sürdüğü paraların (para arzı) kesiştiği noktada oluşur ve buna denge faiz oranı adı verilir.¹²

Borç verilebilir fonlar teorisinde ve rasyonel beklentiler teorisinde faiz paranın neması olarak görülmektedir. Borç verilebilir fonlar teorisinde faizin ölçüsü bu fonlara olan talep ile arzın kesiştiği nokta iken rasyonel beklentiler teorisinde faizin ölçüsü sabit değildir. Toplumda ortaya çıkan yeni bilgilere bağlı olarak her an değişebilmektedir.

Faiz kavramının sahip olduğu geçmiş yapılan araştırmalarda paradan önceki dönemler içinde var olduğunu orta koymaktadır. İlk dönemlerde meta üzerinden hesaplanmış olması muhtemel faiz, paranın kullanılmaya başlamasından sonra sabit değer saklama aracı olduğu varsayılan paranın üzerinden hesaplanmıştır.

Faiz tanım olarak kullanıldığı bağlam itibari ile farklı tanımlarla açıklanmaya açık bir kavramdır. Dar anlamda satın alma gücünü kiralamanın fiyatı olarak tanımlanabilmektedir¹³. Bu tanıma benzer bir tanım olarak, bugünkü tüketimden vazgeçmenin bedeli olduğu da söylenebilmektedir. Genelde ekonomide tasarruf edenlerle dışarıdan yabancı kaynağa ihtiyaç duyanlar farklı gerçek veya tüzel kişilerdir. Diğer ürünlerde olduğu gibi parayı da alınıp satılan bir meta olarak kabul ettiğimizde, bu metanın fiyatı da para ve sermaye piyasalarında fon arz ve talep eden birimlerin karşılıklı

¹² Merih Paya, Para Teorisi ve Para Politikası, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2007, s. 183.

¹³ Merih Paya, Makro İktisat, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2007, s.145.

olarak mutabakat sağladığı oranda gerçekleşmektedir. Bu oran piyasa için denge faiz oranı olarak kabul edilebilmektedir.

Ekonomide faizi açıklayan farklı teoriler mevcuttur. Diğer bir nokta da gözden kaçırılmamalıdır ki ekonomide ne kadar farklı fon çeşidi varsa o sayıya eşitte faiz oranı vardır. Ama tüm bu faiz oranları temel kabul edilen bir faiz oranı etrafında vade yapıları, risk durumları, vergi konusunda sahip oldukları avantaj veya dezavantajlar, türev piyasalarındaki işlem hızı ve maliyeti açısından dalgalanmalar göstermektedir.

Böhm Bawerk Faiz Teorisi faizin para farkı teorisi olarak da bilinir. Bu teorinin temelindeki varsayım gelecekteki bir malın değerinin şimdiki malın değerine yapılan fark ödemesi şeklinde anlam kazanmaktadır¹⁴. Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere faiz, zamanı tazmin eden bir prim olarak algılanmaktadır. Böhm Bawerk gelecekteki malın şimdiki malın değerinden daha az olmasını üç ana başlık altında açıklamaktadır; birincisi şimdiki malın aynı miktarının gelecekteki mal için göreceli olarak kıt olması, ikincisi gelecekte oluşabilecek belirsizliklere ve muhtemel kayıplara karşı ihtiyat güdüsü ile hareket etmenin bir neticesi, üçüncüsü ise şimdiki malın gelecekteki mala göre sahip olduğu teknik üstünlük faizi açıklayan temel etkenlerdir.

Irving Fisher'in önemli katkıları ile ortaya çıkan *Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi* faiz kavramına yeni bir yaklaşım olarak *reel faiz* tanımını kullanmaktadır. Fisher reel faizin oluşumunda iki faktörün başat rol aldığını savunmaktadır. Bunlardan birincisi kişilerin bugünkü ve gelecekteki tüketim imkânları konusunda sahip oldukları tercihleri içerir. Bu olgunun altında yatan nedenlerden biri kişilerin her zaman tüketim ve tasarruf arasında bir ikilemde kaldıkları ve bugünkü tüketimi gelecekteki tüketime tercih etmeleridir. Çünkü bugünkü tüketim bir gerçeklikken gelecekteki tüketim bir varsayımdır bunu diğer adı da *pozitif zaman tercihi* dir. Buradan da

¹⁴ Fisher Irving, The Rate of Interest, New York, Garland Publishing, 1982, s. 54.

anlaşılacağı gibi faizler kişinin pozitif zaman tercihini dengeleyen piyasa büyüklüğü olmaktadır. Faizleri belirleyen diğer faktör ise verimliliktir. Girişimciler yaptıkları yatırım harcamalarının üzerinde bir gelir sağladıkları sürece talep ettikleri fonları piyasadan sağlayabilmektedirler.

Denge faiz kavramı daha öncede açıklandığı gibi ekonomideki uzun dönemde oluşan faiz oranıdır. Kısa dönemde fon arz ve talep cephesinde yaşanacak konjonktürel dalgalanmalardan dolayı faiz oranında bazı dengesizliklerin görülmesi normaldir. Ekonomide oluşacak denge faiz haddi reel faizdir. Çünkü ödünç verilebilir fonlar teorisi çerçevesinde faiz; sadece tüketim ve yatırım gibi reel büyüklüklerde oluşabilecek değişikliklerden etkilenmektedir parasal büyüklüklerde oluşabilecek değişikliklerin reel faiz haddi üzerinde herhangi bir etkisi yoktur.¹⁵

Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi yaklaşımında; (1) servet ve gelir düzeyi, (2) fiyatlarla ilgili beklentiler, (3) faizlerle ilgili beklentiler, (4) vergi politikaları, fon arzını belirleyen faktörler olarak sıralanmaktadır.

Fon talebini etkileyen başlıca faktörler ise; (1) yatırımların karlılıklarındaki değişimler, (2) fiyatlarla ilgili beklentiler, (3) kamu harcamalarındaki değişimler, (4) öz finansman imkânlarındaki değişimler, olarak sıralanabilir.

Keynes'in Faiz Teorisi bir diğer faiz kavramını açıklayan yaklaşımdır. 1929 Bunalımından çıkmak için geliştirilen teorilerden biri olan Keynes'in *Genel Teorisi* -(1936) daha önce etkisi göz ardı edilen faizin makro iktisadi analizde önemli bir yer almasını sağladı. Keynes'e göre sadece tasarrufa karşılık veya tüketimi tehir etmenin bir getirisi değildi faiz. Bununla birlikte likiditeden mahrum kalmanın da bir mükâfatı olarak tanımlanmaktadır.¹⁶

¹⁵ Paya, Makro İktisad, a.g.e. , s.149.

¹⁶ John Maynard Keynes, *General Theory of Employment Interest and Money*, London, Macmillan, 1936, ss.166-167.

Keynes'in yaklaşımından da anlaşılacağı üzere faizi sadece tüketimi erteleyen fon arz edenleri ile fon talep edenler arasında oluşan kredi piyasasını dengeleyen bir oran değil bireyin servetini likit veya likit olmayan değerler üzerinden tutma tercihi üzerine yoğunlaştırmaktadır.

F. Mishkin ödünç verilebilir fonlar teorisinin enflasyonist beklentilerin faiz üzerindeki etkilerini daha iyi yansıttığını buna karşılık fiyatlar genel düzey, para arzı ve gelirdeki değişimlerin faiz üzerindeki etkilerini Keynes'in faiz teorisi (*Likidite Tercihi Teorisi*) tarafından daha iyi takip edilebildiğini belirtmektedir.

Faiz oranları ile ilgili bir diğer yaklaşımda Wicksell tarafından yapılmıştır ve faiz oranlarını ikiye ayırmıştır; parasal faiz ve doğal faiz oranı;¹⁷ (1) parasal faiz oranı, parasal borç piyasasında belirlenir. Bankalar ödünç verebilecekleri fonların bütününe dikkate alarak parasal faiz oranını belirler, (2) reel faiz oranı ya da normal faiz oranı da denilen doğal faiz oranının tanımını yapmak parasal faiz oranına göre göreceli olarak daha karmaşıktır. Bu faiz oranı üretim sürecinde fiziki sermaye mallarından hangi oranlarda yararlandığını göstermektedir. Ancak ilerleyen süreçte modern ekonomik sistemlerde malların veya sermaye özeliğine sahip metallerin ödünç verilebilir olmadığı göz önüne alınarak bu yaklaşımdan yeni bir anlayışa kaymıştır.

Bu son yaklaşımında doğal faiz oranı yerine normal faiz oranı kavramını kullanmış ve bunu yatırılan sermayeden sağlanan kar olarak tanımlamaktadır. Tanımından da anlaşılacağı üzere bu oran reel sermayenin marjinal verimliliği ile doğrudan ilişki içindedir.

Faiz teorilerinin hemen hepsinin ortak noktası, faizi ekonomik hayatın temel parçalarından biri olarak görmeleridir. Bunun nedeni ise batı

¹⁷ Tezer Öçal ve Ömer Faruk Çolak, Para Teori ve Politika, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 1999, ss.69-72.

iktisatçılarının parayı (*sermayeyi*) üretim faktörleri arasında göstererek kendisine potansiyel bir nema yüklemiş olmalarıdır. Bu nedenle faiz teorileri, faizin niçin ödenmesi gerektiği sorusuna cevap bulmak yerine, yukarıda da belirtildiği gibi, faiz oranlarının nasıl belirlenmesi gerektiği sorusuna cevap bulmaya çalışmışlardır¹⁸.

Diğer bir deyişle faiz teorileri faizi veri olarak kabul etmiş makul faiz oranını belirlemeye çalışmışlardır. Bunu yaparken de her bir teoride isimleri ve özellikleri farklı olmakla birlikte esas itibarıyla arz-talep prensiplerinden hareket etmişlerdir. Gelişmiş finansal sistemlerde para arzı, kredi arzı, para talebi, kredi talebi ve yatırım talebi gibi unsurlarının işletilmesinde finansal araçlarının doğrudan veya dolaylı olarak faiz oranlarının belirlenmesinde taraf olabileceği söylenebilir. Özellikle ekonomik sistemlerin merkezinde yer alan ekonomik ve mali politikaların yürütülmesinde araç olarak kullanılabilen bankaların bu konudaki etkisi yadigarınamaz.¹⁹

1.1.1. Faiz ve Kâr Payı Terimlerinin Kavramsal Olarak Değerlendirilmesi

Klasik gelir dağılımı teorisine göre işçi ücret, toprak sahibi rant, girişimci kâr elde eder ve doğal olarak sermayedar girişimci tarafından kullanılan sermaye ile faiz elde eder. Klasik söylemde faiz olgusu ile kâr kavramı arasında bir eşitleme vardır. Aynı şekilde girişimci ve sermayedarın eşitlenmesinde de aynı mantıksal çıkarım mevcuttur. Adam Smith'e göre ödünç verenin faiz yürütmesinin sebebi, ödünç alan tarafın bu mübadelede sermayenin kullanımı ile kâr yapabilmesidir. Fakat genel olarak *kâr yapabilme* kelimelerinde *bilme* eki olasılık içeren bir ektir, uygulamada ise faiz muamelesi bu türden bir olasılık içermez ve sözleşme gereği ödenmesi zorunlu, bir anlamda garanti ve hatta kamu gücünün koruması altındadır. A.Smith'e göre paranın faizi, her zaman türevsel bir gelirdir. Faizin kârdan

¹⁸ Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance*, Wiley, 2007, ss.11-16.

¹⁹ Rifat Ahmed Addel Kerim, Simon Archer, *Islamic Finance The Regulatory Challenge*, John Wiley and Sons, 2007, s.24.

türetildiği ve faizin oranının kâr oranı tarafından belirlendiği temel felsefedir.²⁰

Ayrıca faiz unsuru, kapitalist sistemde sermayenin fiyatı olarak kabul edilir. Kâr oranları ile karşılaştırmalı olarak faiz hadleri yatırım ve tasarruf hacimlerinin, istihdam ve fiyatlar genel seviyesinin ve ödemeler dengesinin temel belirleyicisi olarak algılanır. Faiz sermayenin iki zaman arasındaki bir fiyatı olduğu için kaynakların zaman içindeki tahsisi ile ilgili karar almada yegâne kriterdir. Faiz oranı sermayenin fiyatı olarak sermayenin verimliliği ile paralel, bir yanda yatırım seviyesini belirlediği, diğer bir yanda da ekonomideki tasarruf seviyesini yönettiği iddia edilir.

Kâr ise, bir üretim içinde, emeğin eşliğindeki sermayenin, paradan mala, maldan tekrar para veya başka bir hale evrilip çevrilmesi, kısacası bir mübadele süreci içinde işetlenmesi sonucu mevcut iktisadi varlıklarda toplum adına meydana getirilen pozitif değer açısından emek ile sermayenin aldığı paydır. Bu üretim sürecinin, zararlı sonuçlanması halinde negatif olan ve dolaylı da olsa bütün toplumun etkilendiği bu sonuçtan, sermaye sahibi doğrudan etkilenmektedir. Kâr, toplumla birlikte ve ona bir katkıda bulunulması şartıyla elde edilen artı gelirdir.²¹

Faiz ve kâr unsuru karşılıklı değerlendirildiğinde, faizde, kârın aksine ne bir alım-satım ne de paranın bir halden başka bir hale (*paradan mala, maldan tekrar paraya veya başka bir mala*) çevrilmesi vardır. Ödünç alan kişinin zimmetinde ödünç olarak karar kılan para vade sonunda üzerinde anlaşılan şartlara göre, ister borcun cinsinden ister başka cinsten bir fazlalıkla, aynen geri dönmektedir. Faizde sermaye sahibi vade sonunda anaparasıyla birlikte ne kadar faiz getireceğini bilir ve bu miktar artık onun

²⁰ İsmail Seyrek ve Zekeriya Mızrak, Faiz Teorileri Üzerine Bir İnceleme: Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Temel Dayanağı, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı. 22/2009.

²¹ Güray Küçükocaoğlu, İslami Bankalar ve İslami Finans Kurumları Çalışma Notları, Alıntı, <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcumal7.doc>, 19.05.2010, s.21.

kazanılmış hakkı haline gelmektedir. Hâlbuki kârda sermaye sahibi parasını ortaya koyar; tezgâhın bir ucundan giren hammaddenin evirile çevrile işlenmesi ve sonuçta malın bozuk olarak çıkma ihtimalinin yanında genellikle işlenmiş, mamul olarak çıkması gibi, sermaye de paradan mala, maldan tekrar paraya veya başka bir mala çevrilmesi, alım-satımlara konu olmasıdır. Vade veya girişim sonunda sermaye sahibi nasıl bir netice ile karşılaşacağını bilmemektedir.²² Doğacak her sonuca katlanmak zorundadır. Faiz ile kâr arasındaki temel farklardan birisi, faizin doğmamış ve ortada olmayan bir gelirin paylaşımı; kârın ise doğmuş, varlığı kesin olarak ortaya çıkmış ve miktarı tam olarak bilinen gelirin paylaşımıdır. Kâr, reel bir üretim sonucu elde edilen reel bir gelirin paylaşılması sonucu elde edilmektedir. Faiz ise, üretim ekonomisinden daha çok, bugünkü yaygın tabiriyle, rant ekonomisinin sonucudur. Yani faiz, üretmeden, ortaya reel bir sonuç çıkmadan, hak edilmemiş, hayali bir gelirin sermayeye tahsis edilmesidir. Ünlü iktisatçı Sir Roy Harrod faize *hayal ve gerçek dışı bir şey* yakıştırmalarını yapmaktadır.²³

Buraya kadar faiz, kâr ve finansal kurum kavramları üzerinde durularak, finansal sistemin unsurları arasındaki ilişki ortaya konulmuştur. Böylece modem bankaların çalışma prensiplerinin dayanakları belirlenerek, bir finansal kurum olan ancak para ve faiz konularında modem bankalardan farklı prensiplerden hareketle çalışan Katılım Bankaları ile mukayese imkânı sağlanmaya çalışılmıştır.

1.2. Finansal Sistem Açısından Katılım Bankalarının Gerekliği

Katılım Bankacılığını ifade eden faizsiz bankacılığın var oluş nedeni dini öğretilerde *faiz unsurunun yasak (haram) olmasından kaynaklanmıştır*. İslam Dini, yapısı ve nedenine bakmaksızın borçlanmadaki faizi

²² Frank E. Vogel, *Islamic Law and Finance: Religion, Risk, and Return*. CQ Press, U.S. 1998, s.128.

²³ Küçükkocaoğlu, a.g.e, s. 22.

yasaklamıştır. İslami kaynakların faizi haram olarak görmesi ve faizin haram olduğuna inanan insanların atıl fonlarını değerlendirmek düşüncesi faizsiz bankacılığın doğmasına yol açmıştır.²⁴

Faizsiz bankacılık sistemi, diğer ülkelerde olduğu gibi ekonominin dışında kalmış ya da verimsiz alanlara yönelmiş büyük bir tasarruf potansiyelini, kullandığı teknikler sayesinde ekonomiye çekmek gibi önemli bir görevi üstlenmiştir.

Faizsiz bankacılık emek ile sermaye ilişkisi açısından değerlendirildiğinde, faiz unsurunun emeği sömürdüğü, gelir dağılımında bozulmalara neden olduğu düşüncesiyle sistemde atıl kalan fonların kaynak olarak kullanılabilmesi için, alternatif bir finansman kaynağı oluşturma yöntemi olarak bakılabileceğini belirtmek gerekir. Bu sistemde sermaye sahipleri kâr ve zarara ortak olduğundan faizli sistemdeki kesin kazanç sağlayan sermaye akışı olmamaktadır.²⁵

Faizli finansal enstrümanlara karşı olan duyarlılık, zengin petrol kaynaklarına sahip Ortadoğu Ülkeleri'nde daha fazladır. Küresel ölçekte bankacılık yapan bankalar bu fonlara daha yakın olmak adına Körfez Ülkelerin'de faizsiz bankacılık faaliyetleri de gerçekleştirmektedirler. Bunun birlikte New York Borsası dini kurallara uygun üretim ve hizmet işlemleri yapan firmalara yönelik özel indeks hazırlamış, dini açıdan çekingen davranan tasarruf sahiplerinin varlıklarını buraya çekmeye çalışmaktadır²⁶. Bütün bunlarla birlikte sosyal hayatta dini motiflerin baskın unsurları görülse de Körfez Ülkelerin'deki büyük tasarruf sahiplerinin varlıklarını kapitalist Batı Ülkeleri'ne faizli finansal enstrümanlarda değerlendirildiği

²⁴ İsmail Özsoy, Türkiye'de Katılım Bankacılığı, İstanbul, Asya Katılım Bankası, 2009, s.9.

²⁵ İshak Emin Aktepe, İslam Hukuku Çerçevesinde Finansman ve Bankacılık, İstanbul, Erkam Matbaası, 2010, s. 45.

²⁶ Henry T. Azzam, The Emerging Arab Capital Markets: Investment Opportunities in a Relatively Underplayed Market, Kegan Paul; 1997, s.165.

görülmektedir. Bu durum paradoksal bir ilişkiyi ayrıca ortaya çıkarmaktadır.²⁷

Küresel ekonomi ile paralel olarak Türkiye’de faize duyarlı kesimlerin sahip olduğu fonları değerlendirmek ve onları ekonomiye kazandırmak ve 1970’li yıllardan sonra oluşan petrol fiyat artışlarından dolayı Körfez Ülkelerinin’deki kaynakların aktarılmasını sağlamak amacıyla 1985 yılında faaliyet göstermeye başlamıştır.²⁸ Finansal sistem içerisinde Katılım Bankaları’nın etkinliği reel sektöre olan mali desteğinin sermaye varlıklarına olmasını gerektirmektedir. Bu Katılım Bankacılığı’nın temel yaklaşımı olduğundan mali piyasalar ile reel piyasalar arasında etkin bir etkileşim sağlayacaktır.

Sistem içerisinde daha etkin bir bankacılık yapabilmek adına dikkat edilmesi gereken diğer bir durum, faize dayalı enstrümanların alabildiğine genişlediği küresel ekonomide, faizsiz bankacılık faaliyetlerinin başarılı ve aralıksız bir şekilde yürütülebilmesi için yeni finansal enstrümanların araştırılması gerekir. Bu çalışmadaki temel prensip bu yaklaşıma katkıda bulunmaktadır.²⁹ Faize dayalı işlemlere mesafeli yaklaşıldığı, operasyonel işlemlerde, varlıkların değerini korumak veya arttırmak adına yoğun spekülatif işlemlere hoş bakılmadığı ve son olarak dinin yasakladığı mal ve hizmetlerin üretiminin finanse edilmemesi gerektiği inancı İslam toplumları içerisinde var olan bir vakiydir. Bunları da sistem içerisinde etkin bir şekilde kaynaştırmak adına Katılım Bankacılığı’na ihtiyaç vardır.³⁰

²⁷ Jean François Seznec, The Financial Markets of the Arabian Gulf, ABD, 1987, s. 33.

²⁸ Vural Günel, Özel Finans Kurumları, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 1984, s. 17.

²⁹ Abdulkader Thomas, Interest in Islamic Economics: Understanding Riba, Routledge, 2006, ss.125-139.

³⁰ Parasız, a.g.e., ss.10-63.

1.3. Katılım Fonlarına İlişkin Genel Koşullar

Özel cari hesaplar ve katılma hesapları karşılığında, hesap sahibine herhangi bir nam altında önceden belirlenmiş bir getiri garantisi verilemeyeceği gibi, katılma hesaplarında, yatırılan anaparanın hesap sahibine aynen geri ödenmesi de garanti edilemez. Bu hususlar, Katılım Bankaları'nın şubelerinde açıkça görülebilecek bir şekilde asılarak ilan edilir.

- Katılım fonu hesapları üzerinde hesap sahibinin talep hakkı ve Katılım Bankası'nın ödeme yükümlülüğü, özel cari hesaplarda yatırılan tutar, katılma hesaplarında ise vade sonunda geçerli birim hesap değeri kadardır.
- Katılma hesaplarının işletilmesinden doğan kâr veya zarar, para cinsi bazında her vade grubunun toplam katılma hesapları içindeki birim hesap değeri üzerinden ağırlığı oranında, günlük olarak bu hesaplara dağıtılır.
- Bankacılık Kanununun 144'üncü maddesi hükümleri saklı kalmak kaydıyla, Katılım Bankaları, katılma hesaplarının işletilmesinden doğacak kâr ve zarara katılma oranlarını, zarara katılma oranı kâra katılma oranının yüzde 50'sinden az olmamak kaydıyla, para cinsi, tutar ve vade grupları itibariyle ayrı ayrı belirleyebilir.
- Katılma hesabının açıldığı anda geçerli olan kâr ve zarara katılma oranı hesap cüzdanına kaydedilir ve bu kayıt, Kanununun 144'üncü maddesi hükümleri saklı kalmak kaydıyla hesap açıldıktan sonra vade bitimine kadar değiştirilemez. Vadesinde kapatılmayan hesap aynı vade ve yenileme tarihinde geçerli olan kâr ve zarara katılma oranı üzerinden yenilenmiş sayılır.
- Katılma hesaplarında toplanan fonların işletilmesi sonucu doğacak kâr ve zarara katılma oranları Katılım Bankaları tarafından serbestçe belirlenir. Katılım Bankası'nın zarara katılma oranı, kâra katılma oranının yüzde 50' sinden az olamaz. Katılma hesaplarında uygulanacak kâr ve zarara katılma azami oranları uygulamaya konulmadan önce

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasına bildirilir. Katılım Bankaları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasına bildirdikleri azami oranları aşmamak kaydıyla katılma hesaplarında uygulayacakları kâr ve zarara katılma oranlarını banka şubelerinde halkın görebileceği şekilde ilan ederler.

- Katılım Bankasının onayı ile vadesinden önce çekilen katılma hesaplarında hesap sahibine, hesabın ait olduğu vade grubunun hesabın kapatıldığı tarihte kâr göstermesi durumunda o güne kadar hesap sahibince yatırılmış olan tutar kadar, zarar göstermesi durumunda ise birim hesap değeri kadar ödeme yapılır.

1.4. Katılım Bankacılığı ve Fonksiyonları

Fonksiyonel olarak bankalarla büyük benzerlikler gösteren ve fakat fon toplama ve fon kullandırma yöntemleri bakımından faiz yerine *kâr ve zarar ortaklığı* esasına göre faaliyette bulunan Katılım Bankaları, dünyada daha çok *faizsiz bankacılık* ya da *islam bankacılığı* olarak bilinmesine rağmen ülkemizde mevzuata *Özel Finans Kurumu* adıyla girmiştir. Bu isimlerin kâr ve zarara katılma esasına dayanan bankacılık sistemini ne ölçüde temsil edebildiğini ortaya koyabilmek için isim konusunun ciddi biçimde tartışma konusu olmuştur. Klasik bankacılıkta esas olan, oranı önceden belirlenmiş faiz karşılığında alınan mevduatın faiz karşılığı ihtiyaç sahiplerine ödünç olarak verilmesidir.³¹

Buna karşılık, faiz mekanizmasının yerine kâra ve zarara katılma esasını ikame ederek tasarruf sahibinin sonuca katılmasını öngören bankacılığı tanımlamak için, faizin olmadığını vurgulamak maksadıyla, sisteme *Faizsiz*

³¹ Hamdi Döndüren, Osmanlı Tarihinde Bazı Faizsiz Kredi Uygulamaları ve Modern Türkiye’de Faizsiz Bankacılık Tecrübesi, Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fak. Dergisi, Cilt :17 Sayı: 1, 2008, s.16.

Bankacılık denmiştir.³² Bu kavram, adından da anlaşılacağı gibi, olumsuz (*negatif*) bir kavram olup neyin olması gerektiğinden ziyade neyin olmaması gerektiğini ifade eder. Nitekim faizin alternatifi faizsizlik değil, kârdır. Kaldı ki, iktisat bilimindeki faiz kavramıyla dine göre yasak sayılan riba kavramının birebir örtüşüp örtüşmediği de ayrı bir tartışma konusudur. Doğrusu, faizsiz banka denildiğinde insanların aklına hiçbir nema almadan karşılıksız kredi veren bir banka geliyor. Faizsiz bankacılık tabirinin bu bağlamda karışıklığa yol açtığı söylenebilir.³³

Bir şeyin doğru anlaşılabilmesi, her şeyden önce doğru ifade edilmesine bağlıdır. İfadenin açık ve sade olması, herkes tarafından kolayca anlaşılmasını ve benimsenmesini sağlar. Öyleyse, önce bu tür bankacılığın karakteristik özelliklerini ortaya koymak gerekir.

Bu sistemde tasarruf sahiplerinden kâra ve zarara katılma esasına göre fon toplanmaktadır. Buna göre, tasarruf sahibine anapara güvencesi verilmediği gibi, oranı önceden belli bir getiri taahhüdünde de bulunulmamaktadır. Başka bir deyişle, tasarruf sahibi, bankaya bir nevi ortak olmakta ve klasik bankacılıkta mevduat sahibinin yaptığı gibi sabit getiri almak yerine bankayla birlikte riski paylaşarak sonuca katılmaktadır. Tasarruf sahibi-banka ilişkisinin niteliği, klasik bankacılıktaki mudi-banka ilişkisinden tamamen farklıdır. Bu ilişki tarzı sadece bu tür bankacılıkta söz konusudur.³⁴

İkinci olarak, kâra ve zarara katılmayı esas alan bankacılıkta, toplanan fonların kullandırılmasında da sonuca katılma vardır. Bu tür bankacılıkta her ne kadar üretim desteği ve finansal kiralama yöntemleri, uygulamada, proje bazında kâr ve zarara katılma yöntemine göre daha ağırlıklı ise de, teoride

³² Mehmet Emin Özcan ve Temel Hazroğlu, *Bankacılıkta Yeni Bir Boyut: Katılım Bankacılığı, Türkiye’de Özel Finans Kurumları Teori ve Uygulama*, İstanbul, Albaraka Türk Yayınları, 2000, s.43.

³³ Aktepe, a.g.e., s.72.

³⁴ Parasız, a.g.e., s.44.

nihai hedef, kâra ve zarara katılma yöntemiyle finansmanın baskın (*dominant*) hale gelmesidir. Dolayısıyla topladığı fonlarda tasarruf sahibini sonuca iştirak ettiren banka, bu kez kullandığı fonda kendisi girişimciyle birlikte sonuca katılmaktadır. Yani, projenin gerçekleşmesinden sonra ortaya çıkan neyse (*kâr veya zarar*), ona razı olmaktadır.

Üçüncüsü, kâra ve zarara katılma esasına göre çalışan bankalar, mevduat kabulü ve kredi kullandırmanın dışındaki her türlü bankacılık hizmetini vermektedirler. Bu özellik, bunların klasik bankalarla olan ortak özelliğidir.

1970'lerden sonra Orta Doğu'ya akmaya başlayan petro-dolarlar Katılım Bankacılığının gelişmesindeki en önemli etken olarak ortaya çıkmıştır. Teorik ve pratik uygulamalar geliştikçe, her ülke kendi sistemini kurmuş ve artan bir eğilimle bu sistem yayılmıştır. Son yıllardaki petrol fiyatı artışları ve bazı sosyo-politik faktörler bu kurumları küresel finans piyasalarının en hızlı büyüyen segmenti haline getirmiştir. Kısacası, bu akım, Afrika'da, Asya'da, Avrupa'da ve Güney Amerika'da büyümektedir.³⁵ Genel rakamlarla Katılım Bankacılığı'nın ve enstrümanlarının küresel bir bakışla büyümesine bakmakta yarar bulunmaktadır; 2006 yılı verilerine göre 70 ülkede yatırım sermayesi 500-800 milyar dolar civarında olan ve yıllık yüzde 15 civarında büyüyen 300 Katılım Bankası bulunmaktadır.³⁶ Kuwait Finance House'a göre, dünyadaki Müslüman nüfusun 2,5 milyar seviyesinde olduğu dikkate alındığında, 2020 yılında faizsiz bankacılık hacminin 4 trilyon dolara yükselmesi beklenmektedir.

Uluslararası alanda Katılım Bankacılığı ürünlerinin büyüklük ve derinliğinde beklenmeyen artışlar yaşanmaktadır. Sukuk, tekaful, risk fonları, varlık ve refah yönetimi, risk ve likidite yönetimi, gayrimenkul ve

³⁵ Hossein Askari, Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, *Globalization and Islamic Finance*, Newyork, Wiley Finance, 2010, s. 59.

³⁶ A.g.e., s. 60.

kurumsal finansman alanlarında ciddi atılımlar olmaktadır. Örneğin Malezya, 2008 Ağustos rakamları itibariyle 64,917 milyar dolarlık büyüklüğü ile en çok sukuk düzenleyen ülkedir. Sukuklar Orta Doğu sermaye piyasasının yüzde 85'ini oluşturmaktadır ve bunların sadece 13 milyar dolarlık kısmı yıllık yüzde 45'lik büyüme hızı ile 2002-2007 yılları arasında düzenlenmiştir Orta Doğu ve Asya bölgeleri 1.5 trilyon doları bulan altyapı ihtiyaçları için önümüzdeki 5 yıl boyunca sukuk ihracına ihtiyaç duymaktadır³⁷.

Katılım Bankacılığı'nın yayılmasında Bahreyn bir geçit görevi üstlenmiştir. Orta Doğu ekonomilerinin bu gelişmesi 5 yıllık süreçte 18 trilyon dolarlık varlık oluşturabilecek ve bunların yüzde 60'lık bir kısmı islami uygunluğu olan banka ve yatırım enstrümanlarına kayabilecektir Körfez Ülkelerin'deki Katılım Bankaları mevduatlarının 2010 sonu itibariyle 110 milyar dolara ulaşması beklenmektedir.³⁸

Bahreyn'den sonra Malezya ikinci büyük geçittir. 2006 Yılında tüm bankacılık varlıklarının yüzde 11.8'i Katılım Bankacılığı'na ait olup, sektörün son on yıldaki ortalama büyüme hızı yüzde 27'dir. Malezya hükümeti 2010 yılı itibariyle oranın yüzde 20 olmasını arzu etmektedir.

Endonezya'da toplam banka varlıklarının yüzde 1.8'i Katılım Bankalarına ait olup Endonezya hükümeti 2011'e kadar bu oranın yüzde 6'ya çıkması için bir yol haritası hazırlamıştır Singapur, sukuk, gayrimenkul fonları, hedge fonları için bir merkez olmayı amaçlamaktadır.

Pakistan'daki 6 banka yüzde 2.2'lik hisseleri ile 1.3 milyar dolarlık varlık bulundurmaktadırlar. 2014 yılına kadar toplam banka mevduatlarının

³⁷ Brain Kettel, Frequently Asked Questions in Islamic Finance, John Wiley and Sons, 2010, s. 3-6.

³⁸ A.g.e., s.4-7.

yüzde 10'u olan 13 milyar dolarlık bir büyüklüğe ulaşılması hedeflenmektedir.

Bangladeş'te ise 2005 sonu itibarıyla 6 Katılım Bankası, toplam banka mevduatlarının yüzde 13'ü ve yatırımların yüzde 15'ine sahiptir.

İngiltere'de Financial Services Authority'nin çabaları ile bu sektöre ilgi artmaktadır. Islamic Bank of Britain, the European Islamic Investment Bank, HSBC Amanah ve Lloyds TSB faizsiz banka ve sigorta ürünlerini İngiltere'de sunarken, LARIBA, University Islamic Financial, Guidance Financial Group, Shariah Capital ve diğerleri islami uygunluğu olan ürün ve hizmetleri ABD'de kullanılmaktadır. United Muslims Financial Ontario, faizsiz mortgage ürünlerini Kanadalı Müslümanlara sunmaya başlamıştır. MCCA Avustralya ve APV Sydney Finance, gayrimenkul finansmanını Avustralya'da sağlamaktadır. Bunlara ek olarak ABN Amro ve Citibank gibi Avrupalı finansal kurumlar da Katılım Bankaları ile ortaklığa gitme yolunu tercih etmektedirler. Bu şekilde Katılım Bankacılığı ve de klasik bankacılık kollarının ana oyuncularını uzmanlık ve kaynaklarını daha ahlaki ve etkin çözümler için bir araya getirerek iş, yatırım ve finansman imkânı sağlayabileceklerdir.³⁹

1.4.1. Fon Toplama Yöntemleri

Katılım Bankaları diğer ülke uygulamaları gibi iki hesap türü kullanarak kaynak toplamaktadırlar. Bunlardan birincisi bu bankaların vadesiz hesaplarını oluşturan *Özel Cari Hesaplar* ikincisi ise vadeli hesaplarını oluşturan *Kâr ve Zarara Katılma Hesapları*'dır. Katılma hesaplarının adı birçok ülkede Yatırım Hesabı olarak ta geçmektedir.⁴⁰

³⁹ Ali Polat, Katılım Bankacılığı: Dünya Uygulamalarına İlişkin Sorunlar-Fırsatlar: Türkiye için Projeksiyonlar, Finansal Yenilik ve Açılımları ile Katılım Bankacılığı, İstanbul, Türkiye Katılım Bankaları Birliği, 2009, s.86.

⁴⁰ Osman N. Yılmaz, Faizsiz Bankacılık İlkeleri ve Katılım Bankacılığı, Katılım Bankalar Birliği Yayınları, 2010, s.33.

1.4.1.1. Özel Cari Hesaplar

Cari hesaplar, istenildiği zaman çekilebilen ve karşılığında kâr payı ödenmeyen ve hatta sunulan hizmet karşılığı servis ücreti alınabilen hesaplardır. Fakat çoğunlukla herhangi bir hizmet bedeli tahsil edilmemektedir. Bu tip mevduatlarda amaç paranın güvenliğidir. Faizsiz banka bu tür mevduatı, mudilerin kendisine verdikleri bir ödünç olarak kabul etmekte, ayrıca mudilere bunlar karşılığında herhangi bir fayda sağlamamakta, fakat müşterisi için cari bir hesap açması da mümkün olabilmektedir. Bu hesap bir taraftan müşterinin yatırdığı mevduatı, diğer taraftan da çektiği miktarı kapsamaktadır⁴¹.

Cari hesaplar hakkında iki ana görüş vardır; Emanet ve Karz-ı Hasen (*güzel ödünç vermek demektir*). Dinin emirlerine uygun ödünç verme anlamında kullanılır. Bir kimsenin nakit para, ölçülebilir, tartılabilir ve sayılabilir bir malı, benzerini (mislini) sonra almak üzere bir şahsa vermesidir. Söz edilen bu mallardaki ortak özellik misliyattan olmaları, yani her zaman benzerlerinin bulunabilme husûsiyetine sahip olmalarıdır.⁴²

Cari hesapları bir nevi emanet gibi ele alan görüşe göre banka, müşterinin izni olmadan bu mevduatları kullanamaz. Bu hesapların bankanın diğer faaliyetlerinde kullanılması istenildiğinde hesap sahibinden yetki almak gerekmektedir. Karz-ı hasen görüşünü savunular ise; cari hesapları, mudilerin bankaya verdiği bir nevi faizsiz ödünç olarak görmektedirler. Böylece banka, mudilerden izin almadan bu hesap bakiyelerini istediği gibi kullanmaktadır. Ancak banka mudilere anaparayı ödemekle yükümlüdür. Paranın kullanılması esnasında zararla karşılaşılırsa, hesap sahipleri bu zarardan etkilenmezler. Cari hesap sahiplerinc çek karnesi verilcebildiği gibi,

⁴¹ Adnan Büyükdeniz, Faizsiz Finans Kurumlarının Mali Sistem İçindeki Yeri ve Çalışma Prensipleri, Türkiye’de Özel Finans Kurumları Teori ve Uygulama, Albaraka Türk Yayınları, İstanbul, 2000, s. 110.

⁴² Ömer Nasuhi Bilmen, Hukuk-ı İslâmîye ve İstîlâhât-ı Fıkhiyye Kamusu, İstanbul 1986, s. 94.

hesabın durumuna göre gerekirse ücret almadan çeşitli hizmetler de sunulmaktadır.⁴³

1.4.1.2. Katılım Hesapları

Bu hesaplara yatırılan fonların kullandırılması sonucunda oluşacak kâr veya zarara katılma sonucu veren, karşılığında hesap sahibine önceden belirlenmiş herhangi bir getiri ödenmeyen ve anaparanın aynen geri ödenmesi garanti edilmeyen fonların oluşturduğu hesaplardır.

Katılma hesapları, bir ay, üç ay, altı ay, dokuz ay, bir yıl ve bir yıldan uzun vadeli olmak üzere beş vade grubu altında açılır. Özel finans kurumları tarafından açılan 1 yıl ve daha uzun vadeli katılma hesaplarına 1 ay, 3 ay, 6 ay ve yıllık kâr payı ödemesi yapılabilir. Özel finans kurumları tarafından asgari 5 yıl vadeli olmak kaydıyla sözleşme ile belirlenen aylık veya 3 aylık sürelerde hesaba para yatırmaya imkân veren *Birikimli Katılma Hesabı* açılabilir.⁴⁴

Yatırılan Paralar bir havuza alınır, bu havuzdaki paraların işletilmesi sonucunda elde edilen kâr müşteri ve banka arasında, önceden belirlenen nispette paylaşılır. Paylaşım oranı genelde %20 banka, %80 müşteri şeklindedir.⁴⁵

Önceden herhangi bir getiri belirlenemez; alınacak kâr payı vade sonunda belli olur. Kâr ve zarara katılma prensibinin bir sonucu olarak hesap sahibine anaparanın geri ödenmesi dahi garanti edilmez; yani müşteri sonuca razı olmak durumundadır. Elde edilen kâr günlük bazda para cinsi ve vade grupları itibariyle katılım hesaplarına havuzdaki ağırlıkları nispetinde pay edilir; tatil günlerinde bir önceki gün kârının aynısı dağıtılır. Vade sonunda

⁴³ Bilmen, a.g.e., s.112.

⁴⁴ Özel Finans Kurumlarının Kuruluş ve Faaliyetleri Hakkında Yönetmelik, Md. 19.

⁴⁵ Özsoy, a.g.e., s.39.

ise hesap sahibinin kâr payı ile birlikte eline geçen tutara birim hesap değeri adı verilir. Birim hesap değeri birim değeri ile hesap değerinin çarpımı sonucunda bulunur. Birim değeri hesabın açıldığı gün 100 kabul edilir. Hesap değeri, yatırılan tutarın birim değerine bölünmesi sonucunda bulunur.

Katılma hesabı, mevduat bankalarındaki vadeli mevduatın karşılığıdır. Fon sahipleri bu hesaba *yatırım amacıyla* fon yatırırlar ve karşılığında *kâr* beklemektedirler. Yani hesap sahipleri yatırım hesabı neticesinde faiz değil kârdan pay almaktadırlar.

Katılma hesabı 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu'nda, *Katılım Bankaları'na yatırılan fonların bu kurumlarca kullanılmamasından 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 hesaplardır* şeklinde tanımlanmıştır.⁴⁶

Hesabın işleyişi ise kısaca şöyledir: Önce hesap sahibi ile banka arasında mudaraba mukavelesi yapılmaktadır. Mukavelede bu hesabın tabi olacağı şartlar ile kâr ve zarara katılma oranı belirtilmektedir. Hesabın açılışında süre de belirlenmektedir. Genelde 3 ay, 6 ay, 1 yıl veya daha uzun bir süre için hesap açılmaktadır. Hesap sahibi kâra hak kazanabilmek için parasını süre bitimine kadar bu hesapta tutmak zorundadır.⁴⁷

1.4.1.3. Birikimli Katılma Hesabı

Asgari 5 yıl vade ile açılan, sözleşme ile belirlenen aylık veya üç aylık sürelerde hesaba para yatırmaya imkân veren katılma hesabıdır.

⁴⁶ 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Md. 3.

⁴⁷ Ahmad Ausaf, Contemporary Experiences of Islamic Banks: A Survey, Islamic Financial Institutions Seminar Proceedings Series No.27, Jeddah, Islamic Development Bank-Islamic Research and Training Institute, 1995, s.21.

1.4.1.4. Özel Fon Havuzları

Katılım bankaları, önceden belirlenmiş projelerin veya diğer yatırımların finansmanında kullanılmak üzere müstakil hesaplarda fon toplamak suretiyle vadesi üç aydan daha az olmayan özel fon havuzları oluşturabilir. Bu şekilde toplanan fonlara ait katılma hesapları, vadeleri itibariyle ve diğer hesaplardan bağımsız olarak ayrı hesaplarda işletilir ve toplanan fonlardan diğer vade gruplarına aktarma yapılamaz. Finansman süresinin sonunda özel fon havuzları tasfiye edilir.

1.4.2. Fon Kullanırma Yöntemleri

Katılım Bankaları fon sahiplerinden topladıkları fonları fona ihtiyaç duyan müteşebbislere kullanırmaktadırlar. Bu kullanırma kimi zaman ortaklık yoluyla olduğu gibi, bazen de ihtiyaç duyulan malın satışı veya kiraya verilmesi yoluyla gerçekleşmektedir. Katılım Bankalarının'da uygulanan fon kullanırma yöntemleri ana hatlarıyla aşağıda belirtilmektedir.⁴⁸

- Müşteriye nakit kullanırma yasaktır.
- Faizli enstrümanlar, domuz ve domuz eti, silah, alkol, tütün ve müstehcen yayınlar için fon kullanırılmaz.
- Satışı yapılmış ve faturası kesilmiş mal finansman konusu yapılmaz.
- Malın piyasada alınıp satılan bir mal olması gerekir. Külçe altın ve döviz para olarak kabul edilmekte ve bunların sadece peşin alım satımı yapılabilmekte, finansmanı yapılmamaktadır. Ancak işlenmiş altın mal kabul edildiğinden bunun finansmanı mümkündür. Diğer taraftan tüketilmiş enerjinin (*elektrik, akaryakıt, doğal gaz, su*) finansmanı mümkün değildir.⁴⁹

⁴⁸ Ausaf, a.g.e., ss.18-19.

⁴⁹ Osman N. Yılmaz, a.g.e, s.37.

- Finansman ticaret formatında yapılmakta, ancak malı temsil eden fatura bankaya kesilmediği için işlemin alım ve satıma uygunluğunun sağlanması açısından banka müşteriye vekâlet vererek önce malı banka adına satın alma ve sonra kendine satma yetkisi verilmektedir.⁵⁰
- Ödeme müşterinin mal ve hizmet temin etmek istediği satıcıya fatura karşılığında yapılır.
- Önce müşteriden, satın almak istediği malın cinsi, niteliği, birim değeri, miktar ve tutarını belirten bir *Mal Talep Formu* alınır. Bu talep formuna dayanarak, malın satın alınacağı satıcıya bir sipariş formu gönderilir. Satıcı Sipariş Formunu ve Proforma faturayı bankaya gönderir. Banka gerekli kontrolleri yapar. Kredisi ve limiti mevcut olan müşteriler için bu siparişi uygun görürse fatura karşılığında ödemeyi yapar. Faturanın aslı müşteriye verilir. Fotokopisi kredi dosyasında muhafaza edilir, faturaların mükerrer kullanımını önlemek amacıyla *fatura data base* sisteminden gerekli kontroller yapılır.

1.4.2.1. Mudaraba

Mudaraba, bir tarafın emek bilgi ve tecrübesini (*müteşebbis*), diğer tarafın (faizsiz banka) ise sermayesini ortaya koyması suretiyle oluşturulan bir fon kullandırma yöntemidir.⁵¹ Bu yöntemde, projesi banka tarafından onaylanan ve finanse edilen yöneticiye (tüzel kişi de olabilir) *Mudarib*, projeyi finanse eden ve sadece sermayesi ile destek veren kişi veya kuruma da *Rabbul-mal* denilmektedir.

Rabbul-mal, (Katılım Bankası) mudarib ile mukavele imzalandıktan sonra mudaribin isteği üzerine mukavele konusu sermayeyi onun emrine hazır tutmak zorundadır. Mukavelede belirlenen şartların dışında, banka,

⁵⁰ Güray Küçükkocaoğlu, İslami Bankalar ve İslami Finans Kurumları Çalışma Notları, Alıntı, <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma17.doc>, 19.05.2010.

⁵¹ Mehmet Takan, Bankacılık Teori Uygulama ve Yönetim, 2. Baskı, Nobel Yayınları, 2002, s.13.

proje sahibinin giriştiği muamelelere karışma yetkisine sahip değildir. Ancak plansız ve düzensiz çalışma nedeniyle kesin zarar tehlikesinin ortaya çıkması durumunda zararı önleyici bir takım girişimlerde bulunabilmektedir. Normal olarak hesapları her an denetleyebilmekte, resmi ve gayri resmi bütün kayıtları isteyebilmektedir.⁵²

Mudaraba işlemi sonunda elde edilen kâr, finansmanı temin eden rabbul-mal ile finansmanı kullanan mudarib tarafından önceden belirlenen orana göre bölüştürülmektedir. Hiç bir tarafa sabit bir meblağ tayin edilmemiştir. Herhangi bir zarar söz konusu olmuşsa bu, rabbul-mal tarafından karşılanacaktır, meğerki mudaribin bir ihmali veya anlaşma şartlarını ihlali söz konusu olmasın.⁵³

Mudarabanın temel özellikleri şöyle sıralanabilir,⁵⁴

- Sermaye sahibi olan kişi ile emeğini bilgi ve tecrübesini ortaya koyan kişinin kâra ortak olmalarıdır,
- Tarafları kâr payı gelirlerinin miktarı önceden belirli olmaması, elde edilecek kârın taraflar arasında önceden belirlenmiş bir oranda bölünmesi,
- Zararın tamamen sermayedara ait olması,
- Sermayenin emeğini koyan tarafından yönetilmesi,
- Sermayedarın ise sadece denetim yetkisine sahip olmasıdır.

Mudaraba usulü daha çok ticaretin finansmanında kullanılır. Bu ticaret iç ve dış ticaret olabilir. Teşebbüs sonucu elde edilen kâr daha önceden belirlenen oranlarda banka ile müşterileri arasında paylaşılır. Örneğin

⁵² Cihangir Akın, Faizsiz Bankacılık ve Kalkınma, İstanbul, Kayhan Yayınları, 1986, s.130.

⁵³ Timur Kuran, The Economic System in Contemporary İslamic Thought: Interpretation and Assessment, International Journal of Middle East Studies, Vol 18, 1986, s.150.

⁵⁴ Öztin Akgüç, 100 Soruda Türkiye'de Bankacılık, İstanbul, Gerçek Yayınevi, 1987 s.141.

tasarruf sahibi ile Katılım Bankası arasında yapılan anlaşmada kârın %20'sinin Banka'ya, %80'nin de tasarruf sahibine verileceği şeklindedir.

Banka ile girişimci arasında yapılan mudaraba anlaşmasında ise elde edilen kârın %80'nin Bankaya, %20'sinin de girişimciye kalacağı önceden belirlenir. Kâr ve zararın sıfır olması halinde banka sermayesini aynen geri alır. Bu durumda ne bankaya ne de müşteriye kâr düşer. Zarar halinde ise, bu zararı banka, dolayısıyla tasarruf sahibi tazmin eder. Müşteri konumundaki girişimci ise geçen süre içinde boşa çalışmış olmakla yeterli derecede zarara uğradığı kabul edilerek, onun da zararı, emeğiyle telafi etmesi yeterli görülmüştür. Fakat zararın meydana gelmesinde girişimcinin kasıt ve ihmali varsa, bu zarar kendisine tazmin ettirilir.⁵⁵

Bununla beraber banka, zarar ihtimallerini ortadan kaldırmak veya asgariye indirmek için gerekli tedbirleri alır. Bu amaçla, sermayeye muhtaç bir şekilde elindeki projesiyle gelen müşterinin bu projesini çok yönlü olarak etütlere tabi tutar, yani fizibilitesini yapar. Projeye uygun ve kârlı görmesi halinde banka müşterisine fon kullanır. Kötüye kullanma ihtimallerine karşı banka müşterisinden alım-satım işlerinin düzenli bir şekilde hesabının tutulmasını isteyebilir. Ayrıca müşterilerin kötüye kullanma eğilimlerini ortadan kaldırmak için beklenen miktarda kâr yapamayan kişilere fon kullandırmama yoluna başvurabilir.⁵⁶

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

⁵⁵ Mahmoud A. El-Gamal and Hulusi Inanoglu, Inefficiency and Heterogeneity in Turkish Banking: 1990-2000, *Journal of Applied Econometrics*, 20: 641-665, 2005, s.121.

⁵⁶ Angelo Venardos, *Currents Issues in Islamic Banking and Finance*, Hasan Aznan-Islamic structured Products; Issues and Challenge, World Scientific, 2009.

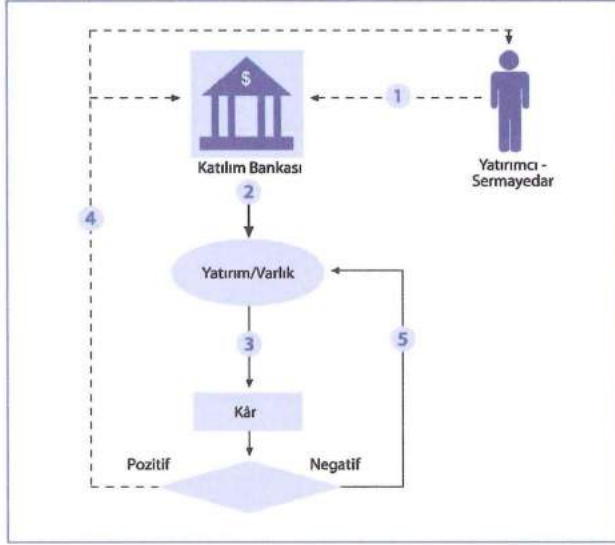
gösterilir. Bu sözleşmede, projenin kârlılığında bağımsız olarak önceden belirlenmiş tutarda kâr garanti edilmesine dair hükümler yer alamaz.

Katılım Bankası ile yatırımcılar ve diğeri ise Katılım Bankası ile girişimciler arasında olmak üzere iki yönlü bir ilişki vardır. Aşağıdaki Şekil'de Katılım Bankası ile yatırımcı arasındaki ilişki yer almaktadır. İlişkideki faaliyet aşamaları şu şekildedir;

- Banka ve yatırımcı mudaraba koşullarını müzakere eder ve ardından yatırımcı elindeki fonu bankaya yatırır.
- Banka, fonu değişik varlıklara ve projelere yatırır. Banka fonun kullanımıyla ilgili faaliyetleri yönetir.
- Fonların yatırıldığı iş/işler kâr veya zararlar (*pozitif/ negatif*) sonuçlanır.
- Kâr (*pozitif sonuç*) olması durumunda; kâr, önceden anlaşılmış oranlar üzerinden banka ve yatırımcı grubu arasında paylaşılır. Zarar (negatif sonuç) olması durumunda; zarar yatırımcı tarafından karşılanır. Bunun sonucu olarak, fonun yatırıldığı varlığın değeri ve yatırımcının ana parası azalmış olur.⁵⁷

⁵⁷ Halil İ. Bulut ve Bünyamin Er, Katılım Bankacılığında İki Yeni Finansal Teknik Önerisi: Mudaraba-Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Mudaraba-Risk Sermayesi Yatırım Fonları, Finansal Yenilik ve Açılımları ile Katılım Bankacılığı, İstanbul, Katılım Bankaları Birliği, 2009, s.26.

Şekil 1.1: Mudaraba Finansmanında Katılım Bankası-Yatırımcı İlişkisi⁵⁸



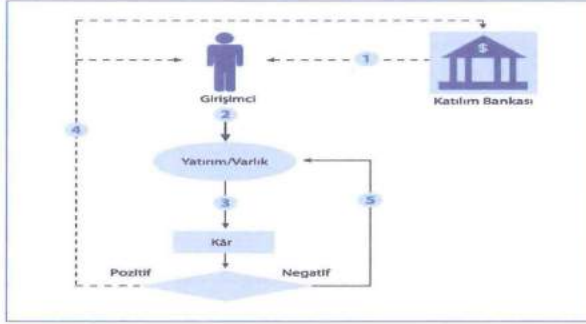
Katılım Bankası ile girişimci arasındaki ilişki ise aşağıdaki Şekil'de görülmektedir. İlişki zincirindeki adımlar aşağıdaki gibidir:

- Banka ve girişimci iş planını müzakere eder ve banka girişimciye finansman sağlar.
- Girişimci girişimi tesis eder ve girişimi yönetir.
- Girişim kâr veya zarar ile (pozitif/ negatif) sonuçlanır.
- Kâr (*pozitif sonuç*) olması durumunda; kâr, önceden anlaşılmış oranlar üzerinden banka ve girişimci grubu arasında paylaşılır. Zarar (*negatif sonuç*) olması durumunda; zarar, banka tarafından karşılanır. Bunun sonucu olarak, bankanın bu yatırımındaki varlıklarının değeri azalmış olur.⁵⁹

⁵⁸ Ayrıntılı bilgi için lütfen bkz., http://www.fidomes.com/islamic-finance/index_FR.asp?rub=17&id=232&relatif=214

⁵⁹ Bulut, a.g.e., s.28.

Şekil 1.2: Mudaraba Finansmanında Katılım Bankası-Girişimci İlişkisi⁶⁰



1.4.2.2. Müşaraka

Sermaye ortaklığı bir işletmenin sermayesine katılma ile başlayan bir ortaklık sürecidir. Burada önemli iki nokta sermaye ve ortaklıktır. Sermayedar bir işletmeye sermaye koymakta, ortak olmakta, kârı ve zararı paylaşmaktadır.⁶¹

Sermaye Ortaklığı finans yöntemi, uygulanmakta ve yürütülmesi şu şekilde yapılmaktadır:

- Katılım Bankası, ortağı durumundaki müşterisi tarafından istenilen sermayenin bir kısmını sağlama sorumluluğunu üzerine almaktadır.⁶²
- Müşteri ise kendi mali imkânları ve projenin özelliğine uygun olarak proje sermayesinin geri kalanını sağlamaktadır.
- Müşteri kendi uzmanlığı nedeniyle istenilen ve alınan mali yardımın idare, denetim ve gözetiminin sorumluluğunu üzerine almaktadır. Bu

⁶⁰ Ayrıntılı bilgi için lütfen bkz., http://www.fidomes.com/islamic-finance/index_FR.asp?rub=17&id=232&relatif=214

⁶¹ Hamdi Döndüren, Ticaret ve İktisat İlmihali, İstanbul, Erkam Yayınları, 1993, s. 243.

⁶² Takan, a.g.e., s.13.

sorumlulukların müşterinin üzerine kalması ona kârdan daha fazla pay alma hakkını kazandırmaktadır. Bu yöntemde net gelirin taraflar (*banka ve ortak-müşteri*) arasında dağıtımı ise, ortaklardan birisi olan müşteri yaptığı iş ve uzmanlığı nedeniyle bir pay almaktadır.

- Gelirin geri kalanı yatırıma mali katkısı bulunan iki ortak arasında, iştirak paylarıyla orantılı olarak dağıtılmaktadır. Zarar olduğunda ise, zarar tarafların ortaklıktaki sermaye paylarıyla orantılı olarak dağıtılmaktadır. Müşteri ilave bir zarara maruz bırakılmamaktadır. Müşaraka yöntemi genellikle sanayinin finansmanında kullanılmaktadır. Teçhizat ve makine sağlanmasında müşaraka yöntemi başarıyla uygulanabilir. Bu yöntem ticaretin finansmanında da kullanılabilir.⁶³

Müşaraka kapsamında yapılan ortaklıklarda, 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 Bankalarınca iştirak edilmesi veya belirli bir yatırımın finansmanı amacıyla oluşturulacak fonlara katılmasıdır. Sermayeye iştirak şeklindeki yatırımlar için düzenlenecek sözleşmelerde, sermayesine iştirak edilen şirketin yönetimi başta olmak üzere tarafların hak ve yükümlülükleri ile sermayenin halka arz edilmesi sürecine ilişkin hükümlere yer verilmesi zorunludur.⁶⁴

1.4.2.3. Murabaha

Bir mala ihtiyacı olup da gerekli finansmanı temin edemeyen müşteri Katılım Bankası'ndan söz konusu malın satın alınmasını istemektedir. Katılım Bankası da bu malı peşin olarak satın aldıktan sonra, belli bir kâr

⁶³ Akgüç, a.g.e, ss.142-143.

⁶⁴ Murat Çizakca, Risk Sermayesi, Özel Finans Kurumları ve Para Vakıfları, İtmi Neşriyat, 1993, s.22.

payını da üzerine ekleyerek müşterinin ödeme gücüne göre vadeli bir şekilde satmaktadır. Burada eklenen kâr payının faize benzediği ileri sürülmektedir. Katılım Bankası açısından bu işlemi geçerli kılan, bankanın malın mülkiyetini belirli bir süre elinde tutup riske açık olmasıdır⁶⁵. Murabahada malın fiyatı, kâr marjı ve nihai satış bedeli açıkça belirtilmektedir. Pratik ve getiri oranı yüksek olan bu yöntem Katılım Bankaları'nın, özellikle faiz ortamı içinde, ortaklık çeşitlerinin uygulama imkanlarının daraldığı zamanlarda kullanılabilir. Katılım Bankaları'nın sık başvurduğu bir yöntemdir.⁶⁶

Murabaha işleminde malın fiziki olarak mevcut olması ve bankanın malı satın aldıktan sonra satması gerekmektedir. Malı satın almak isteyen müşterinin sonradan vaadinden cayması banka için ciddi bir risk doğuracağından bunu önlemek için müşterinin bankaya başvurusunun veya talimatının yazılı olması istenmektedir. Vadeli olarak satılan malın bedelinin tahsili bir defada veya taksitler halinde olabilir. Banka tahsilatı güven altına alabilmek için müşteriden güvence isteyebilir⁶⁷.

Katılım Bankaları murabaha satışlarındaki kâr marjını belirlerken faiz oranlarını göz önünde bulundurmaktadırlar. Ancak ticari bankalarla aynı ortamda faaliyet gösteren Katılım Bankaları'nın, bu karşılaştırmayı yapmaktan kaçınmalarını sağlayacak herhangi bir çözüm mevcut değildir. Herhangi bir Katılım Bankası'nın bilançosu ciddi bir analize tabi tutulursa bankanın yatırımlarının %90'ının murabaha şeklinde olduğu görülebilir. Katılım Bankaları, yatırımcıların tasarruflarına kısa zamanda ulaşmak istediklerinden dolayı, fonlarını uzun dönemli yatırımlara bağlamakta kararsızdırlar. Bu yüzden, birçok murabaha mukaveleleri çok uzun vadeli değildir.⁶⁸

⁶⁵ Kuran, a.g.e., s.150.

⁶⁶ Abdullah Saeed, *Islamic Banking and Interest*, Hollanda, 1996, s.76.

⁶⁷ Akgüç, a.g.e, s.143.

⁶⁸ Saeed, a.g.e., s.51

1.4.2.4. İcara

Mülkiyet mal sahibinde kalmak kaydıyla sözleşmeyle belirlenen belli bir ücret, *kira*, karşılığında kullanıma sahip olmak ve menfaatten yararlanmaktır. Çağımızda ortaya çıkan yeni kiralama uygulamasında ise, çoğunlukla menfaatin kaynağı olan malın mülkiyeti de kiracıya geçmektedir. İslam bankaları bugün *leasing* de denilen kiralama yoluyla da müşterilerine fon kullanırlar. Kiralama usulünün günümüzde gittikçe önem kazandığı bilinmektedir. Kiralama, daha çok orta ve uzun vadeli bir finansman metodudur.⁶⁹

Kiralama, kiraya veren ile kiralayan arasındaki anlaşma üzerine kurulur. Anlaşmada kiranın bedeli ve süresi belirtilmelidir. Kiralanan malın mülkiyeti malın sahibi olan İslam Bankası'nındır. Kiralayan müşteri maldan faydalanır. Buna karşılık bir kira bedeli öder. Kiralama müddeti malın kullanılabilirlik ölçüsüne göre 5-15 yıllık bir dönem olabilir.⁷⁰

Menkul ve gayrimenkul değerlerin finansmanında kullanılabilecek kiralama yöntemi, günümüz ekonomilerinde daha çok modern teknolojiye kolay yollarla sahip olabilmek amacıyla kullanılmaktadır. Mesela İslam Bankası bir gayrimenkulü, bir tezgâhı müşterisine kiraya verebileceği gibi, modern teknolojinin yeni bir ürününü, mesela bir bilgisayarı da müşterisine verebilir. Normal olarak kendi imkânlarıyla bilgisayara sahip olmayan müşteri böylece kolay ve ucuz bir şekilde bilgisayarı elde etmiş olur.

İlk uygulamalarının 1950'lerde İngiltere'de ve ABD'de orta vadeli finansman ihtiyacının karşılanması düşüncesinden doğan *leasing* sistemi, İslam bankacılığının murabahadan sonra en çok ve etkin kullandığı yöntemlerinden biridir ve murabaha gibi tartışmalı alanlardan da birini oluşturmaktadır. İslam fıkıhçıları geleneksel bankacılık yöntemleri olan

⁶⁹ Niyazi Berk, *Finansal Yönetim*, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1999, s.254.

⁷⁰ Clement M. Henry, *The Politics of Islamic Finance*, Edinburgh University, 2004.

mudarabe ve müşareke dışındaki İslam bankacılığı yöntemlerinde uzlaşmış ve tartışmayı sonlandırmış değildir. Özellikle de bu iki geleneksel yöntemin artık İslam bankalarının fonlarını değerlendirilmesinde en az payları alması sıkıntıya neden olmaktadır.⁷¹

İcara, *leasing* uygulamalarına çok benzemekle birlikte, kiraya verilen malın kullanılması şartını öne sürmesi bakımından farklılık arz etmektedir. Ancak ekonomik açıdan faizsiz bankaların icara uygulamalarının, İslam ülkeleri dahil dünyanın dört bir yanında uzun zamandır mevcut olan *leasing* işletmelerinin faizli ve risksiz faaliyetlerinden farklı olmadığı da ileri sürülmektedir.⁷²

Türkiye’de Katılım Bankaları’nın finansal kiralama yetkisi, taşınır ve taşınmaz malların 10/6/1985 tarihli ve 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanunu’nun ilgili hükümleri çerçevesinde, Katılım Bankası tarafından temin edilerek müşteriye kiraya verilmesidir. Uygulamadaki prosedüre göre, müşteri ile kiralama sözleşmesi yapıp noterden tasdik ettirilir. İlgili menkul veya gayrimenkulün kayıtlı bulunduğu sicile şerh verdirilir. Örneğin ticari aracın sözleşmesi trafik siciline, gayrimenkullerin sözleşmesi tapu siciline şerh verdirilir. Kiralama müddeti menkullerde asgari 2 yıl gayrimenkullerde ise 4 yıldır. Kira müddeti sonunda yapılan anlaşmaya bağlı olarak mülkiyet ya kiracıya geçer ya da kiralayanda kalır ve sözleşme sona eder. Ancak bankalarla yapılan sözleşmelerde büyük çoğunlukla kira müddeti sonunda mallar kiracıya yani müşteriye sembolik bir bedel karşılığında devredilir.

1.4.2.5. Karz-ı Hasen

Katılım bankaları belirtilen yöntemlerin dışında kâr amacı gütmeksizin üretim dışı krediler de vermektedirler. Sosyal kredi olarak da nitelenen bu

⁷¹ Ahmet Akgündüz, *Studies in Islamic Economics, (Islamic Banking and Development)*, IUR Yayinevi, 2007, s.14.

⁷² Kuran, a.g.e., s.154.

krediye karz-ı hasen denilmektedir. Bu yöntemde insani yardım ve refah gibi gayelere matuf olarak bir mukavele altında ihtiyaç sahibine faizsiz olarak ödünç vermek şeklindedir. Geri ödemeler iki tarafın anlaştığı bir dönem boyunca yapılmaktadır. Faizsiz banka bu işlem sonunda herhangi bir getiri elde etmemektedir. Bu tür fonlar evlenme, hastalık, çocukların eğitim ve öğretimi ve olağanüstü bazı hallerde verildiği gibi küçük sanayi erbabının projelerini başlatmak için de verilmektedir. Karşılığı ya cari hesaplardan ya da bankanın kendi sermayesinden temin edilen bu fonları kullanan ihtiyaç sahipleri meşru sebeplerle borçlarını ödeyemeyecek duruma düşerlerse söz konusu borç, bankanın sosyal fonundan karşılanmaktadır.⁷³

1.5. Türkiye'de Katılım Bankacılığı

Türkiye'de 16.12.1983 gün ve 83/7506 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile faizsiz finansal ürün ve hizmet sunan Özel Finans Kurumları'nın kurulmasına imkân sağlanmıştır. Daha sonra ise, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı'nın ve T.C. Merkez Bankası'nın tebliğleri ile bu konuda mevzuatın alt yapısı oluşturulmuştur. İsimde yer alan *özel* kelimesi, kurulmuş olan şirketlerin kamusal değil özel olduğunu, *finans* ibaresi ise bu kurumların finansal piyasaların bir aracı kurumu olduğunu ifade etmek için seçilmiştir. O dönemde Özel Finans Kurumlarının kuruluş, faaliyete geçme, faaliyetler ve denetim gibi konularda T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı ve T.C. Merkez Bankası'nın gözetimine tabidir ve diğer ilgili resmi merciler tarafından da denetlenmektedir.⁷⁴

1999 yılında 4389 sayılı Bankalar Kanunu ve 4491 sayılı Kanun ile yapılan değişiklikle Katılım Bankaları, Bankalar Kanunu kapsamına alınmıştır. Bu düzenlemeler ile yukarıda ifade edilen Bakanlar Kurulu Kararı

⁷³ İsmail Özsoy, Türkiye'de Özel Finans Kurumları ve İslam Bankacılığı, İstanbul, Timaş Yayınları, 1987, s.130.

⁷⁴ Ahmet Battal, Bankalarla Karşılaştırmalı Olarak Hukukî Yönden Özel Finans Kurumları, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yay. No: 343, Ankara, 1999, s. 4.

ve buna istinaden çıkarılmış mevzuat yürürlükten kaldırılmıştır. 4491 sayılı Kanun'un 3. Maddesi a ve b fıkralarında, özel finans kurumlarının 7. ve 9. Madde hükümlerine uyum ve tasfiye süreci belirtilmiş ve yeni düzenlemeler yapılıncaya kadar yeni Bankalar Kanunu'na aykırı olmayan yürürlükten kaldırılan hükümlerin uygulanmasına devam edileceği ifade edilmiştir.⁷⁵

Bankalar Kanunu kapsamına giren Özel Finans Kurumları klasik bankacılık yanında Türk malî sisteminin bir tamamlayıcısı başta risk sermayesi benzeri bir uygulama olarak görülmüş, faizden ve klasik olarak sisteme dahil olmuş, 2001 yılında yapılan değişikliklerle Güvence Fonu oluşturulmuş, 2005 yılında kabul edilen 5411 sayılı Bankacılık Kanunu kapsamında bu kurumlar Katılım Bankası ismi ile faaliyetlerini sürdürmeye devam etmişlerdir. Katılım Bankaları Birliği bünyesinde bulunan *Güvence Fonu*'nu da, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) devretti.⁷⁶

Mali sektörün bütününe bir çatı altında toplamayı amaçlayan ve 19.10.2005 tarihinde TBMM'ce kabul edilip 01.11.2005 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren yeni 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ile Özel Finans Kurumlarının adı *Katılım Bankaları* olarak değiştirilmiş ve banka tanımı Katılım Bankalarını da içerecek şekilde düzenlenmiştir. Katılım Bankaları hukuken banka niteliğini haiz olmalarına rağmen, bankaların temel karakteristik özelliği olan faiz vermeyi vaat ederek mevduat toplamak ve faiz karşılığında kredi vermek işlemini yapmamaktadırlar. Nitekim 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 4. maddesinde Katılım Bankaları'nın *mevduat kabulü* faaliyetini gerçekleştiremeyeceği belirtilmiş olup; yine Katılım Bankaları'nın kendine özgü faaliyetleri de açık bir şekilde 5411 sayılı Kanun kapsamında yer almıştır.⁷⁷

⁷⁵ Berke Duvan, 4389 Sayılı Bankalar Kanununda 4672 Sayılı Kanunla Gerçekleştirilen Değişikliklerin Değerlendirilmesi, Bilgi Notu, Devlet Planlama Teşkilatı, 2001, s.8.

⁷⁶ Dünya'da ve Türkiye'de Faizsiz Bankacılık, Türkiye Katılım Bankaları Birliği Dergisi, İstanbul, 2006, s. 24.

⁷⁷ 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Md.3-4.

5411 Sayılı Bankacılık Kanununda Katılım Bankaları, finansal aracılık süreci içinde, TL ve döviz olarak özel cari ve katılma hesabı şeklinde fon toplamakta ve toplanan fonlar, değişik şekiller altında kullandırılmaktadır.

Cari hesaplar vadesiz mevduat hesabına, katılma hesapları ise vadeli mevduat hesabına benzemektedir. Bunlarda anapara ve herhangi bir getiri garantisi bulunmamaktadır. Sadece katılma hesaplarına vade bitiminde hesapta oluşan kârdan pay ödenmektedir. Blokaj ve vergi konularında bankalara benzerlik söz konusudur.

Cari hesaplar toplanan vadesiz fonları, katılma hesapları ise, havuz olarak ifade edilen, değişik vadeli olarak toplanan fonları ifade etmektedir. Katılma hesapları, kâr ve zarara katılma akdi karşılığında toplanan ve bunların kullanılması sonucunda doğacak kâr ve zararlara katılma sonucunu doğuran fonlardır. Toplanan fonlar, nakit kullandırılmadan, üretim desteği sağlanması, leasing, kâr ve zarar ortaklığı yatırımı şeklinde plase edilmektedir.⁷⁸

Katılım Bankaları havale ve transfer işlemleri, döviz alım satımı, kambiyo hizmetleri, seyahat çeki uygulaması, kredi kartı hizmeti, teminat mektubu verilmesi, akreditif işlemleri, çek ve poliçe gibi menkul kıymetlerin keşidesi, tanzimi kabul edilmesi ve üzerine aval edilmesi gibi bir dizi bankacılık ürün ve hizmetleri de sunmaktadır.

Finansal kurumların verimlilik ve etkinliği büyük ölçüde rekabet derecesine bağlı bulunmaktadır. Rekabet derecesi ise, söz konusu sektörün piyasa yapısıyla yakın bir ilişki içindedir.

Katılım Bankalarının çalışma esasları dikkatlice incelendiğinde kendisine özgü prensipleri olan kurumlar olduğu görülür. Bunlardan bir

⁷⁸ Buket Himmetoğlu, 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu Paneli, Bankacılık Dergisi, Sayı 55, Türkiye Bankalar Birliği, 2005 s.54.

tanesi, fon toplamadır. Katılım Bankaları Türk mali sistemine yeni bir tasarruf anlayışı getirmişlerdir. Bu tasarruf anlayışında önceden belirlenmiş sabit getiri yerine kâr-zarar ortaklığına dayalı bir sistem sözkonusudur. Sistemin en büyük özelliği, banka tasarrufçu kesimden, herhangi bir anapara ve kâr garantisi olmadan fon toplayabilmektir. Bu durum göstermektedir ki sistemde fon toplama işlevi güven ve performans esasına dayalı olarak sağlanmaktadır.⁷⁹

Fon toplama yöntemlerini iki başlık altında toplanmaktadır. Bunlardan bir tanesi özel cari hesaplar; ticari bankalardaki vadesiz hesaplarla aynı fonksiyona sahiptir. İkincisi ki sistemin özgünlüğü burada yatıyor- kâr-zarara katılma hesapları olarak belirtilen katılım hesapları.

Cari hesaplar, vadesiz hesaplardır, karşılığında herhangi bir bedel ödenmez, kâr ve zarara iştirak etmezler, Türk lirası ve yabancı para cinsinden açılabilirler, karşılığında çek veya diğer cari hesap hizmetleri tasarrufçu kesime verilir⁸⁰.

Katılım hesapları ise, mevduattan farklı bir hesap türüdür, kurum ile tasarrufçu arasında bir borç-alacak ilişkisi söz konusu değildir, kâr-zarar ortaklığı ilişkisi söz konusudur. Tasarruf sahipleri (*bu kurumlarda hesap açtıran insanlar*), kurumun faaliyetlerine yatırdıkları paralarla ortak olurlar. Bu ortaklığın bir tarafı tasarrufçu, öbür tarafı da bu fonların yöneticisi Katılım Bankaları'dır. Katılım Bankalarının'da anapara ve önceden belirlenmiş sabit bir getiri garantisi söz konusu değildir. Hesap sahibi yatırdığı fonların kurumca işletilmesi sonucunda ortaya çıkan kâr-zarara iştirak eder. Fonların kullanımında sektör ve fon kullanıcılar bazında portföy çeşitlendirmesine gidilir, yani riskler dağıtılır. Bu hesaplarda en kısa vade bir

⁷⁹ Ahmet Battal, Bankalarla Karşılaştırmalı olarak Hukuki Yönden Özel Finans Kurumları, Ankara, Vedat Kitapçılık, 1999, s.16.

⁸⁰ İsmail Özsoy, Özel Finans Kurumları, Asya Finans Kültür Yayınları 1, İstanbul Ekim 1997, s.23.

aydır, üç ay, altı ay, bir yıl gibi vadeler de söz konusudur. Bu hesapların Türk lirası ve yabancı para cinsinden açılması mümkündür.⁸¹

Bankalardaki kredi sistemine tekabül eden fon kullandırma faaliyetlerinde, nakdi kredi yerine aynı kredilendirme yapılmaktadır. Bankalardaki nakdi kredilendirme yerine aynı kredilendirme Katılım Bankaları'nı, Ticari Bankalar'dan ayrı kılmaktadır.

Katılım Bankaları hem sayı olarak hem de ölçek olarak oldukça sınırlı düzeyde bulunmaktadır. Sektörde sunulan ürünler büyük ölçüde homojendir ve şeffaflık finans sektöründe istenen özellikleri taşımaktadır. Sektöre giriş çıkış kamu otoritesinin iznine bağlı bulunmaktadır. Sektörde önemli ölçüde yoğunlaşma bulunmaktadır ve belirgin bir uzmanlaşma trendi söz konusu değildir. Sektörde sermaye yapısı olarak farklı kurumlar bulunmaktadır.⁸²

1.5.1. Bankacılık Kanununda Katılım Bankaları İle İlgili Özel Hükümler

Bankacılık Kanunu'nda katılım bankaları ile ilgili birtakım özel hükümler yer almaktadır.

- **Faaliyet Konuları**

5411 Sayılı Bankacılık Kanununun 4. maddesi bankaların faaliyet konuları 20 madde halinde sıralanmış ve Katılım Bankaları'nın bu konulardan sadece mevduat toplama faaliyetinde bulunamayacakları belirtilmiştir. Mevduat bankalarının da buna paralel olarak katılım fonu

⁸¹ Adnan Büyükdenez, Faizsiz Finans Kurumlarının Mali Sistem İçindeki Yeri ve Çalışma Prensipleri, Türkiye'de Özel Finans Kurumları Teori ve Uygulama, İstanbul, Albaraka Türk Yayınları, 2000 s.25.

⁸² Nazım Ekren, Değişen Çevre Koşulları ve Özel Finans Kurumları, Türkiye'de Özel Finans Kurumları Teori ve Uygulama, Albaraka Türk Yayınları, İstanbul, 2000, s. 43.

kabulü ve finansal kiralama işlemlerini yapamayacakları hüküm altına alınmıştır.⁸³

• Sermaye Yeterliliği

Bu Kanunun uygulanmasında maruz kalınan riskler nedeniyle oluşabilecek zararlara karşı yeterli özkaynak bulundurulması sermaye yeterliliğini ifade eder. Bankalar, Kurum tarafından düzenlenecek yönetmelikte öngörülen usûl ve esaslara göre yüzde sekiz oranından az olmamak üzere belirlenecek sermaye yeterliliği oranını hesaplamak, tutturmak, idame ettirmek ve raporlamak zorundadır.⁸⁴

Bankaların iç sistemleri, aktif ve malî yapıları dikkate alınarak asgarî sermaye yeterliliği oranını artırmaya, bankalar bazında farklılaştırmaya, kaynağı katılma hesabı olan aktiflerin risk ağırlıklarının belirlenmesinde bu hesapların özelliklerini dikkate almak suretiyle düzenleme yapmaya Kurul yetkilidir.

Kâr ve zarara katılma prensibinin bir gereği olarak zarar edilmesi halinde bu zararın 10/90 oranında banka ve hesap sahibi arasında paylaşılması söz konusudur. Bu özelliği nedeniyle kaynağı katılma hesabı olan aktiflerin risk ağırlıklarının belirlenmesinde, bu hesapların özelliklerinin yani bankanın zarar durumunda bu zararın ancak %10'dan sorumlu olması durumunun dikkate alınması normaldir. Hâlihazırda kaynağı katılma hesabı olan aktiflerin yani kredilerin risk ağırlıklarının %70'i dikkate alınmaktadır.

⁸³ 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Md.4.

⁸⁴ 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Md.45.

- **Krediler**

Maddenin 1. fıkrasında kredi sayılan işlemler açıklanmış, 2. fıkrasında ise birinci fıkraya ilave olarak, *Katılım Bankaları'nın taşınır ve taşınmaz mal ve hizmet bedellerinin ödenmesi suretiyle veya kâr ve zarar ortaklığı yatırımları, taşınmaz, ekipman veya emtia temini veya finansal kiralama, mal karşılığı vesaiğin finansmanı, ortak yatırımlar veya benzer yöntemlerle sağladıkları finansmanlar da bu Kanun uygulamasında finansman sayılır* ibaresi eklenmiştir. Böylece sadece Katılım Bankaları'na has finansman usullerinin kredi kapsamına alınmaları sağlanmıştır.⁸⁵

- **Gayrimenkul ve Emtia Üzerine İşlemler**

Bankaların gayrimenkullerinin nctı defter değerleri toplamı öz kaynaklarının yüzde ellisini aşamaz. Bankalar, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında gayrimenkul ve emtiayı esas alan sözleşmeler ile Kurulca uygun görülecek kıymetli madenlerin alım ve satımı hariç olmak üzere ticaret amacıyla gayrimenkul ve emtianın alım ve satımı ile uğraşamaz, ipotek konut finansmanı kuruluşu ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları hariç olmak üzere ana faaliyet konusu gayrimenkul olan ortaklıklara katılamazlar.⁸⁶

Bütün bankalar için menkul ve gayrimenkul ticaret yasağı getirildikten sonra Katılım Bankaları için müteakip fıkrada aşağıdaki hüküm getirilmiştir.

Katılım Bankaları tarafından gayrimenkul, ekipman veya emtia temini veya finansal kiralama, kâr ve zarar ortaklığı, ortak yatırımlar yoluyla finansman sağlanması ve benzeri faaliyetler nedeniyle üstlenilen yükümlülüklerden dolayı gayrimenkul ve emtia üzerine yapılan işlemler, bu madde ile yasaklanan ve sınırlanan faaliyet kapsamında değerlendirilmez.

⁸⁵ 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Md. 48.

⁸⁶ 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Md. 57.

Bu fıkra ile bankaların müşterilere devretmek üzere satın aldıkları (*vekaleten de olsa*) menkul ve gayrimenkulleri ticaret amacıyla değil finansman modelinin bir gereği olarak almaları ve bilahare onlara satmaları nedeniyle, genel hükme aykırılık teşkil etmemesi için böyle bir hüküm getirilmiştir.⁸⁷

- **Faiz Oranları ve Diğer Menfaatler**

Bakanlar Kurulu, bankaların ödünç para verme işlemleri ve mevduat kabulünde uygulanacak azamî faiz oranlarını, katılma hesaplarında kâr ve zarara katılma oranlarını, özel cari hesaplar dâhil bu maddede belirtilen işlemlerde sağlanacak diğer menfaatlerin nitelikleri ile azamî miktar ya da oranlarını tespit etmeye, bunları kısmen veya tamamen serbest bırakmaya yetkilidir. Bakanlar Kurulu, bu yetkilerini Merkez Bankasına devredebilir.⁸⁸

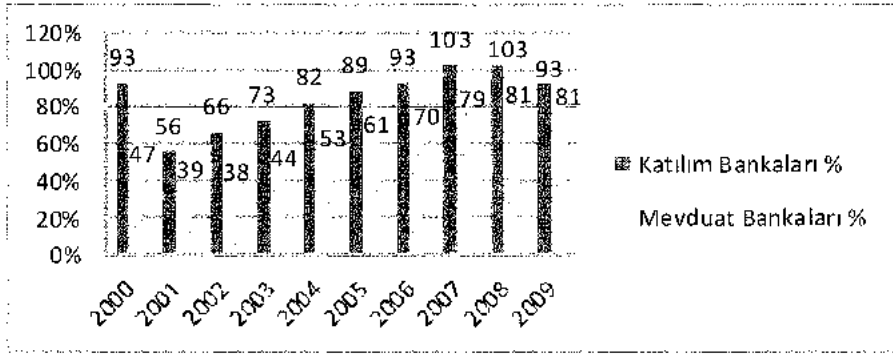
1.5.2. Katılım Bankalarının Finansal Sistem İçinde Rekabet Durumu

Bankacılık ürün ve hizmetlerinden gelir sağlanabilmesi, yüksek işlem hacmine ve bu işlemlerin etkin bir şekilde yapılmasına bağlıdır. Öte yandan bu alanda yoğun teknoloji az insan kaynağı kullanılmak zorundadır. Bir diğer husus ise, kapsamlı ve merkezi finansal ve ekonomik bilgi ve veri bankasına sahip olunmadığında bu tür işlemlerin risk ve maliyeti hızlı bir şekilde artmaktadır.

⁸⁷ 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Md. 57.

⁸⁸ 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Md. 144.

Şekil 1.3: Katılım Bankaları ve Mevduat Bankaları Karşılaştırması (Kredi/Mevduat)



Kaynak: Türkiye Katılım Bankalar Birliği (TKBB), 2010.

Katılım Bankacılığı'nın değerlendirilmesi aşamasında, alternatif bir sistem olması, mevcut sistemi tamamlayıcı özelliği, ekonomiye ve özellikle reel kesime olan katkısı, finansal sisteme getirdiği çeşitlilik, derinlik, güvenilirlik ve bu kurumların etkinliği kapsamında farklı değerlendirmeler yapılabilir. Ülkemiz şartlarında bu hususların değerlendirilmesi ile diğer ülke uygulamaları ve değerlendirmeler arasında da farklılıklar oluşabilir.⁸⁹

Öte yandan, ülkemiz bankacılık sektörü bu değerlendirmeleri devlet-özel, yabancı-yerli, katılım-klasik, küçük-büyük şeklinde farklı banka tasniflerine göre yapılabilecek heterojen bir bankacılık piyasasına sahiptir.

Katılım Bankacılığı ve klasik bankacılığın uygulamalarına bakıldığında genelde üç tür bulunduğu görülmektedir. Bu farklı durumlara göre uygulamalar, etkileşim ve sorunlar da değişiklik gösterebilmektedir. Klasik sisteme Katılım Bankacılığı'nın entegre olmasına ilişkin özel sorunlar daha çok batılı ülkelerde yaşanmaktadır. Sorunların temelinde ise Katılım Bankacılığı sisteminin hem denetim otoriteleri hem de finans pratisyenleri

⁸⁹ Ali Polat, a.g.e, s.108.

tarafından tam anlaşılabilmesi yatmaktadır. Konvansiyonel bankacılık içindeki payı arttıkça sistemik olarak önemi daha fazla olacak olan bu yeni türün klasik batı sistemine adaptasyonu yönünde çalışmalar da yapılmaktadır.⁹⁰

Katılım Bankacılığı dünyada hem derinleşmekte hem de genişlemektedir. Bu kurumlar arasında ticari bankalar, yatırım ve offshore bankaları, sigorta şirketleri ve güven fonları yer almaktadır. Bu faizsiz finansal hizmet sektörü, ticaretin, endüstrinin, tarımın, altyapı projelerinin, inşaat vb. alanlarının finansmanının yapıldığı bir alan haline gelmiştir.

Birçok klasik bankanın İslami bir *pencere* açması veya bu Katılım Bankacılığı enstrümanlarının avantajlarını kullanabileceği ayrı şubeler açmaları Katılım Bankacılığı'nın karlılığının göstergesidir.

Şekil 1.4: Katılım Bankalarının Bankacılık Sektöründeki Toplam Fon Payı



Kaynak: Türkiye Katılım Bankalar Birliği (TKKB), 2010.

⁹⁰ Mehmet S. Kumaş, Faizsiz Bir Finans Yöntemi Olarak Venture Capital Sistemi ve İslam Bankacılığı İle Mukayesesi, Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi, Cilt; 16, Sayı; 1, 2007, s.289.

Katılım Bankacılığı ülkemizde 1985 yılında faaliyete başlamış olmakla birlikte Türk bankacılık sektörü içindeki etkinlik analizinin yapıldığı önemli bir çalışma tespit edilememiştir. Aslında sektörün hızlı büyümesine rağmen bu sektöre ilişkin ampirik çalışmalar genelde eksik kalmıştır. Yapılan bazı çalışmalarda, bu bankaların klasik bankaların yatırım enstrümanlarını taklit ettikleri ifade edilirken, bazı çalışmalar ise bu bankaların operasyonlarında bir etkinsizlik olmadığı sonucuna varmıştır.⁹¹

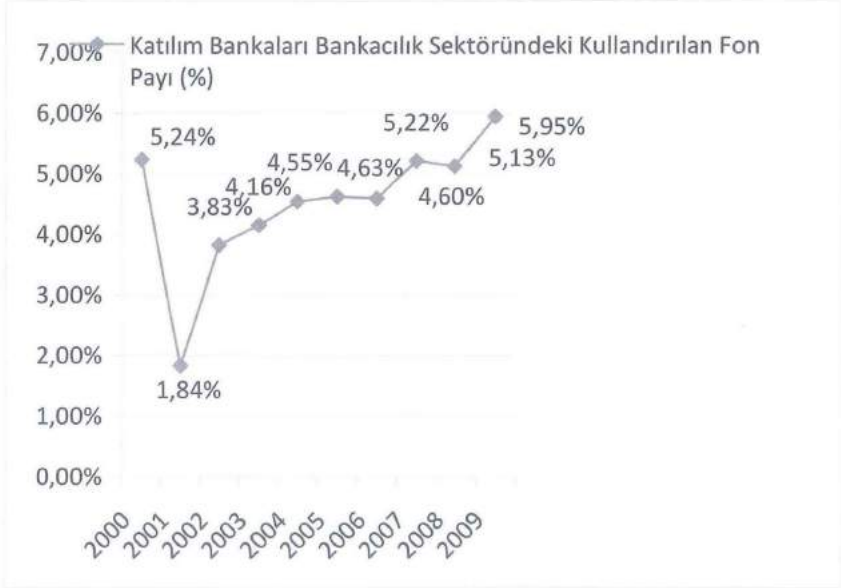
Katılım Bankaları'nın genel anlamda klasik Türk bankaları ile aynı teknolojiyi kullandığı, işe alma uygulamaları ve kredi işlemlerinde ise görece olarak daha etkindirler. Ayrıca kredi teminindeki operasyonları diğer klasik Türk bankaları ile aynı şekildedir. Bunun bir sonucu olarak Katılım Bankaları'nın klasik bankacılık kesiminden müşteri çekebileceği söylenebilir. Katılım Bankaları'nın toplam bankacılık etkinliğini azaltacak herhangi bir husus bulunmamaktadır. Hatta finansal aracılığı arttırmakta ve klasik bankalarla çalışmak istemeyenlere bir alternatif olmaya da imkân tamması itibarıyla pozitif bir rol üstlenmektedir. Kısacası, çıkan sonuç bu sektörün güçlü büyümesi ve sağlamlığıdır. Katılım Bankaları'nın sektörü içindeki yeri özet olarak aşağıdaki Tablo ve Şekil'de verilmiştir.

Klasik bankalar, test edilmiş ve denenmiş bankacılık ürünlerini müşterilerine sağlarken bir yandan da yine mevcut imkânları ile faizsiz ürünlerin pazarlamasını da yapmaktadırlar. Bu nedenle Katılım Bankacılığı'nın klasik bankaların kullandığı inovasyon ve pazarlama yöntemleri ile kendi prensiplerine uygun enstrümanları oluşturmalarına/araştırmalarına ihtiyaç bulunmaktadır.⁹²

⁹¹ Çizakca, a.g.e., s.27.

⁹² Şabahaddin Zaim, İslâm, İnsan ve Ekonomi, İstanbul, Yeni Asya Yayınları, 1995, s. 277.

Şekil 1.5: Katılım Bankalarının Bankacılık Sektöründeki Kullandırılan Fon Payı



Kaynak: Türkiye Katılım Bankalar Birliği (TKBB), 2010.

Sonuç olarak, Katılım Bankacılığı'nın klasik bankalara benzeyen ürünler üretmeleri ve aynı zamanda klasik bankaların Katılım Bankacılığına ait ürünleri sunmaları uygulamada görülmektedir.

1.5.2.1. Aktif Kalitesinin İyileştirilmesi

Kredi kısır döngüsü, aşırı kredilendirme sonrası geri dönüşlerin artmasının bankacılık krizi oluşturduğunu ima etmektedir. Ayrıca, finansal

aktiflerin miktarı ile bu aktiflerin kalitesi arasındaki ters yönlü ilişki, finans literatüründe *finansal dikotomi* olarak ele alınmaktadır.⁹³

Kâr ile bilanço büyüklüğü arasında karşılıklı ilişki bulunmaktadır. Rekabetin artmasıyla kâr marjları düşmekte ve kurumlar bilanço büyüklüğünü artırarak tepkide bulunduğu sonuça aktif kalitesi bozulmaktadır. Bu nedenle kredilendirme sürecinde bu tuzaklardan kurtulabilmek için, teminatlar kadar nakit akımlarına, kaliteli kredi sözleşmesine ve dokümantasyonuna ve kredinin etkin bir şekilde izlenmesine özel önem verilmelidir.

1.5.2.2. Sermayenin Optimizasyonu

Yasal otoriteler bankacılık faaliyetlerini kamusal fonlarla risk üstlenme olarak gördüğünden, önemli sorun olarak yetersiz sermaye üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Yönetim sürecinde defter değerini yansıtan muhasebe sermayesi, piyasa değerini yansıtan hissedar sermayesi ve yasal sermaye farklı fonksiyonları olan önemli kavramlardır. Bu sermaye türleri karşılıklı ilişki içindedir. Gecikmiş alacak karşılıkları, bunların realizasyonu, vergi ve aktiflerin değerlendirilişi sermaye optimizasyonu etkilemektedir. Bilanço büyüklüğünü etkilediğinden ve aktif seçimini önemli hale getirdiğinden, yasal sermaye performansı belirleyen kilit bir değişkendir⁹⁴.

⁹³ Nagaoka Shinsuke, Beyond the Theoretical Dichotomy in Islamic Finance: Analytical Reflections on *Murāba'ah* Contracts and Islamic Debt Securities, Kyoto Bulletin of Islamic Area Studies, Sayı:1, Kyoto, 2007, s.84.

⁹⁴ Salim Koç, İslâm Ülkelerinin Dünya Ticaretindeki Yeri, Çerçeve Dergisi, 2008 Ekim, 102-105, s.123.

Şekil 1.6: Katılım Bankalarının Bankacılık Sektöründeki Aktif Payı

Kaynak: Türkiye Katılım Bankalar Birliği (TKBB), 2010.

Yasal sermayenin optimizasyonunda iki önemli husus bulunmaktadır. Aktif seçimi veya farklılaştırması ile aktiflerin devir hızı. Öte yandan, aktiflerin yasal otoritelerin bakış açısı ile tanımlama ve bunu sağlamaya yönelik metodlar, aktif maksimizasyonu açısından özel önem taşımaktadır.⁹⁵

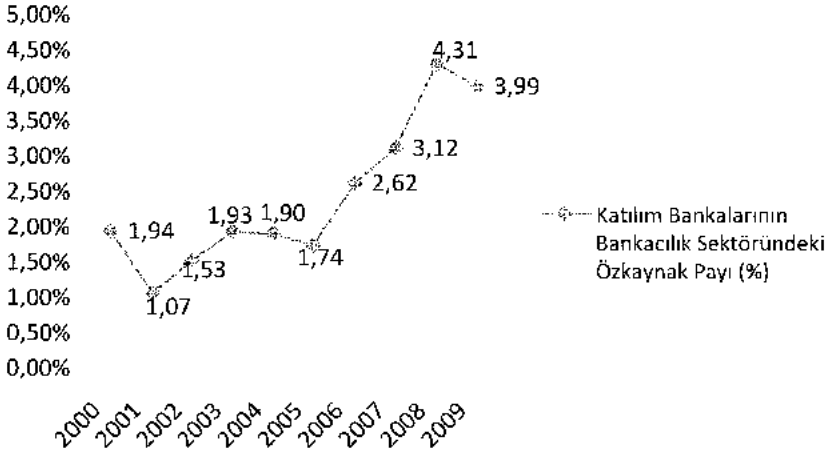
Finansal hizmet ve ürünlerin etkin ve verimli bir şekilde pazarlanması ve satışı *deregulation*, rekabet ve kâr marjlarının daralmasıyla birlikte bankalar satış organizasyonları haline dönerken, bankacılarda satıcı kimliği ön plana çıkmaya başlamıştır. Bununla beraber satış ve pazarlama oldukça farklı iki konuyla ilgilidir. Satış, ürün ve hizmetleri satın alacak müşteri ile ilgilenmeyi ifade ederken, pazarlama müşterinin satın alacağı ürünle

⁹⁵ Mehmet Aksaraylı, Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği, Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt 24, Sayı: 1, 2009, s.109.

İlgilenmeyi ön planda tutmaktadır. İkinci kurum içi Ar-Ge ağırlıklı bir faaliyeti ifade ederken birincisi kurum dışı faaliyeti ön plana çıkarmaktadır.⁹⁶

Ekonomik faaliyetlerin piyasa odaklı olmaktan ürün odaklı olmaya yönelik değişimi, üretilen ürünleri satma yerine satılabilir ürünler üretme anlayışının gelişmesine yol açmaktadır. Bu nedenle, piyasa ile ilgili detaylı bilgiye sahip olmak büyük önem taşımaktadır. Elde edilen bu bilgiler ışığında hangi tür pazarlama ve satışa ağırlık verileceği kararlaştırılmaktadır. Bunlar arasında, çapraz pazarlama, yaygın pazarlama, hedef pazarlama, elektronik pazarlama ve eklektik pazarlama en yaygın kullanılanlarıdır.

Şekil 1.7: Katılım Bankalarının Bankacılık Sektöründeki Özkaynak Payı



Kaynak: Türkiye Katılım Bankalar Birliği (TKBB), 2010.

⁹⁶ Turan Yay, Finansal Krizler, Finansal Regülasyon ve Türkiye, İstanbul Üniversitesi, Siyasal Bilimler Fak. Dergisi, Sayı; 30, 2004 Mart, s.6.

1.5.2.3. Finansal Risklerin Yönetimi

Kurumun iş ve faaliyet sürecinin tümünde söz konusu olan riski veya riskleri; (1) tanımlamak, (2) ölçmek, (3) bir risk türünün diğerleri ile ilişkisini belirlemek, (4) etkileyen faktörleri ortaya koymak ve tahminde bulunmak, (5) risk doğuran süreç ve olayları belirlemek, (6) işlem ve faaliyetleri riski asgari düzeye indirmek finansal risklerin yönetimi olarak değerlendirilmektedir.⁹⁷ Risk yönetimi, riskleri elemine etmek ve onlardan sakınmaktan farklı bir içerik taşımaktadır. Riskleri elemine etmenin yolu, işten vazgeçmek hariç, bulunmamaktadır. Risk yönetim süreci üç temel bileşeni içermektedir.

Tablo1.1: Temel Katılım Bankacılığı Sektörü Verileri⁹⁸

Temel Katılım Bankacılığı Sektörü Verileri	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
1 Katılım Bankaları Bilanço (Aktif) Toplamı (MİO TL)	33.628	25.769	19.435	13.730	9.945	7.299	5.113	3.962	2.365
2 Aktif Toplamı / Bankacılık Sektörü Aktif Toplamı (%)	4,0%	3,5%	3,3%	2,7%	2,4%	2,4%	2,0%	1,9%	
3 Aktif Toplamı / GSYH (%)	3,5%	2,7%	2,3%	1,8%	1,5%	1,3%	1,1%	1,1%	1,0%
4 Toplanan Fonlar (MİO TL)	26.842	19.210	14.943	11.237	8.369	5.992	4.111	3.206	1.917
5 Toplanan Fonlar / Bankacılık Sektörü Toplam Mevduatı (%)	5,1%	4,2%	4,2%	3,7%	3,3%	3,0%	2,7%	2,2%	
6 Toplanan Fonlar / GSYH (%)	2,8%	2,0%	1,8%	1,5%	1,3%	1,1%	0,9%	0,9%	0,8%
7 Kullandırılan Fonlar (MİO TL)	24.911	19.734	15.333	10.493	7.408	4.895	3.001	2.101	1.072
8 Kullandırılan Fonlar / Bankacılık Sektörü Toplam Kredileri (%)	5,0%	5,0%	5,3%	4,8%	4,7%	4,6%	4,0%	3,5%	
9 Kullandırılan Fonlar / GSYH (%)	2,0%	2,1%	1,8%	1,4%	1,1%	0,9%	0,7%	0,6%	0,4%
10 Kullandırılan Fonlar / Toplanan Fonlar (%)	93%	103%	103%	93%	89%	82%	73%	66%	56%
11 Özkaynaklar (MİO TL)	4.420	3.729	2.364	1.560	951	892	670	400	203
12 Özkaynaklar / Bankacılık Sektörü Özkaynak Toplamı (MİO YTL)	4,0%	4,3%	3,1%	2,6%	1,7%	1,9%	1,9%	1,6%	
13 Özkaynaklar / GSYH (%)	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
14 Sermaye Yeterlilik Oranı (%)	15,3%	15,4%	16,1%	16,5%	12,5%				
15 Özkaynak Karlılığı (%)	19,0%	25,2%	30,7%	30,8%	36,9%				
16 Kullandırılan Fonların Toplam Varlıklara Oranı (%)	74,1%	76,6%	78,9%	76,4%	74,5%	67,1%	58,7%	53,0%	45,3%
17 Takipteki Alacaklar (Brüt) / Kullandırılan Fonlar (%)	4,7%	5,7%	3,4%	3,5%	4,2%				
18 Banka Sayısı / Bankacılık Sektörü Banka Sayısı (%)	8,2	8,2	8,0	8,0	9,8	10,4	10,0	9,3	
19 Şube Sayısı / Bankacılık Sektörü Şube Sayısı (%)	5,8	5,7	5,2	4,9	4,4	4,2	3,1	2,4	
20 Personel Sayısı / Bankacılık Sektörü Personel Sayısı (%)	6,4	6,0	5,5	4,7	4,1	3,8	2,8	2,0	

***2009 yılı rakamlarına ait açıklamalar satır devamında belirtilmiştir.

Kaynak: TKBB, BDD, TÜİK, TCMB, Hazine, DTM ve IMF, 2010

⁹⁷ Tülay Yücel ve Pınar Evrim Mandacı, İşletmelerin Finansal Risk Yönetimi ve Türev Ürün Kullanımı: İMKB 100 Endeksinde Yer Alan İşletmelerde Bir Uygulama, Sayı 36, Ekim 2007, s.127.

⁹⁸ Veriler, adı geçen kaynakların periyodik olarak internet sayfalarında yayınlanan ve matbu istatistik, rapor ve bültenlerinden derlenerek hazırlanmıştır.

2. Menkul Kıymetleştirme (Sekuritizasyon) Ve Katılım Bankacılığı İsteminde Gelişimi

2.1. Yapılandırılmış Finansal Araçlar

Structured Finance olarak adlandırılan yapılandırılmış finans, varlıkların bir havuzda toplanması ve bu havuzda toplanan varlıklarca desteklenen menkul kıymetlerin yatırımcılara satılması olarak karşımıza çıkmaktadır. Yapılandırılmış finans araçlarının üç temel ortak özellik içerdiği görülmüştür. Bunlar; (1) varlıkların bir havuzda toplanması (*nakit esaslı veya sentetik varlıklar kanalıyla*), (2) havuzda toplanan varlıklara karşılık kredi kullandıran kuruluşun yükümlülüklerini yerine getirmesi, (3) havuzdaki varlıkların kredi riskinin, aracı ihraç edenin kredi riskinden ayrıştırılması şeklinde tanımlanabilir.⁹⁹

Yapılandırılmış finansın temeli sermaye piyasası temelli risk transferidir. Yapılandırılmış finansal ürün ihraç edenler, kendi bilançolarında yer alan riskleri başka kurumlara devretmek amacı gütmektedirler. Satın alanlar açısından ise daha yüksek risk ve buna bağlı yüksek kazanç cazip gelmektedir.¹⁰⁰

Yapılandırılmış finansal ürünler, geleneksel bilanço içi varlıklar ile finansal yapıyı yeniden düzenleme, kârlı ama riskli faaliyetlerin hedge yapılmasına (*korunma*) olanak sağlama, sermaye maliyetini düşürme veya likidasyon üzerindeki maliyetleri azaltma çabasında olan tüm özel ve kamusal finansal anlaşmaları kapsamaktadır.¹⁰¹

⁹⁹ Ramesh Narayanaswamy, An Odyssey in Structured Finance, http://www.crisil.com/crisil-young-thought-leader-2006/dissertations/Ramesh-Narayanaswamy_Dissertation.pdf, Bangalore, 2007, s.5.

¹⁰⁰ Andreas Jobst, What is Structured Finance, Alıntı, http://www.securitization.net/pdf/Publications/StructuredFinance_20Oct05.pdf, 2005, s.2.

¹⁰¹ Jobst, a.g.e, s.2.

Bu çerçevede değerlendirildiğinde; yapılandırılmış finans, bir varlığın sahibinin fonlama, likidite, risk transferi veya bir başka ihtiyacını rafta satılmaya hazır bekleyen ürünlerden hiç birisiyle karşılayamaması durumunda başvurduğu tekniklere verilen isimdir. Bundan ötürü ihtiyaçlarını karşılamak için mevcut araçlar ve teknikler ihtiyaca uygun biçimde yapılandırılır; dolayısıyla yapılandırılmış finans esnek finansal mühendislik aracıdır.¹⁰²

Yapılandırılmış finans araçların içerdikleri genel özellikler, aşağıda sıralanmaktadır.¹⁰³

- Belirli bir muhasebe, düzenleme veya vergi amacı için gerçek veya sentetik varlık/ risk aktarımı içeren komplike işlem,
- Kendine özgü bir işlem ile ilişkili olduğu fonları koruma altına alma,
- Varlığa dayalı veya bir endeks veya referansa dayalı ihraç,
- Faiz oranı ve kredi türevlerinin kombinasyonu,
- Bankalar, diğer finansal kurumlar veya şirketler tarafından uygun görülen bir sermaye, vergi veya muhasebe işleminin fonlanabilmesi amacı,
- Bankalar ve diğer şirketler arasındaki araçların ortadan kaldırılması.

Yukarıdaki tanım çerçevesinde yapılandırılmış finans, ihraççılara bireysel yatırımcıların risk talebine uygun oranda kazanç sağlamasına olanak veren vade yapısı, menkul kıymetlerin yeniden yapılanlandırılması ve finansal varlık çeşitlendirmede büyük esneklik sunmaktadır.

Yukarıda belirtilen tanımlar ve özellikler çerçevesinde yapılandırılmış finansal araçlar; getirisi faiz oranları, hisse senedi, hisse senedi endeksi, kıymetli maden, kıymetli madene dayalı endeks, ticari mal veya ticari mal

¹⁰² Frank Fabbozi, Henry Davis and Moorad Choudhry, Introduction to Structured Finance, John Wiley & Sons, New Jersey, 2006, s.1.

¹⁰³ a.g.e., s.2.

endeksi gibi finansal varlıkların fiyatlarına veya bir kredi alacağına bağlı, belli oranda anapara koruması ihtiva edebilen sermaye piyasası araçlarıdır.

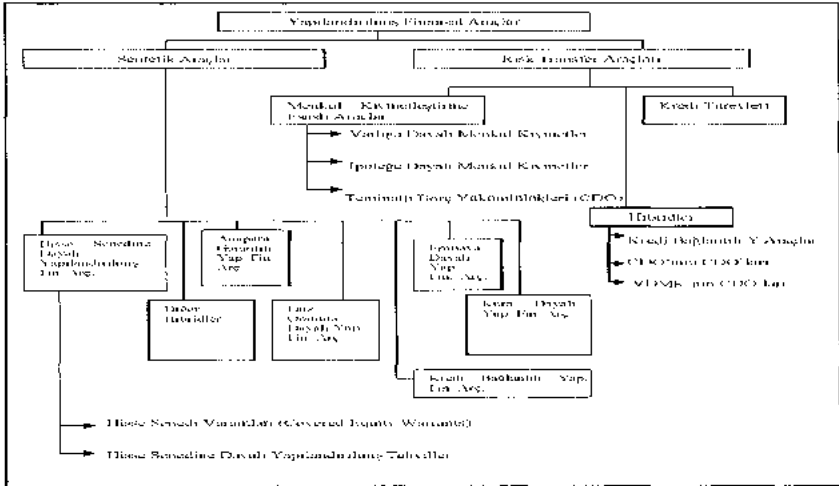
Yapılandırılmış finansal araçlar, finansal kurumlar tarafından değişik ürünlere veya koşullara dayalı olarak getiri ya da koruma seçeneklerinin farklılaştırılması sonucu oluşturulan, doğası gereği geliştirilmesinde ve farklılaştırılmasında herhangi bir sınırın bulunmadığı düşünülen ürünlerdir. Sigorta bağlantılı yapılandırılmış araçlar (*felaket tahvilleri, şarta bağlı borçlar, şarta bağlı menkul kıymetler*), sentetik kısa/uzun pozisyon swap ve opsiyonlar, çoklu swap/opsiyon bağlantıları, garantili yatırım fonları, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller, hisse senedi varantlı tahviller, call opsiyonlu tahviller, put opsiyonlu tahviller, ayrıştırılmış tahviller gibi araçlar da yapılandırılmış finansal araç grubunun içerisinde yer alabilir.¹⁰⁴

Yapılandırılmış finansal ürünlerdeki bu çeşitlilik aşağıdaki Şekil'de gösterilmiştir.¹⁰⁵

¹⁰⁴ Yener Çoşkun, Yapılandırılmış Finans ve Küresel Finansal Kriz, Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, Cilt: 47, Sayı: 545, 2010 s.71.

¹⁰⁵ Jobst, a.g.e.,s.5.

Şekil 2.1: Yapılandırılmış Finansal Araçlar



Kaynak: Frank Fabozzi, Henry Davis and Moorad Choudhry, 2006.

2.2. Genel Olarak Menkul Kıymetleştirme

Genel olarak menkul kıymetleştirme, işletmelerin bilançosunda bulunan ve likiditesi düşük olan aktiflerin, likiditesi yüksek menkul kıymetlere dönüştürülmesidir. Son yirmi yıl içinde mali piyasalarda yaşanan en önemli gelişme menkul kıymetleştirme olmuştur.¹⁰⁶ Menkul kıymetleştirme ABD’de kullanılan *securitization* ifadesinin karşılığıdır. İlk olarak 1970’lerde ABD’de ortaya çıkan menkul kıymetleştirme işleminin ilk uygulamaları ipotğe dayalı alacakların menkul kıymetleştirilmesi olmuştur. Ancak bir süre sonra ipotğe dayalı olmayan, kredi kartı alacakları, tüketici kredileri, otomobil kredileri ve öğrenci kredileri gibi alacaklar karşılığında menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmiştir.¹⁰⁷

¹⁰⁶ Değer Alper, *Menkul Kıymetleştirme*, İlker Parasız, Ali Ceylan ve Ufuk Başoğlu (Ed.), Finans: Teori Kuram Uygulama, Bursa, Ekin Kitabevi, 2001, s.449.

¹⁰⁷ Halil Doğru, *Menkul Kıymetleştirme’nin Temel ve Hukuki Esasları; Yurt Dışı ve Türkiye Uygulamasının Karşılaştırılması*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2002, s.1.

Menkul kıymetleştirme, bir işletmenin bilançosunda yer alan likit olmayan alacakların benzer nitelikte olanlarının bir araya toplanarak, kendisinin ya da bu amaç doğrultusunda kurulmuş olan bir kurumun vasıtası ile sermaye piyasalarına bu alacak havuzuna dayalı menkul kıymet ihraç etmesi ve ödemelerin bu havuzdaki alacakların geri ödemeleri ile finanse edilmesidir. Bu yöntemle firmalar, aktiflerinde yer alan ve likit olmayan varlıklarından gelecekte elde edecekleri ekonomik faydalar karşılığında yatırımcılardan fon temin edebilme imkanına kavuşmaktadırlar.¹⁰⁸

Başta ABD olmak üzere, ipotekli konut finansman sisteminin ve menkul kıymetleştirmenin gelişmiş olduğu ülkelerde, türev ürün kullanımının artmasının en temel sebebi yatırımcıların risk iştahının artmasıdır. Artan risk iştahına bağlı olarak, ipotekli menkul kıymetlerin türevleri olan birçok yapılandırılmış ürün çıkarılmıştır. Bu ürünler, sunulan kaldıraç etkisiyle yüksek kârlar elde etme imkânı sunmaktadır. Bankacılık sektörü de finansal piyasalarda ürün yelpazesinin genişlemesi ile birlikte türev sözleşmelerinde taraf olmuştur.¹⁰⁹

Dünyada ticari bankacılık sektöründe türev işlem hacmi, 2000 yılında 40,7 trilyon dolar iken 2007 yılı sonu itibarıyla 4 kattan fazla artarak 166,1 trilyon dolara ulaşmış, türev ürün kullanımı artmıştır. 2004, 2005 ve 2006 yıllarında artış ivme kazanmıştır. Türev ürünler içinde en dikkat çeken grup kredi türevleridir. 2000 yılında sadece %0,9 paya sahip olan kredi türevlerinin toplam içindeki payı 2007 yılında %9,5'e yükselmiştir. 2008 yılının ilk çeyreğinde de türev ürünlerdeki gelişim 2007 yılına paraleldir. 2007 yılında meydana gelen dalgalanmaya bağlı olarak bu ürünlerde ciddi

¹⁰⁸ Ali Hepşen, Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması, İstanbul Ticaret Odası Yayını, İstanbul, 2005, s.17.

¹⁰⁹ Nurhan Aydın, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi, 2004, s.34.

zararlar yaşanmış, bu zararlar bankacılık sektörünün gelir tablosu ve bilançolarına yansımıştır.¹¹⁰

2.3. Menkul Kıymetleştirmeye Yönelik Tanımlama Çabaları

Menkul Kıymetleştirme'nin kavram olarak henüz genel kabul görmüş bir tanımı olmamakla beraber, çeşitli tanımlama gayretleri, kavramın zaman zaman yanlış kullanılmasına da neden olmaktadır. Menkul Kıymetleştirme, geniş anlamıyla bankacılık alanında 1980'lerden itibaren yaşanan ve borçlanma aracı olarak banka kredilerinin yerini alan ciro edilebilir enstrümanların gelişimini ifade etmektedir. Bankacılık alanındaki başarılı inovasyonların hızla gelişmesine iyi bir örnek teşkil etmiştir. Şöyle ki Euro Piyasalarda işlem yapan bankalar artık krediler yerine bu piyasalarda hem en büyük menkul kıymet ihraççısı, hem de alıcısı olarak rol oynamaktadırlar. Bu eğilim neticesinde piyasalarda kısa, uzun vadeli, sabit ya da değişken faizli bonolar satılıp alınabilmektedir. Menkul kıymetlere yönelmedeki bir etken olarak, reel faizin 80'li yıllarda piyasalarda gözükmemesini gösterebiliriz. Euro-Bond piyasasında görülen bu eğilim neticesinde ikinci el piyasası gelişmiştir.¹¹¹

Geniş anlamdaki menkul kıymetleştirmede, aracılığın ortadan kalkması (*disintermediation*), borçlulara tasarruf sahiplerinin finansal piyasalar yoluyla kısmen veya tamamen uyumlaştırılması söz konusudur.

Dar anlamdaki tanımda ise menkul kıymetleştirme, kredi veren kurumun krediden doğan alacağını satması ve kredinin, bu alacağa balı olarak ihraç edilen menkul kıymetleri satın alan yatırımcılar tarafından finanse edilmesi diyebiliriz. Bu yöntemle bilançolarında bulunan riskli aktifleri azaltan kredi kurumları, öz kaynak yeterliliği koşullarını daha kolay

¹¹⁰ Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, Finansal Teknikler, Bursa, Ekin Kitabevi, 2008, s.470.

¹¹¹ Richard Harrington, Financial Innovation and International Banking, Financial Innovation, Henry Cavanna (Ed.), London, 1992, s. 52.

yerine getirebilmektedirler. Dar anlamıyla tanımda, tasarruf kurumları (*bankaların*) ve diğer araçların likit olmayan aktiflerinin paketlenerek menkul kıymetlerse dönüştürülmesi işlemi kastedilmektedir.¹¹² Ayrıca bu tanımda, kredilerin açılması için finansal araçlara gereksinim duyan, ancak nihai tasarrufçuya (*final holders*) ulaşmadan finansal pazarları kullanan işlemler söz konusudur. Dar anlamdaki menkul kıymetleştirmenin en belirgin örneği ise ipoteye ve varlığa dayalı menkul kıymetler oluşturmaktadır.

2.4. Menkul Kıymetleştirmeye Konu Alacak Türleri

Menkul kıymetler için teminat olarak kullanılan varlıklar, teorik olarak ipotekli konut kredileri, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, leasing alacakları, ihracat işlemlerinden kaynaklanan alacaklar vb. her türlü krediyi veya alacağı içerebilir.

Menkul kıymetleştirme Türkiye'de yeni değildir. Sermaye Piyasası Yasası mevzuatı çerçevesinde, 31.07.1992 tarihinde yayınlanan Seri III., No.14 Tebliğ ile Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) uygulaması başlatılmıştır. Menkulleştirme konusu daha sonra Sermaye Piyasası Kurulu'nun 27.08.2008 tarihli Seri III, No: 35 Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği ile yeniden düzenlenmiş olup, 31.07.1992 tarihli Tebliğ yürürlükten kalkmıştır.

Menkul kıymetleştirme uygulaması, zorunlu karşılık ayrılmasını gerektirdiğinden bankalar tarafından ilgi görmemiştir. Menkul kıymetleştirme işlemine konu olabilecek ve fon portföyüne dahil edilebilecek kredi ve alacak türleri Seri III, No:35 sayılı Tebliğin 20. maddesinde şu şekilde sayılmıştır:

¹¹² David T. Llewellyn, Financial Innovation And The Economics Of Banking and The Financial System, Financial Innovation in Retail and Corporate Banking, England Edited by Luisa Anderloni, Reinhard H. Schmidt, 2009, s.23.

- Bankaların ve finansman şirketlerinin, ipotekli konut kredileri haricindeki tüketici kredilerinden, ipotekli kredilerden, motorlu kara taşıtları kredilerinden, proje finansmanı kredilerinden ve kurumsal kredilerinden kaynaklanan alacaklar,
- İlgili mevzuat uyarınca finansal kiralama yapmaya yetkili kuruluşların yaptıkları finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar,
- T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığının gayrimenkul satışından kaynaklanan alacakları,
- Fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakdin değerlendirilmesi amacıyla yönelik olarak yapılan nakit benzeri kısa vadeli yatırımlar,
- Bu Tebliğin 23'üncü maddesinde tanımlanan yedek hesaplardaki varlıklar,
- Kurulca uygun görülecek diğer varlıklar¹¹³.

2.5. Menkul Kıymetleştirme Süreci

Basit bir menkul kıymetleştirme işlemi aşağıdaki aşamalardan oluşmaktadır: Öncelikle, zaman içinde birçok kredi anlaşması yapmış olan kredi veren kurum, bilançosunda bulunan aynı ve benzer koşullar taşıyan kredilerden bir alacak havuzu oluşturur. Kredi veren kurum, oluşturduğu alacak havuzunu, özel amaçlı kuruma satar veya yine böyle bir kuruma bu alacak havuzuna bağlı olarak menkul kıymet ihraç etmesi talebiyle başvurur.

Menkul kıymetleştirme uygulamalarını teşvik etmek amacıyla kurulmuş olan özel amaçlı kurum, genellikle kendi portföyünde tutmak üzere satın aldığı alacaklara bağlı olarak bir menkul kıymet ihraç eder. İhraç edilen menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara yapılacak ödemelere karşılık, menkul kıymetin bağlı olduğu alacak havuzundan düzenli olarak gelen faiz ve anapara ödemeleri teminat gösterilir. İhraç edilen menkul kıymetler,

¹¹³ Yavuz Akbulak, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi, Aralık 2005, s.78.

İpotek bankaları ve yatırım bankaları aracılığıyla kurumsal yatırımcılara ve tasarruf sahiplerine satılır. Menkul kıymet ihracını organize eden kurum, menkul kıymetlerin güvenilirliğini ve pazarlanabilirliğini arttırmak için, ödemelerin düzenli yapılacağına dair bir güvence mekanizması temin eder.

Satılan menkul kıymetlerden elde edilen fonlar krediyi veren kuruma veya alacak havuzunu satın almış olan özel kuruma aktarılır. Krediyi açmış olan kurum, krediyi kullananların yaptığı faiz ve anapara ödemelerinin tahsil edilip menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara aktarılmasında aracılık etmeye devam eder. Menkul kıymetleştirme süreciyle kredi veren kuruma dönmüş olan taze fonlar yeni kredi anlaşmalarında kullanılmak üzere sisteme tekrar girer¹¹⁴.

2.6. Menkul Kıymetleştirme Türleri

Menkul kıymetleştirme başlıca iki değişik yapıda şekillenmektedir: Gelir aktarmalı ve nakit aktarmalı sertifikalar. Gelir aktarmalı sertifikalarda alacaklar garantör yedd-i emine satılır. Alacakları satan kurumun aktifinden çıkan kredilerin yerine bilançoya nakit girişi olur. Yedd-i eminler aktifler üzerinde bölünemez hakkı temsil eden sertifikalar çıkarıp satar. Bu tip sertifikalar en yaygın olandır. Gelir aktarmalı sertifikalarda, menkul kıymetin teminatı olan varlık havuzu bilançoda kalmakta ve bu havuza dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetler, bunu çıkaranların finansal tablolarında ödünç olarak gösterilmektedir. Bu mali enstrümanlarının her biri ikincil ipotek pazarının dışında geliştirilmiş ve her biri ipotekli olmayan alacakların menkul kıymetleştirmesine uygulanmıştır.¹¹⁵

Bunlardan *Ödeme-Aktarmalı Sertifikalar (Pass-Through Securities)*, genelde vade, faiz oranı ve kalite olarak benzer özelliklere sahip

¹¹⁴ Vinod Kothari, *Securitization: The Financial Instrument of the Future*, John Wiley & Sons, 2006, s.526.

¹¹⁵ Christine Pavel, a.g.e., s. 4.

alacaklardan oluşan bir portföyde direkt olarak mülkiyet hakkını temsil eder. Portföyündeki alacaklar üzerinde mülkiyet hakkı yatırımcılara aittir.¹¹⁶ Bu nedenle bu sertifikalar çıkarımcı kurumun ödünç senetleri değildir ve menkul kıymetleştirilen alacaklar çıkarımcı kurumun bilançosunda yer almaz.

ABD sermaye piyasası, ipotek alt sektörü göz önüne alındığında, ekonomik açıdan etkin değildi. Ülkenin bir bölümündeki likidite havuzunun, ülkenin diğer bir bölümündeki kredi talebini karşılaması yasaklanmıştır. İpotecge dayalı menkul kıymet pazarının gelişmesi belli bir ölçüde bu engeli ortadan kaldırmak içindir.¹¹⁷

İpotek firmasındaki arz ve talepteki bölgesel dengesizlikleri ortadan kaldırma ihtiyacı ile bir devlet kurumu olan *Government National Mortgage Association- GNMA, pass-through* menkul kıymet programını başlatmıştır. Tamamen hükümetin teşebbüsü ile ortaya çıkan pass-through menkul kıymetleri, 1970'lerin başlarında ortaya çıkmıştır. İpotekli kredilerin yanı sıra, taşıt kredileri, kredi kartı alacakları, bilgisayarların finansal kiralamasından doğan alacaklar, eğlenceye yönelik tekne ve taşıtlara verilen krediler de *Pass-Trough* olarak menkul kıymetleştirilmişlerdir. Taşıt kredilerinden gelen faiz ve anaparaların menkul kıymet sahiplerine aktarıldığı ödeme aktarmalı sertifikalar yoluyla (*Pass-Trough Securities*) 1991'den beri, giderek artan oranda taşıt kredisi menkul kıymetleştirilerek halka arz edilmiştir.¹¹⁸

ABD'de En fazla menkul kıymetleştirilen aktif türlerinin üçüncüsü kredi kartı alacaklarıdır Salomon Brothers ödeme Aktarmalı Sertifikalar (*Pass-Throughs*) ihraç etmiştir. Bu sertifikalar (*Cards-Certificates of Amozorting*

¹¹⁶ Andrew Davidson, Anthony Sanders, *Securitization Structuring and Investment Analysis*, USA, John Wiley and Sons, 2003, s.41.

¹¹⁷ J. Henderson and Jonathan p.Scott, *Securitisation*, Woodhead Faulkner, London, 1988.

¹¹⁸ Henderson, a.g.e.

Revolving Debts) Bank One'in kredi kartı alacaklarından oluşturulan bir havuza dayalı olarak ihraç edilmişlerdir.

Taşıt kredileri ve kredi kartı alacakları dışında finansal kiralamadan doğan alacaklar, ticari alacaklar ve tüketici kredilerine dayalı olarak da pek çok ihraç gerçekleştirilmiştir. Çoğu tüketici kredisi *Pass-Through* türünde; kiralamalardan doğan alacaklar ve ticari alacaklar Varlığa Dayalı Tahvil (*ABB-Asset Backed Bonds*) türünde menkul kıymetleştirilmiştir. 1991'den beri aktiflerin menkul kıymetleştirilmesindeki gelişmeler, başta bankalar açısından olmak üzere menkul kıymetleştirmenin sınırlarının hiç de dar olmadığını kanıtlamaktadır.¹¹⁹

Bankalarca menkul kıymetleştirilmiş olan ipoteksiz varlıklar çoğunlukla taşıt kredileri ve kredi kartları alacaklarından oluşmaktadır. İlk olarak 1991'de Salomon Brothers tarafından 60 milyon \$'lık Taşıt Kredilerine Dayalı (*Pass-Through*) türünde menkul kıymet (*CARs-Certificates of Automobile Receivables*) ihracı gerçekleştirilmiştir.

Esasında, ipoteklerin menkul kıymetleştirilmesi yeni bir kavram olmakla birlikte, kredilerin ve katılımların satışı 1880'lere kadar uzanmaktadır.¹²⁰ İpotek bankacıları tarafından ipoteğe- dayalı tahviller ve ipotek katılım sertifikaları kamuya satılmıştır.¹²¹ Bunların, modern ipoteğe dayalı menkul kıymetlerden farkı; ipotek teminat miktarı, çıkarılan tahvillerin toplam değerinden fazladır. Bu teminattan gelecek nakit akışı, menkul kıymetlerin ödenmesine ayrılmıyordu. 1920'lerde de, *garantili ipotek katılım sertifikaları* satılmıştır. Bu sertifikalara; tek ipotek kredileri veya ipotek kredilerinden oluşan havuz teminat oluşturmakta ve bu sertifikaları alanlar söz konusu kredilerden gelen nakit akışlarından hisseleri

¹¹⁹ Charles Austin Stone and Anne Zissu, *The Securitization Markets Handbook*, USA, 2005.

¹²⁰ Christine Pavel, a.g.e., s. 3.

¹²¹ Joseph C. Shenker, Anthony J. Colletta, *Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers*, Texas Law Review, 1991, Vol. 69, Part. 6, s.1380.

oranında pay almaktaydılar. 1930'lara kadar bu sertifikalar yatırımcılar arasında oldukça gözde bir yatırım aracı olmuştur.¹²²

Ancak Büyük Buhran'dan sonra söz konusu ipoteklerden büyük oranda geri dönmeler ortaya çıkmıştır.¹²³ İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin ortaya çıkmasında, dalgalı enflasyon ve faiz oranlarının, mevzuattaki değişikliklerin ve ekonomik aktivite düzeyinin etkili olduğu ifade edilmekle birlikte, hükümet girişimlerinin rolü de büyüktür. İpotek dışında varlığa-dayalı menkul kıymetlerin çıkışı 1980'lerde olmuştur. İlk ipotek dışı varlığa-dayalı menkul kıymet (V.D.M.K.) 1985 yılında leasing alacaklarına dayalı olarak çıkarılmıştır.

İpotek piyasalarında kullanılan bu tekniğin diğer alanlara taşınmasında çeşitli nedenler vardır. Ekonomik konjonktür bankacılık sektörünü etkilemiştir. Düşük enflasyon, düşük faiz oranları ve artan talebin olduğu dönemler bankaların kâr elde edebilmesi için olumlu bir ortamdır. Bunun tersi koşullarda bankalar negatif olarak etkilenmektedirler. Resesyon dönemlerinde bankaların aktif getirilerinin azaldığı görülmüştür.¹²⁴

Ekonomik koşulların ötesinde, sanayi ve mevzuat eğilimleri de banka kârlarını azaltmıştır. Büyük ticari firmaların, 1970'lerde, finansman bonusu ihracı ile fon temin etmeye başlamaları, bu yüksek dereceli müşterilerin banka portföyünden çıkmaları anlamına gelmekte ve gittikçe banka kredi portföyünün kalitesi düşmektedir.

Bankacılık sektöründe artan rekabet, regilatör'lerin bankaların yapılarını güçlendirmek için aldıkları önlemler (*zorunlu karşılıklar, sermaye yeterliliği vb.*) bankaların bilanço dışı faaliyetleri yapmaya teşvik etmiştir.

¹²² A.g.e., s.45.

¹²³ A.g.e.

¹²⁴ Sylvester Johnson and Amelia A.Murphy, Going off the Balance Sheet, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, September/ October, 1987, Vol. 72, Issue 5, s.23-25.

Çünkü getirilen yeni bir zorunluluk, bankaya vergi etkisi yapmaktadır; Sermaye yeterliliği, bankaların aktif büyüklüğüne göre değişmekte, aktiflerini artırmak için ilave sermaye temin edilmesi gerekmektedir.

Sermaye baskısı ve düşük kârlılık, bankaları aktifin getirisini artırmak için yeni yollar aramaya itmiştir. Böylece, bilanço-dışı faaliyetler kredi taahhütleri (*loan commitments*), teminat mektupları (*stand-by letter of credit*), futures swap ve menkul kıymetleştirme (*securitization*) önemli unsur haline gelmiştir.

Ayrıca teknolojik gelişmelerin, aktifleri likit hale getirmenin maliyetini ve borçlularla, kredi verenler arasındaki enformasyon asimetriğini azalttığı böylece, hem menkul kıymetleştirme, hem de borçluların sermaye piyasalarına doğrudan girişi kolaylaştırdığı da ileri sürülmektedir.

Yapılan çalışmalarda, Amerika'da çeşitli varlığa dayalı menkul kıymet türlerinin ortaya çıkışını etkileyen birincil faktörler, azalan işlem maliyetleri, riskin yeniden başka bir tarafa aktarılması ve artan likidite olarak sıralanmaktadır.

Diğer bir menkul kıymetleştirme çeşidi de Alacağa bağlı tahvillerdir. Gelişim itibarıyla daha sonra ortaya çıkan *Alacağa-Bağlı Tahviller* bir alacak portföyü ile teminatlandırılır. Ancak birinci tip menkul kıymetlerden farklı olarak bunlar, ihraççı kurumun birer borç senedi olmaktadır. Bu nedenle teminat olarak kullanılan alacak portföyü çıkarımcı kurumun bilançosunda kalır ve aktifler arasında muhasebeleştirilir. Yine bu tip menkul kıymetlerde teminattan gelen nakit akışları bu tür tahvillerin anapara ve faiz ödemeleri ile birebir bağlantılı olmayabilir. İpotekli olmayan alacak türlerinin birçoğu bu tür tahvillerle menkul kıymetleştirilmektedir. Burada da yine anapara ve faiz ödemeleri yatırımcılara aktarılmaktadır.¹²⁵

¹²⁵ J. Henderson and Jonathan P.Scott, *Securitisation*, Woodhead Faulkner, London, 1988.

2.7. Menkul Kıymetleştirme Süreci ve Bankaların Rolü

Menkul kıymetleştirmenin özünde kredi kurumlarının riskli aktiflerinden olan kredilerin bilançolardan çıkarılması yatmaktadır.

Bank of International Settlements (BIS) tarafından 1992 sonu için belirlenen %8'lik sermaye yeterliliği rasyosu, gelişmiş mali piyasalarda faaliyet gösteren mali kurumların menkul kıymetleştirme sürecini giderek artan bir yoğunlukla benimsemelerine neden olmaktadır. Sermaye yeterliliği oranlarını iyileştirebilmek için bankaların önünde iki alternatif mevcuttur.

Sermaye artırımına gitmek veya riskli aktifleri azaltmak yoluyla bilançoları küçültmek. Menkul kıymetleştirme sürecine bakıldığında, Batıdaki bankacılık uygulamalarında menkul kıymetleştirme bankalar veya diğer kredi kurumlarınca en basit şekliyle şöyle gerçekleşmektedir¹²⁶:

- Kredi veren banka, bilançosunda bulunan ve aynı ya da benzeri koşullar taşıyan kredilerden bir alacak havuzu oluşturur,
- Banka oluşturduğu alacak havuzunu menkul kıymetleştirme uygulamalarını teşvik etmek amacıyla kurulmuş olan özel amaçlı bir kuruma satar, ya da oluşturduğu bu alacak havuzuna bağlı olarak menkul kıymet ihraç etmesi talebiyle özel amaçlı bir kuruma başvurur,
- Özel amaçlı kurum, genellikle kendi portföyünde tutmak amacıyla aldığı alacaklara dayalı bir menkul kıymet ihraç eder,
- İhraç edilen menkul kıymetlerin bağlı olduğu alacak havuzundan düzenli olarak gelen faiz ve anapara ödemeleri, bu menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara yapılacak ödemelere karşılık teminat olarak gösterilir,

¹²⁶ Tasca Roberto and Zambelli Simona, *The Asset Securitization Activity in Italy: Current and Future Trends; Structured Finance: Techniques, Products and Market*, Editörler: Stefano Caselli, Stefano Gatti, Springer, 2005, s.12.

- İhraç edilen menkul kıymetler, yatırım bankalarının aracılığıyla kurumsal yatırımcılara ve tasarruf sahiplerine satılır. Menkul Kıymet ihracını organize eden kurum, menkul kıymetlerin güvenilirliğini ve pazarlanabilirliğini artırmak için, ödemelerinin düzenli yapılacağına dair bir güvence mekanizması sağlar,
- Satılan menkul kıymetlerden elde edilen fonlar, krediyi veren kuruma veya alacak havuzunu satın almış olan özel amaçlı kuruma aktarılır,
- Krediyi açmış olan kurum, krediyi kullananların yaptığı faiz ve anapara ödemelerinin tahsil edilip menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara aktarılmasında aracılık etmeye devam eder,
- Menkul kıymetleştirme süreciyle kredi veren kuruma dönmüş olan taze fonlar yeni kredi anlaşmalarında kullanılmak üzere sisteme tekrar girer.

Böylece bilançodan çıkarılan aktiflere dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetler aracılığı ile kredilendirilen taraflar, yatırımcılar tarafından finanse edilmiş olur. Dolayısıyla, bir kere oluşturulduktan sonra borçlar geri ödenene kadar normalde portföyde duracak olan bu kalemlere, menkul kıymetleştirme sayesinde bu likidite kazandırılır. Aktifte yer alan borçların bir havuzda toplanıp menkul kıymetler haline getirilmesinde, homojen bir yapıya, benzer geri ödeme planı ve vadeye sahip olmaları dikkat edilen önemli noktalardır.

Borç ödemeleri, varlığa dayalı kıymetleri ellerinde bulunduran yatırımcılara yapıldığından, menkul kıymetlerin oluşturulmasından sonra izlenmeleri de gerekir. Batıda ki uygulamalarında, *credit enhancement* olarak tabir edilen kredilerin zenginleştirilmesi olayı oldukça önemli bir yer kaplamakta ve borçlunun ödeme yapmama riskine karşı ihraç edilen menkul kıymetlerin genellikle büyük bir sigorta şirketince sigorta edilmesi ya da tanınmış bir bankanın ihraca özel bir akreditif açması şeklinde gerçekleştirilmektedir¹²⁷.

¹²⁷ Bill Penman Brown, *The Decline and Fall of Banking*, Matador, 2009, s.51.

Bazı durumlarda menkul kıymetleştirmeyi yapan kuruluşun sınırlı garanti ya da teminat sağlaması da söz konusu olabilmektedir. Çoğu varlığa dayalı menkul kıymet türü halen yatırımcılara oldukça yabancı olduğundan bu kağıtların yatırımcılarca kabul görmesi için bu teknik kullanılmaktadır. Tekniğin ihraççılar açısından temel faydası komplike bir işlemi bile kolaylıkla satılabilir hale getirmesidir; çünkü yatırımcı kendisi için herhangi bir risk söz konusu olması halinde bile sigortadan parasını alacağından emindir.

Ancak yatırımcının, garantörün kendisini koruyabilecek finansal güce sahip olduğundan ve bu tür bir risk ortaya çıktığında kayıtsız şartsız yükümlü olacağından şüphesi olmamalıdır. Tanınmış sigorta şirketleri veya bankalardan sağlanacak bu tür garantiler, ihraç edilecek menkul kıymetlerin komplike analizler yapılmasına gerek kalmaksızın yatırımcılara pazarlanabilmelerini sağlar. Bu da ihraçların likiditesini artırır ve yatırımcılar ihtiyaçları olduğundan kağıtlarını kolayca ikincil piyasalarda satabileceklerini bildikleri için rahattırlar. Bu teknik ABD’de oldukça yaygın olmasına rağmen, Avrupa piyasalarında örneklerine fazla rastlanmamaktadır.¹²⁸

ABD ve İngiltere’deki uygulamalarında menkul kıymetleştirme daha çok ticari bankalar, tasarruf ve kredi kuruluşları (*Saving and Loans Institutions*), emekli sandıkları gibi kuruluşların konut alımı için verdikleri krediler karşılığında alınan ipoteklerde kullanılmaktadır.¹²⁹

Menkul kıymetleştirme sürecinde en önemli kurumlardan birisi durumunda olan bankalar göz önüne alındığında, ipoteklerden başka otomobil kredileri, tüketici kredileri, problemlı krediler, kredi kartı borçları,

¹²⁸ Julian Walmsley, *The New Financial Instruments-An Investor’s Guide*, Canada, John Wiley and Sons Inc., 1988, s. 245.

¹²⁹ Maureen Burton and Bruce Brown, *The Financial System and the Economy: Principles of Money and Banking*, M E Sharpe Inc, 2009, s. 221.

finansal kiralamarlar ve ticari krediler de menkul kıymetleştirmeye konu olan aktif kalemleri arasında yer almaktadır.

İşletmelerin aktiflerinde yer alan ve gelecekteki bir zaman dilimine dağılmış her tür düzenli nakit girişi karşılığında menkul kıymet çıkarmak mümkün olmakla birlikte, en yaygın kullanımı alacaklar karşılığında çıkarılmasıdır. Düşük tutarlı senet veya sözleşmelerden oluşan ancak çok sayıda borçlunun bulunduğu alacak portföyleri bu tür menkul kıymet ihraçlarının ana kaynağını oluşturur. Bu nedenle daha ziyade tüketici kredileri, kredi kartı alacakları ve konut kredileri menkul kıymet ihracına konu olmaktadır.¹³⁰ Dolayısıyla da bankalar menkul kıymetleştirme sürecinde dominant ve hakim kuruluşlar olmaktadır.

Gelişmiş ekonomilerde, menkul kıymetleştirilmiş bu tür alacak portföyleri, büyük tutarlı ticari alacaklardan daha az riskli olarak görülmekte ve daha kolaylıkla tedavül edilmektedir. Çünkü birçok alacağın bir araya getirilmesiyle oluşturulan havuzlarda risk dağıtmakta ve daha önceki deneyimlere dayanarak geri dönmeme oranı nerdeyse kesin olarak tahmin edilebilmektedir.¹³¹

2.8. Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Eğilimi ve Süreci

Menkul kıymetleştirme Türkiye’de hem süreç olarak hem de bankaların sistemdeki yeri açısından benzer bir gelişme göstermiş olup Türkiye’deki Menkul Kıymetleştirme Eğilimi ve sürecini şöyle özetlemek mümkündür.

1980’li yıllara kadar kapalı bir çerçevede varlığını sürdüren Türk Bankacılık sistemi, ekonominin liberalleşmesi ve uluslararası entegrasyonun

¹³⁰ Güngör Tefik, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (*Menkul Kıymetleştirme-Securitization*), Dünya Gazetesi, 22.7.1992.

¹³¹ Bank for International Settlements, Recent Innovations in International Banking, April 1986, s. 134.

sağlanmasını hedef alan ekonomik politikalar 80'lerde uygulamaya başlamasıyla dışa açılmıştır¹³².

Bu dönemdeki en önemli gelişme, bankaların uyguladıkları yapısal değişim politikaları olmuştur. Bu politikaların temel amacı, sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olması nedeniyle bankaların bozulan mali yapılarını, güven, likidite, kârlılık ve sermaye yeterliliği gibi temel bankacılık ilkelerine göre yeniden kurmalarıdır.¹³³

Türk finans sektörünün hakim sınıfı olan bankalar ticari faaliyetlerinin yanında sermaye piyasası işlemlerini de yapabilmektedirler.

Ayrıca en önemli ekonomik sorun olan enflasyonun düşürülmesi için bankaların para politikaları ile ilgili zorunlu karşılık oranlarının artırılması, banka itibarlarının devam ettirilmesi için uluslararası sermaye yeterliliği kararlarını yurtiçinde uygulamaları ve rekabetçi ortamda teknolojik yatırımların yapılması, son yıllarda banka maliyetlerini arttıran etmenler olmuştur.

Banka maliyetlerinin artması, banka kredilerinin faiz oranlarının artması sonucunu doğurmuştur. Bu bağlamda menkul kıymet piyasalarının firmalar için önemli rol oynayacağı düşünülmüşse de, devletin fon ihtiyaçlarını bu piyasadan karşılaması, firmaları bu piyasadan çekmiştir.

Bunun yanı sıra Türk Bankacılık sistemindeki artan maliyetler, firmaların dışında bankaları da etkilemiştir. Kaynak yaratmada mevduat maliyetinin, yasal karşılıklar ve zorunlu karşılıklar dolayısıyla yüksek olması, bankaların mevduat dışında bir kaynak yaratmaları isteği ve sermaye

¹³² Osman Zaim, *The Effects of Financial Liberalization on the Efficiency of Turkish Commerical Banks, Development of Financial Markets in the Arab Countries Iran and Turkey, Lebanon*, 15-16 July, 1994, s.65.

¹³³ Erhan Yaşar, *Türk Bankacılığında Günümüz Trendleri ve Sorunlar*, Sevilla, Ekim 1992, s.25.

yeterliliği baskısı nedeniyle riskli kredileri bilançolardan çıkarma eğilimi, bankaların menkul kıymetleştirmeye hızla yönelmelerine sebep olmuştur.¹³⁴

2.9. Menkulleştirme Uygulaması Olarak Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK)

VDMK'in çok sayıda türü ve ihraç yöntemi bulunduğu için uygulamada çok çeşitli ihraç yapıları ile karşılaşılmaktadır. Diğer taraftan, her ülkenin kendi hukuk sisteminin farklı olması, farklı görevlere sahip kurumların sisteme dahil olmasını sağlayabildiği gibi, bazı kurumlara gerek duyulmamasına da neden olmuştur. Varlığa dayalı menkul kıymet ihraççısı, menkul kıymeti satın alana ve sonradan devredilmişse vade tarihinde elinde bulundurana belirli bir vade veya vadelerle varlığa dayalı menkul kıymetin satın alınması için ödenen anapara ve bu anaparaya karşılık gelen faizi ödemeyi taahhüt eder. Sistemin temel özelliklerinin anlaşılabilmesi açısından uygulamada daha çok karşılaşılan gelir aktarmalı VDMK'in sadeleştirilmiş bir ihraç sürecine aşağıda yer verilmiştir.¹³⁵

Gelir aktarmalı VDMK ihracı şirketlerin bilançolarında yer alan alacaklarını özel amaçlı kuruluşa devretmeleri ile başlar. Özel amaçlı kuruluş, devraldığı alacakları bir alacak havuzunda toplar ve kendi adına bu alacaklardan sağlanacak nakit akımları karşılığında VDMK ihraç etme yetkisini yeddi emin'e verir. Yeddi emin ihraç ettiği VDMK'leri yatırımcılara satar.

VDMK ihracından elde edilen gelirin özel amaçlı kurum tarafından kaynak şirkete aktarılması gerekmektedir. Özel amaçlı kuruluş tahsilât işlemini hizmet sağlayıcı aracılığıyla gerçekleştirebilir, bu durumda havuzdaki alacakların borçluları borçlarını hizmet sağlayıcıya öder. Hizmet

¹³⁴ Sudi Apak, VDMK Analizi, Bankacılar Dergisi, Temmuz 1994, s. 9.

¹³⁵ Duygu Koçak, Uzun Vadeli Konut Finansman Sisteminde Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Rolü, İstanbul, 2007, s.68-74.

sağlayıcı bu gelirlerden kendisi için belirli bir ücret tahsil ettikten sonra kalanı yeddi emin bünyesindeki özel hesaba aktarır. Yeddi emin, hesabında biriken paralardan ihraç edilen VDMK'in anapara ve faizini hizmet sağlayıcı aracılığıyla öder. Ayrıca yeddi emin'e de ücret ödenir. Bu süreçte verilen güvence mekanizmalarından doğan haklar da yeddi emin bünyesinde saklanır ve ödemelerde aksaklık olması durumunda yeddi emin tarafından yatırımcıların anapara ve faiz ödemelerinde kullanılır.

Yatırımcılar, havuzu oluşturan alacaklardan yapılan tahsilâtlardan havuzdaki payları oranında anapara ve faiz ödemesi alırlar. Havuzu oluşturan alacakların getirisinin, VDMK sahiplerine ödenecek faiz oranından daha yüksek olması gerekmektedir. Aradaki fark yeddi emin, saklayıcı kuruluş ve özel amaçlı kuruluşun ücretlerini oluşturacaktır. İhracın güvenilirliğini ve menkul kıymetin pazarlanabilirliğini artırmak amacıyla derecelendirme kuruluşlarına da bu süreçte yer verilebilir.

Diğer taraftan yapılan araştırmalarda hazine bonoları-tahvilleri ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerle karşılaştırıldığında VDMK'lerin likiditesinin daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bunun nedeni ise kısmen VDMK'lerin anılan menkul kıymetler kadar standardize olmaması ve yatırımcıların karışık bir ihraç sürecine sahip olan VDMK'lerin ihraç yapısı, vadeler ve teminat mekanizmaları gibi aşamalarını değerlendirmek durumunda olmalarıdır. Göreceli olarak likiditesi en fazla olan VDMK'ler ise kredi kartı alacakları ve otomobil kredileri karşılığında ihraç edilenlerdir¹³⁶.

Bankalar başta olmak üzere finansal kurumlar açısından menkul kıymetleştirmenin avantajları şunlardır:

¹³⁶ Tarun Sabarwal, Common Structures of Asset-Backed Securities and Their Risks <http://129.3.20.41/econ-wp/fin/papers/0512/0512012.pdf> (10.12.2008).

Genel olarak kredilerin ikincil piyasası sınırlı olduğundan kredilerde likidite sorunu ortaya çıkmaktadır. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ise aktif bir ikincil piyasasının mevcut olması bu sorunu ortadan kaldırmaktadır.

Bilançolarında çok uzun vadeli (*likit olmayan*) aktifler bulunan mali kurumlar, Menkul Kıymetleştirme yoluyla uzun vadeli kredi portföylerini satarak, yine bu portföylere bağlı olarak diğer kurumlar tarafından ihraç edilen menkul kıymetleri satın alabilmektedirler.

Böylece, bilançolarındaki uzun vadeli kredileri yerine, benzer bir getiriye sahip, aktif bir ikincil piyasası olan ve yüksek rating taşıyan menkul kıymetler almakta; bu menkul kıymetlere olan yoğun talep de bilançoların likiditesini olumlu yönde etkilemektedir.

Kredilerin fiyatlandırılması oldukça zordur ve birçok subjektif unsuru içerir. Oysa V.D.M.K.'ler Pazar koşullarında fiyatlandırılırlar.

Belli bir kredinin riskini ölçmenin maliyeti oldukça yüksektir, ayrıca uzmanlık gerektirir. Buna karşın, V.D.M.K.'lerde risk ölçümü daha kolay ve isabetlidir.

Daha az riskli olduklarından risk primi daha düşük olan V.D.M.K.'ler kredilere nazaran çok daha düşük maliyetlidir. Belli bir özsermaye zorunluluğu gerektirmediği gibi, bankalar açısından zorunlu karşılık yükümlülüğü de söz konusu değildir.

Geleneksel kredi sisteminde bir banka; kredi müşterisinin riskliliğinin ölçümü ve bundaki değişmelerin izlenmesi, kredi kullandırım koşullarının saptanması, faiz ve anapara tahsilâtlarının zamanında, yapabilmesi, likidite riski, faiz riski, kur riski, kredi riski, operasyonel risk gibi risklerin üstlenmesi ve bunun gibi birçok konuda uzman olmak zorunda ve bunları tek başına göğüslemek durumundadır.

Kredilerin menkul kıymetleştirilmesinde risk, kredi portföyünün beklenen kaybını kapsayacak şekilde belirlenir. Kredilerin menkul kıymetleştirilmesi yoluyla ihraççının maruz kaldığı risk sınırlanarak, çeşitlendirilmemiş portföylerden kaynaklanan sorunlar ortadan kaldırılmaktadır. Menkulleştirme aynı zamanda, ihraççının limitini aşan kayıpları karşılar. Sınırlandığı risk bandı, havuzun beklenen kayıplarının 7 veya 8 katını sermayelendirir. Son olarak menkulleştirme ile Kredi riski, V.D.M.K.'leri satın alan yatırımcılar tarafından üstlenir ve kredi kaybı olasılığı çok düşüktür.

İşletmelere ilave özkaynak maliyetine katlanmaksızın, zaman problemini de ortadan kaldırarak fon yaratma olanağı sağlar. Böylece varlıklar elde tutulacağına satılacağından faaliyetlerin finansmanı için bulundurulması gereken sermaye miktarı da azalır. Dolayısıyla menkul kıymetleştirme sermaye yeterliliği ve karşılık ayırma gibi kısıtlamaları ortadan kaldırır.¹³⁷

Ülkemizde şirketlerin bilançolarında yer alan alacakların menkul kıymetlere dönüştürülmesine ilişkin ilk yasal düzenlemeler 13.05.1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazete' de yayımlanarak yürürlüğe giren 29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı *Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı KHK'nın Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun* ile yapılmıştır. Söz konusu kanunla SPK'nın 13/A, 22, 32 ve 39'uncu maddeleri değiştirilerek VDMK tanımı yapılmış ve VDMK ihracı ile bu ihracı gerçekleştirecek genel finans ortaklıklarına ilişkin düzenleme ve denetim yetkisi SPK'ya verilmiştir. Anılan değişiklikle SPK 13/A maddesinde, VDMK'lere ilişkin *alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ihraç edilebilir. Bunları ihraç edecek kuruluşlar, ihraç şartları, karşılık gösterilebilecek alacak ve varlık türleri, ihraç limiti,*

¹³⁷ Everette Hull, Bankers Debate-Is Asset Securitization Worth the Cost at your Bank, *Journal of Commercial Bank Lending*, August 1990, s.4.

değerleme ilke ve esasları, nitelikleri Kurul tarafından çıkarılacak tebliğlerle düzenlenir tanıma yer verilmiştir:

Bu kapsamda VDMK ihracı, ülkemizde ilk olarak 31 Temmuz 1992 tarihli RG'de yayımlanan, Sermaye Piyasası Kurulunun Seri: III, No: 14 sayılı *Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği* ile uygulamaya girmiştir. Anılan Tebliğle, SPK'nın 13/A maddesinde belirtilen VDMK'lerden alacaklar karşılık gösterilmek suretiyle ihraç edilecek olanlar ile genel finans ortaklıklarının kuruluş ve faaliyet ilkeleri düzenlenmiştir. Söz konusu Tebliğle VDMK ihracına yetkili kuruluşlar, bankalar, genel finans ortaklıkları ve finansal kiralama şirketleri olarak belirlenmiştir. Menkul kıymetleştirilebilecek alacaklar ise tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar ve mal ve hizmet üretimi faaliyetinde bulunan anonim şirketler ile özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüslerinin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan ve senede bağlanmış alacakları olarak belirlenmiştir. Kanun'da VDMK'lerin alacak ve duran varlık karşılığı çıkarılabileceği öngörülmüş olsa da Tebliğ'de sadece alacaklar karşılık gösterilerek VDMK ihraç edileceği hükme bağlanmıştır.

Düzenleme sonrasında uygulamanın başlamasıyla birlikte VDMK ihracı kısa süre içinde önemli boyutlara ulaşmış, VDMK'lerin SPK kaydına alınan menkul kıymetler içindeki payı (*aylar itibarıyla değişmekle birlikte*) %92'ye kadar yükselmiştir. İhraçların tamamına yakını ise bankaların doğrudan kendi alacakları karşılığında gerçekleştirdiği ihraçlardan kaynaklanmıştır. Finansal kiralama kuruluşları ile şirketlerin VDMK ihraç etmemesinin sebebi ise banka dışındaki ihraççılara getirilen banka garantisi yükümlülüğünün ortaya çıkaracağı bürokratik işlemler ve vergi maliyetleridir. Diğer taraftan VDMK ihracı haricinde faaliyet göstermesi yasaklanan Genel Finans Ortaklıklarına getirilen asgari sermaye yükümlülüğünün yüksek olması, tek kazancı ihraçtan sağlayacağı komisyon

olan genel finans ortaklığının kurulmasını ticari açıdan anlamsız hale getirmiştir.

Ülkemizde hisse senedi dışındaki sermaye piyasası araçlarının ihracı uzun dönemdir söz konusu değildir. Özel sektör menkul kıymetleri içinde hisse senetlerinden sonra en büyük payı alan varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları 1994 yılında toplam menkul kıymetlerin %2,7'sini, 1995 yılında ise %4,5'ini oluştururken 1996 yılında bu rakam %0,2'ye düşmüş ve 1998 yılından itibaren ise yurtiçinde VDMK ihracı yapılmamıştır.¹³⁸

06.03.2007 tarih ve 26454 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 5582 sayılı *Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun*'la (*Konut Finansmanı Kanunu*) SPK'na eklenen 13/A maddesi ile 3794 sayılı kanunla SPK'na eklenmiş olan VDMK tanımı SPK'dan çıkarılmıştır. Böylelikle önceki VDMK uygulamasına ilişkin kanun maddesi değiştirilmiştir. Ancak Konut Finansmanı Kanununda ipotekli sermaye piyasası araçlarının tanımı yapılmış olmasına rağmen VDMK tanımı yapılmamıştır. Diğer taraftan Konut Finansmanı Kanununun 38/C maddesinde Varlık Finansman Fonu, *ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre oluşturulan malvarlığı* olarak tanımlanmış ve varlık finansmanı fonu portföylerine alınabilecek varlıkların SPK tarafından belirleneceği ifade edilmiştir.

Ayrıca menkul kıymetleştirme süreci ile temin edilecek fonların, makro ekonomi açısından öncelikli sektörlerle ve vadelere fon aktarımını sağlayacak şekilde tasarlanması gerekmektedir.

¹³⁸ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları, 2009 Yılı Faaliyet Raporu.

Varlıkların devrinin gerçek satış olarak nitelenmesini sağlayan unsurlar sisteme yerleştirilerek, belirli kıstaslarla menkulleştirilen varlıkların bilançodan çıkartılmasına imkân verilmelidir. Aksi halde, bugünkü şekliyle bilançoların büyümesine neden olmaktadır.

Ayrıca Konut açığı olan ve şehirleşmesini tamamlayamamış bir ülkede, konut sektörüne fon aktarımı, gayrimenkul fiyatlarını yükseltici yönde olmaması için, hazır konuttan ziyade inşaatları destekleyecek kredilendirme ve bu kredilerin menkul kıymetleştirilmesi sağlanmalıdır.

2.10. Faiz Dışı Sermaye Piyasası Araçları'nın Türkiye Uygulaması

Faiz dışı sermaye piyasası araçlarının Türkiye uygulaması ülkemizde iki temel yol ile gerçekleştirilmektedir.

2.10.1. Gelir Ortaklığı Senedi

Gelir Ortaklığı Senetleri ihracına ilişkin SPK ve TTK'da bir düzenleme bulunmamakta olup, dayanağı 17.3.1984 tarih ve 18344 sayılı RG'de yayımlanan 2983 sayılı *Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun* ile 13.9.1984 tarih ve 18514 sayılı RG'de yayımlanan Kamu Ortaklığı Fonu Yönetmeliğidir. 2983 Sayılı Kanun'un halen yürürlükte olan kamu iktisadi teşebbüslerinin tesis, müessese ve bağlı ortaklıklarının gelir ortaklığı senedi, hisse senedi ihracı ve işletme hakkı devri suretiyle satışına ilişkin hükümlerinin bir bölümü 4046 sayılı Kanun ile yeniden düzenlenmiş olması sebebiyle uygulanmamaktadır.

2983 sayılı Kanun'un *Kapsam* başlıklı 2. Maddesinde; *Kamu Kurum ve Kuruluşlarına (Kamu İktisadi Kuruluşları ve İktisadi Devlet Teşekkülleri Dahil) ait ve 3'üncü maddede tanımlanan her nevi alt yapı tesisi ile Kamu İktisadi Kuruluşları ve İktisadi Devlet Teşekküllerine ait tesisler için münferit olarak veya bir grup halinde Gelir Ortaklığı Senedi ile Kamu İktisadi Kuruluşları ve İktisadi Devlet Teşekkülleri için Hisse Senedi*

çıkartılması ve işletme hakkı verilmesine dair hükümleri kapsar düzenlemesine yer verilmiştir. Aynı Kanun'un 3. maddesinde ise gelir ortaklığı senedi; Kamu kurum ve kuruluşlarına (*Kamu İktisadi Kuruluşları ve İktisadi Devlet Teşekkülleri dahil*) ait altyapı tesislerinin gelirlerine hakiki ve hükmi şahısların ortak olması için çıkarılacak senetler olarak tanımlanmıştır. Altyapı tesisleri de Kanun'da, köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları ve benzerleri şeklinde tanımlanmıştır.¹³⁹

2983 sayılı Kanun'un kapsamına GOS'leri da girdiği için, en geniş anlamda, bu senetlerin tasarrufları teşvik etmek ve yatırımları hızlandırmak için çıkarıldığı söylenebilir. Gelir ortaklığı senetleri sayesinde, bazı altyapı tesislerinin ve diğer tesislerin gelirlerine halkın katılmasını sağlamak, bu şekilde toplanan fonlarla kamu yatırımlarını geliştirmek ve bazı projeleri gerçekleştirmek amaç edinilmiştir.¹⁴⁰

Gelir Ortaklığı Senedi, isminde *ortaklık* kavramı yer almasına rağmen, sadece kâr bir başka deyişle altyapı tesislerinin gelirlerinden pay elde etme hakkı veren, mülkiyet hakkı sağlamayan, hisse senetlerine bağlı diğer hakları sağlamayan senetlerdir. Oysa hisse senetleri, bir anonim ortaklıkta pay sahipliği (*gerçek anlamda ortaklık*) sıfatı kazandırmaktadır. 2983 sayılı Kanun'un 11. maddesinde de, altyapı tesislerinin mülkiyetinin ilgili kamu kurum ve kuruluşuna ait olacağı açık bir şekilde ifade edilmektedir.

GOS'leri düzenleyen bir diğer hukuki kaynak ise borsa mevzuatıdır. İlk olarak, 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname'nin 10. maddesi, gelir ortaklığı senetleri için de uygulanacak bir hükümdür. Bu madde, *borsa kotuna alma* hususunu hükme bağlamakta, genel ve katna bütçeli idareler ile mahalli idareler ve kamu iktisadi

¹³⁹ Zühtü Aytaç, Gelir Ortaklığı Senetlerinin Hukuki Statüsü, *Batıder*. Cilt XIII, Sayı 3-4, 1987, s.211.

¹⁴⁰ Zühtü Aytaç, a.g.e, s.213.

teşebbüsleri tarafından çıkarılacak menkul kıymetlerin, Maliye Bakanlığı'nın talebi üzerine borsa kotuna alınmasının zorunlu olduğunu belirtmektedir. Kapsama göre GOS'leri da borsa kotuna alınabilecek menkul kıymetler arasında yer almaktadır.

Gelir ortaklığı senetleri, mülkiyetleri ilgili kamu kurum ve kuruluşlarına (*Kamu İktisadi Kuruluşları ve İktisadi Devlet Teşekkülleri dahil*) ait olmak şartıyla, sadece belirlenen alt yapı tesislerinin gelirlerine (kârlarına) 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, kârlı ve verimli çalışmaya özen göstermelerinin temini amaçlanmaktadır. İlk GOS, 3.12.1984 tarihinde Boğaziçi Köprüsü için ihraç edilmiştir.¹⁴¹

İstenildiği an paraya çevrilebilir, genellikle üç veya beş yıl vadeli ve başlangıç yıllarında vergiden muaf tutulmuştur. 2983 sayılı Kanun'un 14. maddesi ilk beş yıl gelir ortaklığı senetlerinden hiç vergi alınmamasını, bunu izleyen üç yıl için vergilerde %50 indirim yapılmasını öngörmekteydi. 13.12.1993 tarihli RG'de yayımlanan 92/3802 sayılı Bakanlar Kurulu kararı ile %10.7 oranında vergi kesintisine tabi tutulmuştur.

GOS'nin satışı bankalar, aracı kurumlar ve Özelleştirme İdaresi tarafından belirlenecek kamu kurumları aracılığıyla yapılmıştır. İhraç para birimi olarak TL, yabancı para ve yabancı paralara endeksli olarak kullanılmıştır.

¹⁴¹ Serkan İmişiker, Altyapı Yatırımlarının Sermaye Piyasaları Yoluyla Finansmanı: Gelir Ortaklığı Senetleri Modeli, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu (Hizmete Özel), 2007, s.8.

GOS'i birden fazla altyapı tesisinin birleştirilmiş gelirlerine ortak olmayı sağlamak üzere *grup senetleri* halinde ya da her bir altyapı tesisinin gelirine ortaklığı sağlamak üzere *münferit* olarak çıkarılabilmektedir. GOS'i ana senet ve buna bitişik kuponlardan oluşur. Ana senet bölümünde, altyapı tesisinin adı, senedin itibari kıymeti, senedin süresi, tertip ve seri numarası, Kurul kararının tarihi ve numarası ile idarece gerekli görülen diğer hususlara yer verilir.

GOS'nin satış işlemi, İdare tarafından bir duyuru ile başlatılır. Bu duyuruda; ilgili altyapı tesisinin ismi ve senetlerin nominal değeri, satış fiyatı, satış süresi, satış yerleri ile İdarece gerekli görülen diğer hususlar belirtilir. Satışlar duyuruda belirtilen süreler içinde bankalar, 2499 sayılı Kanuna göre aracılık yapmaya yetkili olan kurumlar ve İdarece belirlenecek kamu kurumları aracılığı ile yaptırılabilir. Senet bedelleri nakit ve peşin olarak tahsil edilir. Satış hasılatı, ilgili kuruluşlar tarafından İdarece belirlenecek esaslar dahilinde Fon hesabına yatırılır.

Pay sahiplerine dağıtılacak meblağ, İdare ve bankalar arasında yapılacak sözleşme esasları içinde Fon'dan ilgili banka hesabına aktarılır. Senet sahipleri sadece o yıla ait kupon ile bankaya başvurarak kupona düşen gelir payını tahsil ederler. Bu kuponlar gerektiğinde ilgili banka ile İdare arasındaki hesaplaşmanın belgesini teşkil eder.

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 kârları, bunlardan ayrılacak kısımlar ve kârların 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.

GOS'i Sermaye Piyasası Kanunu'nun uygulaması açısından menkul kıymet addolunur ve ilgili mevzuat esaslarına göre Menkul Kıymetler Borsasında kote edilebilir. GOS'i, 1992 yılının Şubat ayından itibaren, Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım-Satım Pazarı'nda işlem görmeye başlamıştır. 1990'lan başında yoğun olarak kullanılan ancak fiyat belirlemenin zorluğu gibi nedenlerle likit bir ikincil piyasaya sahip olamayan ve günümüzde ihraç edilmeyen GOS'i için, ihale öncesinde ve vadesi süresince belirli periyotlarla açıklanacak olan referans fiyatlar, ikincil piyasada fiyat oluşumuna katkı sağlayarak GOS'nin likit bir ikincil piyasaya sahip olmasına yardımcı olacaktır.

Mudaraba sukuku gelir ortaklığı senedine benzemekle birlikte, gelir ortaklığı senedi mülkiyet devrini içermediğinden aralarında tam bir ayniyetin olduğundan söz edilemez. Diğer bir deyişle, gelir ortaklığı senedi ile ilgili düzenlemenin mudaraba sukukun tanımını karşılayabilmesi, mülkiyet devri konusunda yapılacak olan uyarlama ile mümkün olabilecektir.

2.10.2. Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi

Kâr 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 *Kâr 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.

Menkul kıymet alım satımı ile iştiğal eden ortaklıklar KZOB ihraç edemezler.¹⁴²

KZOB'i halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satılabilir. Halka arz edilerek satılmak üzere ihraç edilecek KZOB'nin hamiline, halka arz edilmeksizin satılmak üzere ihraç edilecek olanların ise nama yazılı olarak ihraç edilmeleri şarttır. Bu düzenlemede amaç, halka arz edilmeksizin satılacak KZOB'nin halka açık anonim ortaklıkla yönetim, denetim veya sermaye bakımından dolaylı veya dolaysız olarak ilişkili bulunan diğer bir teşebbüs veya şahıstan emsaline göre bariz derecede farklı bir faiz oranıyla satılmasını önlemek ve bunun denetimini kolaylaştırmaktır.

İhraç edilecek KZOB'nin üzerine, kâra ve zarara katılacağı ve bu belgelere kâr garantisi verilemeyeceği açıkça yazılmak zorundadır. KZOB'leri sahiplerine kâra ve zarara katılma hakkı ve mükellefiyeti getirmekte olup, zarar halinde anapara eksilir. Ancak zararın anaparanın belli bir yüzdesi ile sınırlandırılması mümkün olabilmektedir. Bu itibarla, kâr ve zarar ortaklığı belgelerinde açıkça bir riziko unsuru yer almaktadır. Bu unsura bağlı olarak Tebliğ'de kâr ve zarar ortaklığı belgelerinde kâr garantisi verilemeyeceği hükme bağlanmıştır.

KZOB'e en kısa vade bir ay, en uzun vade yedi yıldır. Vadeler, ortaklık faaliyetinin özelliğine göre muhtelif dönemlerde aylık ve katları olarak düzenlenir. Vade sonlarında KZOB bedelleri defaten ödenir. Serilerin itfa tarihleri, ait oldukları tertibin itfa tarihidir. Tertip içindeki serilerin farklı olan vadelerinin başlangıç tarihleri her birine ait satış sürelerinin bitimini izleyen gündür. KZOB'nin tümünün kâr veya zarara katılma payının tespitine esas olan kâr veya zarar miktarı, ihraççının vergiden önceki kâr veya zararıdır. İhraç edilmiş KZOB'nin tümünün, ihraççının uyguladığı yıllık hesap dönemi itibariyle kâr veya zarara katılma oranı, KZOB'nin ortaklıkta

¹⁴² Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, md. 1. Sermaye Piyasası Kurulu, Seri: III, No:27 sayılı.

kalış süreleriyle çarpılan nominal değerleri toplamının, aynı şekilde hesaplanan KZOB, öz kaynaklar ve eğer varsa katılma intifa senetleri değerleri toplamına olan oranına göre hesaplanır.¹⁴³

İhraççılar vade sonunda KZOB sahiplerine ödenmesi gereken tutar karşılığında artırılan sermayelerini temsil eden hisse senetlerini alma hakkı verebilirler. KZOB'nin hisse senetleri ile değiştirilmesine ilişkin esaslar ihraç öncesinde belirlenerek izahname ve sirkülerde kamuya ilan edilir. Hisse senedi ile değiştirilebilme hakkı sadece halka arz suretiyle satışı yapılan KZOB'nin tanınabilir ve KZOB'nin hisse senetleri ile değişimi ancak vade sonunda yapılabilir. İhraççının genel kurulu veya yönetim kurulu, KZOB sahiplerinin hisse senedi alma haklarını kullanmalarına engel olacak herhangi bir karar alamaz.

KZOB ihraç eden ortaklıklar, halka açık anonim ortaklıklara ilişkin ortak hükümleri düzenleyen Kanunun 11'inci maddesine tabi olduklarından, bu maddeye tabi ortaklıklar için Kanunun 16'ncı maddesinde öngörülen muhasebe, mali tablo ve rapor standartlarına uyum ve ilan ve bağımsız denetim yükümlülüklerini yerine getirmek zorundadırlar. Halka arz edilmeksizin satılmak üzere Kurul kaydına alınan KZOB'nin, bu Tebliğin izahname ve sirküler yayımlama dışındaki tüm hükümlerine tabidir. KZOB'nin hukuki vasfının sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi, kâr 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 kâr ve zarar ortaklığı belgesi BK md. 520 hükmünde düzenlenen adi

¹⁴³ Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, Sermaye Piyasası Kurulu md. 7. Seri: III, No: 27.

ortaklığa benzemekle birlikte, adi ortaklığın bir unsuru olan yönetime katılma ve ortaklık işlerini denetleme yetkisi, KZOB'lerde bulunmadığından adi ortaklık olarak nitelendirilememektedir. Bu çerçevede KZOB'leri kendine özel, bir sözleşme olarak tavsif edilebilecektir.¹⁴⁴ Müşaraka sukuk, kâr- zarar ortaklığına benzemektedir. Ancak müşaraka sukukda farklı olarak işletmeye ortak olunmaktadır.

¹⁴⁴ Erden Kuntalp, Kâr Ortaklığı Belgesi. Ankara 1983, ss.17-25.

3. Sukuk Ve Katılım Bankalarında Uygulanabilirliği

3.1. Sukuk Tanımı

İslami tahviller (sukuk) İslami finansman yöntemlerine dayanılarak ihraç edilen menkul kıymetlerdir.

Sukuk, Arapça *Sak* kökünden gelmekte olup, kelime anlamı olarak sertifika veya vesika anlamlarını içinde barındırmaktadır. Arapça'da bono ve tahviller için *Senet* kelimesi kullanılırken, İslami tahvil olan saklar için ise, *Sukuk* kelimesi kullanılmaktadır.¹⁴⁵ Bu çerçevede *finansal sertifika* anlamına gelen ve çok çeşitli çalışmalarda tahvilin İslami muadili olarak tanımlanarak *İslam Tahvili* adını alan sukuk, faizsiz olması özelliği ile İslami esaslara uygun bir menkul kıymet olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle sukuk faiz ödemeyi veya faiz masrafı yüklemeyi yasaklayan İslam Hukuk'u prensiplerine uyan menkul kıymetlerdir. İkincil piyasada işlem görüp görmemelerine göre sınıflandırılan finansal varlıklardır.¹⁴⁶

En basit şekliyle sukuk bir varlığa sahip olmayı veya ondan yararlanma hakkını göstermektedir. Sukukta yer alan hak iddia sadece nakit akışı hakkı değil aynı zamanda mülkiyet hakkıdır. Bu, sukuku geleneksel bonolardan farklılaştırmaktadır. Geleneksel bonolar faiz taşıyan menkul kıymetlerden oluşurken, sukuklar temel olarak varlık sepetinde sahiplik hakkından oluşan yatırım sertifikalarıdır.¹⁴⁷

Günümüz sukuku geçmişte kullanılan bu sukuktan farklıdır. Sukuk, ilgili varlığın değeriyle orantılı oluşturulan sertifikalar aracılığıyla varlığın

¹⁴⁵ Muhammad Akram Khan, *Islamic Economics and Finance*, London, Routledge, 2003, s.129.

¹⁴⁶ Andreas A. Jobst, *The Economic of Islamic Finance and Securitization*, IMF Working Paper, Ağustos 2007, ss.18-19.

¹⁴⁷ Ben J. Macfarlane, London: *The New Souk For Sukuk*, Mondaq Business Briefing, April 17, 2007, s.211.

mülkiyetinin geniş yatırımcı kitlesine transfer edildiği bir süreç olan menkulleştirmeye benzemektedir. Sukuk, yatırımcısına faiz yerine finansc edildiği varlıktan elde edilen gelir/ kârdan pay verdiği için geleneksel tahvillerle karşılaştırılarak değerlendirilmektedir. Tahvil, borca dayalı sertifika, sukuk ise varlığa dayalı sertifika olarak nitelendirilebilir.¹⁴⁸

Öte yandan geleneksel tahviller faiz taşıyan menkul kıymetlerden oluşurken, sukuklar temel olarak varlık sepetinde mülkiyet hakkından oluşan menkul kıymettir. Sukuk, orta-uzun vadeli sabit veya değişken getiri sağlayan faizsiz sermaye piyasası ürünü olup; uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirme ve derecelendirmelerinin yapılması yatırımcılar tarafından sukukun risk/getiri analizinin yapılmasında rehber olarak kullanılmaktadır. Kolay ve etkin ödemesinin yapılmasıyla yatırım süresince düzenli gelir akışı sağlayan sukuk, aynı zamanda likit bir enstrümandır ve ikincil piyasada işlem görmektedir.

Diğer yandan sukuk ile bono arasında fark bulunmaktadır. Bono, ihraç edenin belirli tarihlerde faiz ve anaparayı bono alıcısına ödemesini sözleşme ile yükümlülük haline getiren borç yükümlülüğü sözleşmesidir. Buna karşılık sukukta, sukuk alıcısı ilgili varlıkta tam tasarruf hakkı kazanmaktadır. Sonuç olarak sukuk alıcısına sukuk varlıklarının satılmasından oluşacak hâsılâtın yanında sukuk varlıklarından elde edilen gelirlerden de pay alma hakkı verilmektedir. Sukukun ayırt edici diğer bir özelliği de sertifikanın alıcısına borcu göstermesidir.

3.2. Faizsiz Menkul Kıymet Kullanımı

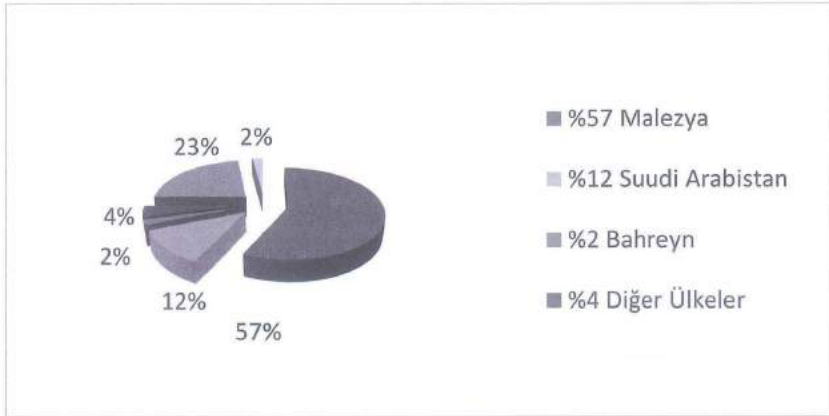
Tahvil, ödünç para bulmak için çıkarılan borç senetleridir. Buna karşılık sukukta, sukuk alıcısı ilgili varlıkta tam tasarruf hakkı kazanmaktadır. Sonuç olarak sukuk alıcısına sukuk varlıklarının satılmasından oluşacak hâsılâtın

¹⁴⁸ Ahmad Ausaf, *Contemporary Practices of Islamic Financing Techniques*, Jeddah, Islamic Development Bank, 1993, ss.19-23.

yanında sukuk varlıklarından elde edilen gelirlerden de pay alma hakkı verilmektedir. Sukuk ile tahvil birbirinden ayıran diğer bir özellik de tahvil ihraççının borcunu temsil ederken, sukuk ilgili varlıkta payı oranında malikliği temsil etmektedir.

Faizsiz finansman enstrümanlardaki son yenilikler faizsiz finansman endüstrisinin dinamiklerini değiştirmiştir. Müstakil ihraçlar yoluyla devlet ve şirketlere finansman sağlama aracı olarak özellikle bono ve menkul kıymet alanlarında sukuk veya faizsiz menkul kıymet kullanımı son yıllarda oldukça yaygınlaşmıştır. 2000 yılında toplam değeri 336 milyon USD olan üç ihraçla başlayan sukuk işlemleri 2006 yılı sonunda 77 ihraçla 27 milyar USD'nin üzerinde bir hacme ulaşmıştır. 2007 yılı sonunda toplam sukuk hacminin 35 milyar USD'yi geçmiştir Bugün itibariyle son 10 yılda dünya genelinde 150 milyar dolarlık Sukuk ihracı gerçekleşmiştir.¹⁴⁹

Şekil 3.1: Dünya Sukuk dağılımı



Kaynak: IFIS, 2007.

NOT: Alım-Satım konu olmayan Sukukların çok kullanılması sebebi ile Malezya'nın oranı yüksektir.

¹⁴⁹ Mostafa El Qorchi, Islamic Finance Gears Up, Finance and Development Magazine IMF, Volume 42, Number 4, Dec - 2005.

3.3. Sukuk Gelişim Süreci

Varlıkların menkul kıymetleştirilmesi kapsamında geliştirilen yatırım araçları, ilk olarak Ortaçağ'da alış-veriş ve diğer ticari faaliyetlerden kaynaklanan finansal yükümlülükleri gösteren bir kağıt olarak ortaya çıkmıştır. Günümüzde, bu yapıdan farklılaşarak, ilgili varlığın değeri ile orantılı olarak oluşturulan sertifikalar aracılığıyla varlığın mülkiyetinin geniş yatırımcı kitlesine transferini sağlayan bir menkul kıymetleştirme mekanizması haline gelmiştir. Benzer uygulamaları ilk olarak Osmanlı Devleti zamanında Süveyş Kanalı'nın finansmanı için ihdas edilen İslami tahvil, çağdaş anlamda Malezya hükümeti tarafından 1983 yılında ihraç edilmiştir. İslami bankaların varlık yönetimini kolaylaştırmak için bu tahviller, karz-ı hasen usulüne göre ihraç edilmiştir. Ancak bu tahvillerin ikincil piyasada işlem görmesine izin verilmemiştir. Malezya'nın ardından Kuveyt Merkez Bankası, mudaraba türünde tahvil ihraç etmiştir. Bugünkü halinde sukuk uygulamaları ise, ilk kez Malezya Hükümeti tarafından 2002 yılında gerçekleştirilmiştir. Başlangıçta 500 milyon USD olarak ihraç edilen Malezya sukuklarının %51'i Körfez Ülkelerinde, %30'u Asya'da, %15'i Avrupa'da ve %4'ü de ABD'de satılmıştır. Uygulanan yapı ise bir kamu kurumu olan Federal Malezya Arsa Ofisi elindeki arsaların kurulan bir Kamu Varlıkları Şirketi (SPV)'ne satılarak, oradan Malezya Hazinesi'ne kiralanarak elde edilen kira gelirlerinin, SPV'ce ihraç edilen sukukların satıldığı kişilere gelir olarak aktarılmasını sağlayan bir yapı üzerine inşa edilmiştir.

Malezya Sermaye Piyasası Kurulu, sukuk ihracını sıkı kurallara bağlamıştır. Diğer tahvil ihraçlarından farklı olarak ekstra yükümlülükler getirmiştir. Örneğin Malezya'da sukuk ihraç etmek için, SC tarafından tanınan ve ilan edilen kişilerden oluşan *Şer-i Tavsiye Komisyonu*'ndan olur alınması gerekmektedir. Böylece ihracın dayandığı faaliyetin İslami esaslara uygun olduğu tescillenmiş olmaktadır. Öte yandan ihraçla ilgili bilgi ve belgeler ile ihraca ilişkin yapılması gereken açıklamalar liste halinde ilan edilmiştir. Tüm ihraçların SC tarafından tanınan derecelendirme

kuruluşlarınca derecelendirmeye tabi tutulması gerekmektedir. Ayrıca tüm İslami finansal araçlar Malezya borsalarına kote olmamışlarsa, SC tarafından uygulanan *Fully Automated System for Issuing/Tendering ve Real Time Electronic Transfer of Funds and Securities* sistemlerine tabi olmak zorundadırlar.¹⁵⁰ İkincil piyasada işlem gören ilk sukuklar 2000 yılında Bahreynde ihraç edilmiştir. Sadece İslam dünyasında değil, uluslararası piyasalarda da küresel bir yatırım aracı olarak kullanılmaya başlanan sukuk ihraçları, Lüksemburg Borsası'ndan sonra 20.7.2006 tarihinde ilk defa Londra Borsası'na da kote edilmiştir. Günümüzde sukuk, uluslararası sermaye piyasalarında finansmanı arttırmak için geliştirilen faizsiz Bankacılık ilkelerine uygun önemli finansal araçlardan birisidir. Özel şirketler, devlet şirketleri ve finansal kurumlar sendikasyon finansmanına alternatif olarak uluslararası sukuk çıkarmayı enstrüman olarak kullanmaktadırlar.

3.4. Sukuk Fonlarının Kullanım Alanları

Proje, varlık ve bilanço endeksli olarak sukukun 3 farklı genel kullanım alanları vardır.

3.4.1. Proje Endeksli Sukuk

Proje endeksli Sukuk'a en iyi örnek Katar Hükümeti tarafından ihraç edilen Hamad Medikal Center için edilen sukuklardır. 2003 yılında Ekim 2010 vadeli 700 milyon USD değerinde güvence sertifikası ihraç edilmiştir. Sukukun yıllık değişken getiri oranı libor+ 0.45 olarak belirlenmiştir¹⁵¹.

¹⁵⁰ Robert Gray and İsmail Arshad, *Regulating Islamic Capital Markets, Islamic Finance The Regulatory Challenge*, Simon ARCHER ve Rifaat Ahmed Abdel Karim (Ed.), John Wiley&Sons (Singapore), 2007, s. 283.

¹⁵¹ A.g.e.

3.4.2. Varlık Endeksli Sukuk

Varlıkların kazanç haklarının yatırımcılara satılmasını konu alan sukuklar varlık endeksli sukuk kategorisine girmektedir. Bahreyn havalimanının genişletilmesini finlanmak için ihraç edilen 250 milyon usd değerindeki beş yıllık icara sukukudur Varlık Endeksli diğer bir sukuk örneği de Malezya Hükümeti icara sukuku sertifikasıyla 2002 yılında 600 milyon USD'lik ihraç gerçekleştirmiştir.¹⁵²

3.4.3. Bilanço Endeksli Sukuk

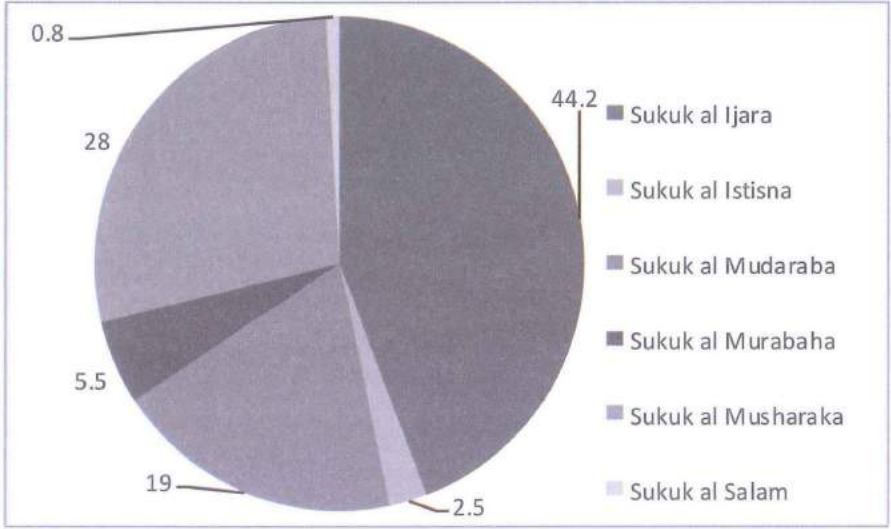
İslam Kalkınma Bankası (*Islamic Development Bank- IDB*)'ın ihraç ettiği 400 milyon USD değerindeki 2008 vadeli sukuk bilanço endeksli sukuk için örnek verilebilir. 2003 Ağustos ayında 5 yıllık vadeli sukuk ihraç ederek sağlamıştır¹⁵³.

3.5. Sukuk Çeşitleri

Finansman ve ticari işlemlerde kullanma şekillerine göre sukuklar çeşitlilik göstermektedir. En önemlileri icara, muşaraka, salam ve istisna sukuklarıdır.

¹⁵² Rodney Wilson, *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk: Overview of the sukuk market*, Euromoney, 2004.

¹⁵³ Küçükçolak, 2008.

Şekil 3.2: Sukuk Dağılımı¹⁵⁴

3.5.1. Mudaraba Sukuku

Mudaraba hissesinde eşit değerde paylara sahipliği (mülkiyet) temsil eden, mülkiyetin tam olduğu, murabaha alıcılarının isminin kaydedildiği ve getirisinin sahip olunan hisseye göre dağıtıldığı yatırım sukuklarıdır. Bu tür sukuk alıcıları (rabbul-mal) mal sahibidirler. Mudaraba sukuku büyük yatırım projelerinde geniş kitlelerin katılımını arttırmak için kullanılmakta ve aşağıdaki özellikleri taşımaktadır¹⁵⁵:

Mudaraba sukuku, ortak mülkiyeti ifade eder ve sukuk ihraç edene karşı özel projelerde sukuk alıcısına hisse hakkı verir. Mudaraba sukuku sözleşmesi, ihraç ile ilgili sermayenin türü, getiri oranı ve diğer şartların şeri

¹⁵⁴ Ayrıntılı bilgi için lütfen bkz.,

http://www.menafn.com/updates/research_center/Regional/Special_Ed/gih0108.pdf

¹⁵⁵ Margaret Cole and Mohammed Al-Sheikh, *The Growth of Sukuk in the Global Capital Markets*, AsiaLaw, 2004.

hükümlere uygunluğunu gösteren tüm bilgilerin yer aldığı ihracın tanıtımındaki resmi bildirimce dayanmaktadır. Mudaraba sukuku alıcısına, sözleşmeyi (kontrat) kendi takdiriyle menkul kıymet piyasasında satarak mülkiyeti başkasına devretme hakkı verilmiştir.

Mudaraba sukukunun satışı aşağıda listelenen kurallara göre yapılmalıdır. Projenin operasyonundan önce Mudaraba sermayesi, para şeklinde ise Mudaraba sukukunun alım-satımı işlemi para ile para değişimi gibidir. Bu durumda kıymetli maden alım/satım (*bay al sarf*) kuralları uygulanmaktadır.

Mudaraba sermayesi borç şeklinde ise İslamiyet'in borç hukuku kurallarına uyması gerekir. Mudaraba sermayesi nakit, mal, emlak, alacak ve kârdan oluşan sepet şeklinde ise işlem karşılıklı anlaşmaya dayalı piyasa fiyatına göre yapılmalıdır.

Sukuk alıcılarından fon toplayan SPV/idareci kendi fonunu da yatırım yapar. Mudarip olarak kârdaki payına ilave olarak SPV katkıda bulunduğu kendi sermayesi oranına göre getiri elde eder.

Tanıtım broşürü veya Mudaraba sukuku, ihraç eden veya fonun yöneticisi tarafından sermaye, sabit getiri veya sermaye oranına göre getiri için herhangi bir garanti içermemektedir. Aynı şekilde; (1) tanıtım broşürü veya onun devam olarak ihraç edilen Mudaraba sukuku, sukuk alıcısına belirli bir miktarda ödeme yapılmasını öngörmeyebilir, (2) İslami kurallar uygulanarak gelir paylaşılabilir, (3) projenin kâr ve zararı yayımlanmalı ve sukuk alıcılara dağıtılmalıdır, (4) gelirden kesinti yapılarak sermaye kaybı gibi beklenmedik durumlar için rezerv oluşturulabilir ve (5) tanıtım broşürü, mudaraba sözleşmesinden bağımsız olmak şartıyla yasal veya finansal

herhangi bir getiri olmadan projedeki zararı karşılamak amacıyla üçüncü kişilerin belir bir miktar hibe vaadini içerebilir¹⁵⁶.

Üyelik için belirlenmiş zamanın bitiminde, sukuk alıcısı kendi rızasıyla menkul kıymet piyasasında işlem yaparak (satarak) mülkiyet hakkını başkasına transfer edebilir.

İşlem adımları için; (1) mudarip, proje sahibiyle projenin görevlendirmesi/ inşası için anlaşmaya varır, (2) SPV, fon sağlamak için sukuk ihraç eder, (3) mudarib, proje faaliyetinden gelen nihai sermaye hâsılatı ve düzenli getiri ödemesialır ve (4) mudarip, tamamlanınca projeyi sahibine teslim eder.

Shamil Bank (Bahreyn), Suudi Arabistan'da faaliyet gösteren bir gayrimenkul şirketiyle arazi geliştirme projesi (*Al Ehsa Special Realty Mudarabası*) ile 360 milyon Suudi Riyali değerinde yatırım sermayesi temin etmiştir. Mudarabanın amacı yatırımcılara arazi finansmanına katılımlarından dolayı getiri sağlamaktır.¹⁵⁷

3.5.2. Muşaraka Sukuku

Muşaraka varlığının mülkiyetini temsil eden yatırım sukuklarıdır. Sukuk ihraç edenlerin yatırım kararlarında referans gösterilen sukuk alıcılarından oluşan komite oluşturmaları durumunda sukuku elinde bulunduranlar ve sukuku ihraç edenler arasındaki ilişkinin organizasyonu hariç mudaraba sukukundan farkı yoktur. Muşaraka Sukuku, ortaklık sözleşmesine dayalı mevcut bir işin finansmanını geliştirmek veya yeni bir projeyi tesis etmek için kullanılır. Sertifikayı elinde bulunduranlar hisseleri oranında projenin

¹⁵⁶ Sukuk, İslami Finansman Bonosu, Alıntı, <http://www.riskcenter.com.tr/kredirisk/kredifiles/TS/sukuk.pdf> (19.12.2008).

¹⁵⁷ Küçükçolak, a.g.e, s. 29.

veya faaliyetin sahibi olurlar. Bu Muşaraka sertifikaları ciro edilebilir enstrüman olarak işlem görür ve ikincil piyasalarda alınıp satılabilirler¹⁵⁸.

Yeni bir projenin kurulması, varolan bir projenin geliştirilmesi veya herhangi bir ortaklık sözleşmesini temel alan bir faaliyetin finansmanı için çeşit değerlerde ihraç edilmiş sertifikalardır. Yatırım acentesi, mudaraba veya katılım esasına dayalı muşaraka sertifikalarıyla sertifika sahipleri hisseleri oranında projenin veya faaliyetin sahibi olurlar.

İşlem adımları olarak; (1) sabit bir dönem ve anlaşılan kâr paylaşımı için SPV ve şirket muşaraka anlaşması yaparlar. Şirket periyodik olarak SPV'nin muşaraka hisselerini satın almayı garanti eder, (2) şirket (Muşarik olarak) Muşarakaya konu olan toprağa veya diğer fiziksel aktiflere katkıda bulunur, (3) SPV (Muşarik olarak) nakit (*muşarakaya yatırım yapanlardan elde edilen ihraç geliri vb.*) katkıda bulunur, (4) muşaraka, muşarakaya eklenen ilave nakitlerle toprağı veya fiziksel değerleri geliştirmesi için ve geliştirilen değerleri Muşaraka namına satıp/kiralaması için bir şirketi yetkili acente atar- yetkili acente (şirket) sabit acenta ücretine ilave olarak teşvik edici değişken ücret elde edecektir, (5) kârlar sukuk hissedarlarına dağıtılır, (6) şirket, yarıyıl esasına göre SPV'nin muşaraka hisselerini önceden anlaşılan fiyat üzerinden satın almayı vazgeçilmez şekilde garanti eder ve sabitlenmiş dönem sonunda SPV'nin muşarakada hiçbir hissesi kalmaz.

Muşaraka Sukuku Uygulamalarına baktığımızda, Emirates Airline'nın 550 milyon USD değerindeki 7 yıllık sukuku, Muşaraka ile yapılmıştır. Muşaraka veya ortak girişim Dubai Havaalanının yanında bulunan ve daha sonra Emirates'e kiralanacak yeni genel müdürlük binasının ve mühendislik merkezinin yapımı için kurulmuştur. Muşarakadan gelen kira geliri şeklinde

¹⁵⁸ Kym Brown, M. Kabir Hassan and Michael Skully, Operational Efficiency and Performance of Islamic Banks, Handbook of Islamic Banking, M. Kabir Hassan, Lewis Mervyn (Ed.), Edward Elgar Publishing, 2007, ss.85-110.

olan kâr, güvence sertifikasındaki periyodik ödemeyi yapmak için kullanılacaktır.

Sitara Kimyasal Sanayileri Ltd, Haziran 2002'de 360 milyon Riyal değerinde kâr-zarar paylaşımına dayalı dönemsel finans sertifikalarını (TFC's) ihraç etmiştir. TFC's beş yıl için sabitlenmiş olup kâr/ zarar paylaşımı şirketin Kimya bölümünün kâr/ zararına endekslenmiştir.

Kuveyt Finans Kurumu (KFH) Likidite Yönetim Merkezi (LMC) ve Al Muthanna Yatırım Şirketi (MIC), yetkilendirilmiş ana düzenleyiciler olarak Kheiran Pearl City projesinin parçası olan Lagon City rezidans ve ticari emlak projesini desteklemek için 125 milyon US\$ Lagoon City Muşaraka sukuku ihraç etmiştir.

3.5.3. İcara Sukuk

Bu sukuk türü sahibine kiradaki bir gayrimenkuldeki eşit ortaklığın sahipliğini veya gayrimenkulün intifa hakkını sunar. İcara sukuku sahiplerine gayrimenkulün mülkiyet hakkını, kirasını almayı ve sukuku kiracının haklarını etkilemeyecek şekilde elden çıkarma mesela alım-satımını yapma hakkını tanır. İcara sukuku sahipleri söz konusu gayrimenkulün bakım maliyetlerini üstlenmektedirler. İcara sukuk, bir kira kontratı ile bağlanmış tanımlı, mevcut ve bilinen varlıkların mülkiyet hakkını sahiplerine sunar ve kira bedeli sukuk sahibine ödenir. İcara kiralari kiracının intifa hakkını kullanma dönemi ile ilişkili olmayabilir. Tarafların ortak kararı ile kiralamanın öncesinde, kiralanmış durumda iken veya kiraladıktan sonra yapılabilir. Bu esneklik çeşitli türlerde kontratların geliştirilmesini ve sukukun çeşitli amaçlar için kullanılmasını sağlamaktadır.¹⁵⁹

¹⁵⁹ Monzer Kafh, The Use of Icara Bonds for Bridging the Budget Gap, Islamic Development Bank, Seminar Proceedings Number 39, 1997, s.29.

İcara sukukun özellikleri ise şu şekilde sıralanmaktadır:

(1) bir icara kontratı yapılırken söz konusu varlığın kiralanabilir olduğu ve kira miktarının ne kadar olduğunu tarafların açıkça biliyor olması gerekmektedir. Eğer her ikisi de biliniyorsa henüz inşa edilmekte olan varlık veya gayrimenkuller de kontratta açıkça tanımlanmak kaydıyla kiraya verenin normal şekilde elde edeceği, inşa edeceği veya alacağı varlığın kiraya verilmesini sağlayarak sukuka konu olabilir. Kiraya veren, kiracının varlıktan yararlanma hakkını engellemeyecek şekilde varlığı satabilir. Varlığın yeni sahibi kirayı alma hakkını da elde edecektir, (2) 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, (3) İslami kaidelere göre, varlığın temel yapısıyla ilgili ödemeler ve maliyetler varlığın sahibinin sorumluluğundadır. Kullanımı ile ilgili oluşan bakım giderleri ise kiracının yükümlülüğündedir, (4) icara sukukunun ihraç sürecinde varlığı satın alan ve yatırımcılara sukuku dağıtan bir SPV vardır. SPV 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, (5) icara sukuk ciro edilebilir ve ikincil piyasada alım satımı yapılabilir, (6) icara 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 gerçekleştirebilirler.¹⁶⁰

İşlem adımları olarak; (1) yükümlü söz konusu varlığı önceden anlaşılmuş olan fiyattan SPV'ye satar, (2) SPV satın aldığı fiyatta eşit şekilde sukuk sertifikası ihraç ederek finansmanı sağlar, (3) kira sözleşmesi, belirlenmiş bir süre için yükümlünün varlığı kiracı olarak yeniden

¹⁶⁰ Syed Ali Salman, Introduction to Ijara Sukuk: Current Structures and Future Prospects, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, 2005, s.21.

kiralamasıyla SPV ve yükümlü arasında imzalanır, (4) SPV yükümlüden periyodik olarak kirayı alır, (5) kira tutarı yatırımcılara (sukuk sahiplerine) dağıtılır, (6) vadede veya parçalanma durumunda, SPV önceden belirlenmiş bir fiyattan varlığı yükümlüye geri satar. Bu tutar icara sukukun şartlarındaki tüm borçlara eşit olmalıdır.¹⁶¹

3.5.4. Murabaha Sukuk

Bu sukuk türünde sertifika ihraç eden taraf Emtia Murabahası satıcısı, murabaha alan emtianın alıcısı ve fon da emtianın satın alma maliyetidir. Sertifika sahipleri murabaha emtiasına sahip olurlar ve emtianın tekrar satışında nihai satış fiyatı hakkına sahiptirler.

Murabaha temelli sukukun hukuki olarak geçerli olması için sadece birincil piyasada işlem görmesi gerekir. Sukukun ciro edilmesi veya ikincil piyasada işlem görmesine İslam hukuku tarafından izin verilmemiştir.

Çünkü sertifikalar, emtia alıcısının sertifika sahiplerine borcunu temsil etmektedir ve borcun vadeli olarak alınıp satılması faizle sonuçlanacağından izin verilmemiştir. Borç enstrümanı olmasına rağmen büyük bölümü muşaraka veya icara sukuku gibi ciro edilebilir enstrümanlardan oluşan ve bir portföyün küçük bir parçasını oluşturursa murabaha sukuku ciro edilebilir. Murabaha sukuku, anlaşılan fiyattan borcun satışına (*bai-al-dayn*) izin verilen Malezya'da daha yaygındır.

İşlem adımları olarak; (1) SPV ve borçlu arasında ana sözleşme imzalanır, (2) SPV yatırımcılara sukuk ihraç eder ve sukuk getirisi alır, (3) SPV emtia satıcısından spotta emtia satın alır, (4) SPV emtiayı kâr marjını ekleyerek spot fiyattan anlaşılan zaman diliminde taksitli ödenmek üzere

¹⁶¹ Yavuz Akbulak ve Erkan Özgüç, Alternatif Finansman Yöntemi Olarak İslami Finansal Araçlar ve Türkiye'de Uygulanabilirliği Üzerine Düşünceler, Aktive Finans Dergisi, Kasım- Aralık, 2004, s.80.

borçluya satar, (5) borçlu emtiayı spotta emtia alıcısına satar ve (6) yatırımcılar nihai satış bedeli ve getiri elde ederler.¹⁶²

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, EURO ve GBP) murabaha sukuku ihraç etmişlerdir. Sukukun vadesi beş yılda olup önerilen fiyat üç aylık libor+ 175 pipstir.

3.5.5. Salam Sukuk

Salam sermayesi toplamak için eş değerli olarak ihraç edilen belgelerdir salam sukuk olarak nitelendirilmektedir. Toplanan bu sermaye ile ihraç olan belgeleri alanlar Salam bazlı satılan malların mülkiyetini almış olur. Belgeleri ihraç eden bu malların satıcısıdır. Üyeler ise malların alıcılarıdır. Ödenecek üyelik ücretleri malların satınalma fiyatıdır. Salam belgelerini ihraç edenler mal sahipleri ve bu mal sahipleri Salam bazlı malları ihraç edilen Salam Sukuk belgeleri ile satmaya yetkilidirler.¹⁶³

Salam-bazlı menkuller bir SPV aracılığıyla çıkartılıp satılabilir. Böylece yatırımcılardan alınan fonlar belli bir malın ileriki bir tarihte teslim alınacağı sözleşmesi ile SPV şirketine ödenir. SPV ayrıca sözleşmede belirtmiş olduğu miktardaki malı teslim etme zamanında daha yüksek bir fiyattan pazarlaması için bir acente ile anlaşabilir. Alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki fark SPV nin ve ayrıca Sukuk alıcılarının kârıdır.

Salam için geçerli olan tüm şer-i gereklilikler Salam Sukuk için de geçerlidir. Alıcının ödemeyi tam olarak yapması, salam bazlı malın standart

¹⁶² Ali Tariqi, What is sukuk?, Ahntı, <http://islamicbanking.worldmuslimmedia.com/what-is-sukuk/> (19.12.2009).

¹⁶³ Küçükçolak, a.g.e., s.34.

bir yapıya sahip olması, malın miktarının, kalitesinin, teslim tarih ve yerinin açıkça belirlenmiş olması bu gerekliliklere örnek olarak gösterilebilir.

Salam ve aynı zamanda Salam Sukuk ile ilgili Şer-i şartlardan biri de alınan malın vade zamanı gelmeden ikinci bir satışının yapılamamasıdır. Çünkü bu tür işlemler borç satışı olarak değerlendirilir ve Salam likit olmayan ve yatırımcılara cazip gelmeyen bir enstrüman halini alır. Oysa yatırımcı Salam belgesini Salam bazlı menkulün vade zamanı geldiğinde fiyatının daha yüksek olacağını düşünüyorsa alacaktır.

İşlem adımları olarak; (1) SPV bir yükümlü ile hem malları hem de alıcıları bulmak için anlaşma imzalar. Yükümlü, Sukuk-alıcıları adına malları almayı ve sonrasında yine Sukuk sahipleri adına kâr etmek için malları satmayı taahhüt eder, (2) salam belgeleri yatırımcılara verilir ve SPV Sukuk getirilerini alır, (3) salam getirileri ileriki bir tarihte malları satacak olan Yükümlüye verir, (4) SPV Yükümlü den malları alır, (5) yükümlü Sukuk sahipleri adına malları kâr için satar, (6) sukuk sahipleri malların satış getirilerini alır.

Salam sukuk uygulamasına bakıldığında; Bahreyn Hükümeti Salam Sözleşmesinde, Salam Sukuk'un baz varlığı alüminyum olarak belirlenmiştir. Sözleşmede, alıcıya peşin ödeme yapması karşılığında belirlenmiş ileriki bir tarihte alüminyum satılacağı taahhüt edilir. Bahreyn İslam Bankası (BIB) Salam Sözleşmesine katılmak isteyen diğer bankaları temsil etmek üzere görevlendirilmiştir. BIB sözleşmeleri ve gerekli dökümanları diğer bankalar adına imzalamaya yetkili kılınmıştır. Aynı zamanda alıcı Salam bazlı malı dağıtım kanalları ile pazarlaması için Bahreyn Hükümetini acente olarak görevlendirir. Bahreyn Hükümeti BIB'nın Salam sahiplerine diğer geleneksel kısa vadeli para piyasası

enstrümanlarının getirisine eşit getiri getirecek şekilde kazanç olmasını sağlayacak bir fiyattan alüminyum pazarlamasını sağlar¹⁶⁴.

3.5.6. İstisna Sukuk

İstisna sukuku, sertifika sahibinin sahip olduğu ürünleri imal için gerekli fonların sağlanması amacıyla ihraç edilen ve eşit değer taşıyan sertifikalardır. Üyelikten elde edilen fonlar ürünün maliyetiyken, sertifikaları ihraç edenler üreticiler (*satıcı/ tedarikçi*) ve üyeler ise planlanan ürünün alıcılarıdır. Sertifika alıcıları ürüne sahip olurlar ve sertifikanın satış bedeline veya paralel istisnaya satılan ürünün satış bedeline hak kazanmaktadırlar. İstisna sukuku büyük altyapı projelerini finanse etmekte kullanışlıdır. Alt yükleniciyle paralel istisna sözleşmesi yapması için istisnadaki yükleniciye izin vermesinden dolayı İstisna finansal aracılığa uygundur. Bu nedenle bir finansal kuruluş kâr amaçlı bir inşaat işlemini yüklenebilir ve altyüklenici sözleşmesiyle inşa işlemini uzmanlaşmış bir firmaya devredebilir.¹⁶⁵

İslam hukuku bu borç senetlerinin ön (ilk) değerinden farklı herhangi bir fiyattan üçüncü bir kişiye satılmasını yasaklamıştır. Bu nedenle bu tür sertifikalar ikincil piyasa işlem görememektedir.

İşlem adımları olarak; (1) SPV, projeye fon temin etmek amacıyla sukuk ihraç eder, (2) sukuk ihraç getirisi yüklenici/inşacı tarafından inşa ve projeyi gelecekte teslim etmek için kullanılır, (3) malın mülkiyeti SPV'ye devredilir, (4) mülkiyet/ proje nihai alıcıya kiralanır veya satılır. Nihai alıcı SPV'ye aylık taksitlerle ödeme yapar, (5) getiri sukuk alıcıları arasında dağıtılır

¹⁶⁴ Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, *An Introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*, Wiley, First Edition, November, 2006, s.111.

¹⁶⁵ Türkiye Finans Katılım Bankası, *Günlük Bülten, Sukuk, Alıntı*, <http://www.turkiyefinans.com.tr> 2007/05.

İstisna sukuk uygulaması olarak; Milli Merkezi Soğutma Merkezi (Birleşik Arap Emirlikleri) adına Tabreed'in beş yıllık global şirket sukuku %5.50 sabit kupon ödemesi sağlamıştır. İcara istisna ve İcara mawsufah fi al dhimmah'den (*forwad leasing sözleşmesi*) oluşmaktadır. Değeri 136 milyon USD olan, mevcut borcu azaltmak ve finansal büyümeyi sağlamak için gerekli fonun bulunması amacıyla ihraç edilmiştir.

Durrat Sukuku, Durrat Al Bahrain olarak bilinen Bahreyn Krallığının en büyük rezidans projesinin bir milyar usd'lik rezidans ve alışveriş merkezinin ilk aşamasının altyapı çalışmalarını finanse etmek için ihraç edilmiştir. Sukuk üçer aylık dönemlerde libor+ 125 baz puan getiriye sahiptir, beş yıl için çıkarılmıştır ve erken ayrılma opsiyonu vardır.

3.5.7. Melez Sukuku

Sukuk ihracı ve alım-satımının önemli bir yatırım aracı oluşu ve yatırımcıların farklı taleplerinin göz önünde bulundurulması nedeniyle; daha kapsamlı bir sukuk olan *hibrid ya da karma sukuk* piyasada işlem görmeye başlamıştır. Hibrid sukukta ilgili varlık havuzu İstisna, Murabaha ve İcara'dan oluşmaktadır. Farklı niteliklerdeki enstrümanlardan oluşan bir varlık havuzuna sahip olmak, fonların daha yüksek hareket kabiliyetine imkan sağlamaktadır. Her ne kadar murabaha ve istisna sözleşmeleri menkul kıymete dayalı enstrümanlar gibi ikincil piyasalarda satılamasa da, bir hibrid sukukta varlık havuzunun en az %51'i İcara sukuk gibi piyasada alım satımı yapılabilen sukukdan oluşmalıdır.¹⁶⁶

Murabaha ve istinanın havuzun birer parçası olmasından ötürü bu belgelerin getirisi sadece önceden belirlenmiş sabit bir oranda olabilir.

İşlem adımları olarak; (1) İslami finans koordinatörü maddi varlıkları ve murabaha işlerini SPV'ye transfer eder, (2) SPV, sukuk sahiplerine katılım

¹⁶⁶ Fitchratings, Fitch's Approach to Rating Sukuk, Criteria Report, 5.3.2007, s.8.

sertifikası yayımlar ve fonları toplar. Bu fonlar İslami finans koordinatörü tarafından kullanılır, (3) İslami finans koordinatörü SPV'den bu varlıkları anlaşılmiş bir zaman periyodu üzerinden satın alır ve (4) yatırımcılar bu varlıklar üzerinden sabit bir getiri elde ederler.¹⁶⁷

İlk melez sukuk uygulaması, İslami Kalkınma Bankası tarafından ihraç edilmiş olup ve içeriği %68 İcra sukuk, %30.73 murabaha ve %3.4 istisna sukuk şeklindedir. Piyasa sürülen bu sukuğa uluslararası pazarlanabilirlik sağlamak için IDB tarafından garantörlük verilmiştir.

Jersey, kanal adalarında faaliyet gösteren bir anonim şirket olan Solidarity Trust Services tarafından 400 milyon USD'lık sukuk ihraç edilmiştir. Özel Sektörün Gelişimi İçin İslami İşbirliği Örgütü; bu varlıkların konsolide net aktif değer üzerinden IDB'den alınıp Solidarity Trust Services'a satılması şeklinde aracı rol oynamıştır.

3.6. Sukuk İhracında Malezya Örneği

Sukuk ihracının ilk olarak Malezya hükümeti tarafından yapılmasından dolayı, sukuk açısından bu ekonominin incelenmesi gerekmektedir. Malezya; İslami finans sisteminin gelişiminde öncülük eden ülkelerden biri olmuştur. Ülkede bu sistemin ilerlemesinde devlet desteği ön plana çıkmaktadır. İslami Finans Malezya'da 30 yıldır varlığını sürdürüyor. 1983 yılında İslami bankacılık kanunu, 1984'te Takaful (İslami sigortacılık) kanunu çıkartılarak gerekli hukuki altyapı hazırlanmıştır.¹⁶⁸ Dünyadaki ilk İslami bankalardan olan Malezya İslam Bankası, 1983 yılında kurulmuştur. Yine dünyadaki ilk İslami yatırım fonu 1993 yılında Malezya'da oluşturulmuş, bir yıl sonra da sadece İslami hisse senetlerinin alım satımını yapan ilk aracı kurum kurulmuştur. İlk devlet sukuku (2002) yine

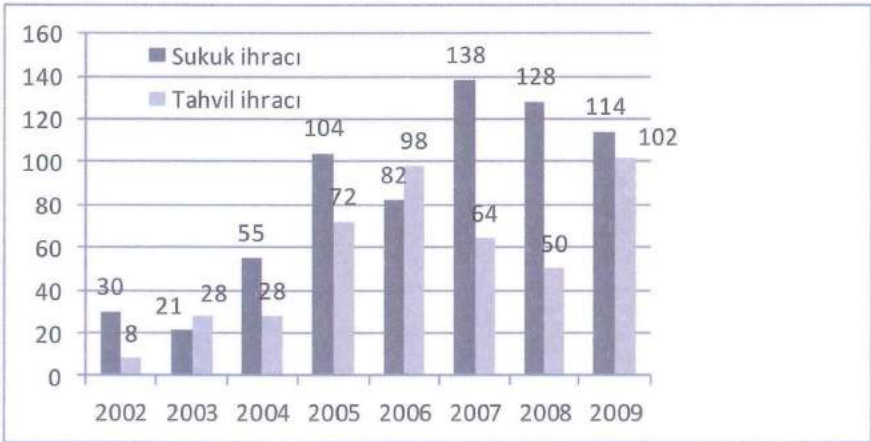
¹⁶⁷ Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, a.g.e., s.127.

¹⁶⁸ Ayrıntılı bilgi için lütfen bkz.,

<http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=14&pg=17&ac=16&full=1>

Malezya'da ihraç edilmiştir. 2009 yılında yayınlanan bir rapora göre, dünyadaki toplam sukuk ihracının %79'u Malezya'da yapıldığı belirtilmektedir.¹⁶⁹ 2007 yılında erçeve'da 28.1 milyon USD'lik sukuk ihracı gerçekleşirken Körfez Bölgesinde ise toplam 19 USD'lik ihraç gerçekleşmiştir. Bu durum 2004 Ocak- 2007 Temmuz arasında dünyada yapılan toplam sukuk ihracının %75'inin Malezya da olmasını desteklemektedir. Bu aynı zamanda Malezya'daki sukuk ihracının ülkedeki tahvil ihracının yaklaşık yarısına karşılık geldiği fikrini de desteklemektedir. Aşağıdaki Şekil'de bunu göstermektedir.¹⁷⁰

Şekil 3.3: Malezya'da Konvansiyonel Tahviller ile Sukuk ihracı¹⁷¹



2000 yılından itibaren Malezya'nın Uluslararası İslami Finans Merkezi olması yönünde çalışmalarına başlanmış, yabancı katılımcıların piyasaya

¹⁶⁹ Ayrıntılı bilgi için lütfen bkz., http://www.khaleejtimes.ae/biz/inside.asp?xfile=/data/business/2010/August/business_August352.xml§ion=business

¹⁷⁰ Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss and Laurent Weill, Are Sukuk Really Special? Evidence from the Malaysian Stock Exchange, 2010, Ayrıntılı bilgi için lütfen bkz., <http://www.em-strasbourg.eu/docs/iw/papers/Godlewski-Turkariss-Weill.pdf>

¹⁷¹ Ayrıntılı bilgi için lütfen bkz., <http://www.em-strasbourg.eu/docs/iw/papers/Godlewski-Turkariss-Weill.pdf>

girmesi için çeşitli düzenlemelere gidilmiştir. Labuan Uluslararası Finansal Borsası bu amaca uygun olarak İslami finans alanında da faaliyetlerine devam etmektedir. 2009 Kasım sonu itibariyle Borsaya kote borçlanma araçlarının %34'ü İslami prensiplere uygun olarak ihraç edilmiştir.¹⁷² Malezya'da İslami tahvil sukuk ihracı 2007'de 37 milyar \$'a çıkmıştır. Bu dönemdeki dünyadaki toplam sukuk stokunun %61'i Malezya'dadır. Küresel finans krizinin etkisiyle 2008 yılında bu faaliyetler de kısıtlı kalmış, 2008'de 12 milyar \$'lık yeni sukuk ihracı gerçekleşmiştir.¹⁷³ İlk İslami tahvil, Malezya Hükümeti tarafından 1983 yılında ihraç edilmiştir. İslami bankaların varlık yönetimini kolaylaştırmak için bu bonolar, (faizsiz borç) usulüne göre ihraç edilmiştir.¹⁷⁴ İslami Finans Bilgi Hizmetleri'nin (IFIS) 2010 ilk yarı sukuk raporuna göre, 2010 yılının ilk yarısında 20,41 milyar USD değerinde 350 adet Sukuk sözleşmesi ihraç olmuştur. Bu ihraçların en fazlası 15,45 milyar USD'lik 313 adet ihraç ile Malezya tarafından gerçekleştirilmiştir. Malezya'nın en yakın takipçisi olan Endonezya 1,75 milyar USD değerinde 16 adet sözleşme ihraç etmiştir.¹⁷⁵ 2010 yılında ihraç edilen Güneydoğu Asya'da ihraç edilen Sukuk kontratlarının %89'u Malezya'da ihraç edilmektedir. Aynı şekilde Malezya'da ihraç edilen sukuk kontratlarının erçeveye artı göre sınıflandırıldığında en büyük erçeve %67 ile kamu kesimidir. Geri kalan %33'lük kesimin %15'ni yarı kamu niteliğindeki kurumlar. Diğer kalan %18'lik kısmı ise özel sektör oluşturmaktadır.

Sukuk gibi İslami finansal erçeveye arın geliştirilmesi yasal bir erçeveye oturtularak. Malezya hükümetleri tarafından bir devlet politikası

¹⁷² Gökben Altaş, Malezya Sermaye Piyasası, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Sayı 89, Ocak, 2010, s.34.

¹⁷³ Hijazi Faisal, Global Sukuk Issuance: 2008 Slowdown Mainly Due to Credit Crisis, But Some Impact from Shari'ah Compliance Issues, Alıntı, http://www.institutfrancaisdefinancelamisque.fr/docs/docs/doc_id57.pdf (13.12.2010).

¹⁷⁴ Gökben Altaş, İslami Finans Sistemi, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Sayı 69, Mayıs, 2009 s.19.

¹⁷⁵ Ayrıntılı bilgi için lütfen bkz., <http://www.securities.com/ifis>

olarak günümüzde devam etmektedir.¹⁷⁶ Bir finansal inivasyon olarak görülebilecek bu durum küresel farklılaşma adına ülkemiz ekonomisi tarafından farklılaşma adına referans alınabilecek bir uygulamadır.

3.7. Sukuk Modelinin Türkiye'de Uygulanabilirliği

Yukarıda ayrıntılı olarak anlatılan İslami finans enstrümanlarının başında gelen Sukuk, Türkiye'de gelir ortaklığına dayalı bir tahvil (*varlığa dayalı tahvil*) yöntemi olarak bilinmekte olup, köprü, baraj, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile deniz ve hava limanları ile benzerlerinden kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanların yani bir takım düzenli gelir üreten varlıkların gelirleri karşılığı çıkarılan ve bu gelirlere gerçek ve tüzel kişilerin ortak olmasını sağlayan sertifikalar olarak kabul edilmektedir¹⁷⁷.

Ülkemizde faizsiz varlığa dayalı sermaye piyasası aracına ihtiyaç duyulmasının sebepleri arasında; 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 ve faiz geliri elde etmekten çekinen tasarruf sahiplerine ulaşabilmek ve yabancı yatırımların ülkemize çekilmesi temel amaç olarak belirlenebilir.

Hazine Müsteşarlığı, kamu varlıklarını kullanarak yeni bir borçlanma enstrümanı oluşturma düşüncesiyle, kamu kurumlarının elindeki varlıkların yeni kurulacak bir Kamu Varlıkları Yönetimi Şirketine (şirket) satılarak ve oradan tekrar ilgili kamu kurumuna kiralanarak, elde edilen kira gelirlerinin Şirketçe ihraç edilen kira sertifikalarının satıldığı kişilere gelir olarak

¹⁷⁶ Ayrıntılı bilgi için lütfen bkz., [http://www.bnm.gov. my/microsites/financial/0204_ib_takaful.htm](http://www.bnm.gov.my/microsites/financial/0204_ib_takaful.htm)

¹⁷⁷ Ahmet Tok, İslami Finans Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirme, 2009, Sermaye Piyayası Kurulu Yayınları, s.29.

aktarılmasını ve itfa tarihinde kamu varlıklarının ilgili kamu kuruluşuna tekrar iade edilmesini sağlayan bir yapı oluşturan yasal düzenleme üzerinde çalışmalarını tamamlamış ve *Kamu Varlıklarının Kullanılması Suretiyle Kamuya Finansman Sağlanması Hakkında Kanun Tasarısı Taslağı*'nı Başbakanlığa göndermiştir.

İlgili Taslağın gerekçesinde, yapılan yasal düzenlemenin ülkemize yatırım yapan uluslararası yatırımcı bazını 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 yapıldığı ifade edilmektedir.

Hazine Müsteşarlığı tarafından hazırlanan Taslak'taki kira sertifikası uygulamasında ihraç edilen kira sertifikalarını alanlara kira geliri ödenmesi öngörülmektedir. Taslakta kamu varlıkları, Taslak kapsamındaki kamu kurum ve kuruluşlarına ait taşınmazlar ile imtiyaz ve işletme hakları olarak belirlenmiştir. Anılan kamu varlıklarının gelirlerine endeksli olan bu sertifikalar, kâr-zarar ortaklığı sistemi çerçevesinde işleyecek olup, ihraç edilen sertifikayı alanlar, sertifikanın teminatı olan varlıkların getirisine ortak olacaklardır.

Kira sertifikaları, sistem olarak icara sukuka benzemektedir. İcara sukuk'ta da, sukukun getirisi, finansman aracının temelindeki varlığın kira geliridir. Getiri önceden kararlaştırılıp belirli olduğundan ve kira konusu varlık maddi olduğu ve menkul kıymete bağlanabildiğinden, icara sukukların ikincil piyasada tedavül kabiliyetleri oldukça yüksektir.

Hazine'nin altyapısını oluşturduğu kira sertifikaları da, varlığa dayalı menkul kıymet veya gelir ortaklığı senedi benzeri bir senet olarak nitelendirilebilir. Menkul kıymetleştirme uygulamasının alacaklara dayalı bir

versiyonu olarak türetilen Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, ihraççıların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya temellük edecekleri alacaklar karşılığında ihraç edebilecekleri kıymetli evrak olarak tanımlanabilir.

Tasarı incelendiğinde, kamu varlıklarının, kurulacak olan ve hisselerinin tamamı Hazine Müsteşarlığı'na ait Kamu Varlıkları Yönetimi Şirketi'ne devrinin öngörüldüğü, ancak Tasarı kapsamındaki işlemler nedeniyle ihraç edilecek borçlanma araçlarından yalnızca bir yerde söz edildiği, buna karşılık, bu konuda detaylı bir hükme yer verilmediği, bu hususta Tasarının 5'inci maddesinin dördüncü fıkrası hükmü ile Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakan'a düzenleme yapma yetkisi tanınmakla yetinildiği tespit edilmiştir. Bu durum Tasarının kanunlaşması halinde uygulamada güçlükler meydana getirebilecek niteliktedir.

Ancak Hazine Müsteşarlığı tarafından *kira sertifikası* adı altında sukuk ihracı için gerekli mevzuat değişikliği çalışmalarının ve buna benzer yasa tasarılarının 2003 ve 2005 yıllarında da Başbakanlığa gönderildiği ancak Mecliste görüşülmediği Hazine yetkilileri tarafından ifade edilmektedir. Ancak bu sefer halihazırda Başbakanlık'ta incelenen ve Bakanlar Kurulu'nda onaylanması halinde Türkiye Büyük Millet Meclisi'ne sunulacak olan Tasarı'nın, yasalaşması beklenmektedir.

Sonuç olarak kamu varlıklarının gelirlerinin menkul kıymetleştirilmesine imkân sağlandığı takdirde, sukuk modelinin ülkemizde de uygulanabilmesi temin edilmiş olacaktır. Burada dikkat edilmesi gereken husus, bu menkul kıymetin ihraç edilebilmesi için varlık finansmanı fonunun kurulmasının gerekli olmasıdır. Başka bir deyişle, sukuk modelinde kullanılan özel amaçlı şirketler, ülkemizde ancak varlık finansmanı fonu aracılığıyla gerçekleştirilebilecektir.

Diğer taraftan, Tasarı kapsamında ihraç edilecek olan menkul kıymetlerin ikincil bir piyasası olup olmayacağı hususu da Tasarıda netlik

kazanmamıştır. Tasarının 5'inci maddesinin dördüncü fıkrasında yapılan düzenlemede sadece *aracılık etmek amacıyla yurt içinde veya yurt dışında şirket, gayrimenkul yatırım ortaklığı, varlık finansmanı fonu ve yatırım fonu* tesis etmek hususunda Bakan yetkili kılınmıştır. Bu nedenle, Tasarıda yer alan bu düzenlemenin kapsamının genişletilerek ayrıntılı olarak kaleme alınması ya da madde metninde ikincil düzenleme yapma sürecine Kurulumuzun da dahil edilmesi ve maddede bu yönde gerekli değişikliğin yapılması uygun olacaktır.

Diğer taraftan hangi model uygulanırsa uygulansın, sukuk ile ilgili bir menkul kıymet ihraç edilmesi gerekecektir. Sukukda bir menkul kıymet olup, menkul kıymetler, SPK md. 3'te şartları Kurulca belirlenen kıymetli evrak olarak tanımlandığından, ihraç edilecek olan sukuk ile ilgili olarak SPK md. 3'ün dikkate alınması gerekmektedir. Ancak Tasarıda ihraç edilecek menkul kıymetlerin sermaye piyasası mevzuatına tabi olup olmadıkları hususu açıklığa kavuşturulmamıştır.

Tasarının 5'inci maddesinin dördüncü fıkrasında, Hazine Müsteşarlığı'nın ilgili olduğu Bakan'ın, finansman ihtiyacının karşılanmasına aracılık etmek amacıyla yurt içinde veya yurt dışında şirket, gayrimenkul yatırım ortaklığı, varlık finansmanı fonu ve yatırım fonu tesis etmeye veya şirketlerin iştirak etme koşullarını belirlemeye ve bunlar veya yetkili mali kurumlar aracılığıyla ya da doğrudan sermaye piyasası araçları ihraç etmeye yetkili kılındığı görülmektedir.

Ancak SPK'nın 2'inci maddesinde, sermaye piyasası araçlarının bu Kanun kapsamına dahil olduğu hususu hüküm altına alındığından, Taslak çerçevesinde ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının sermaye piyasası mevzuatı kapsamında olup olmayacağı konusundaki tereddütler giderilerek konunun açık bir şekilde Taslak'ta düzenlenmesi ve Taslak kapsamındaki sermaye piyasası araçlarının ihracında sermaye piyasası mevzuatı uygulanacak ise ilgili maddelerde SPK ve ilgili mevzuata atıf yapılması yerinde olacaktır.

İlgili Taslakta böyle bir durum olmakla birlikte, Sermaye Piyasası Kurumu, 2010 yılı Nisan ayının başında Sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası araçlarının çıkarılmasını gerekçe göstererek *Kira Sertifikalarına Ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği* yayınlamıştır. Tebliğin Amaç kısmında *Bu Tebliğ'in amacı, kira sertifikalarının Kurul kaydına alınması, ihracı ve satışı ile varlık kiralama şirketlerinin kuruluş ve faaliyetlerine ilişkin esasları düzenlemektir* ifadesi yer almaktadır.¹⁷⁸

Sermaye Piyasası Kurulunun Kira sertifikalarına ilişkin bir tebliği yayınlayarak ilgili varlığın ne olduğunu tanımlaması Türkiye'de finans sektörünün gelişmesine yönelik güzel bir girişimdir. Fakat yatırımcının ilgili varlığı temin ettikten sonra bu varlıklara ilişkin vergi ve diğer mali yükümlülüklerinde kabul edilebilir seviyeye getirildikten sonra talep edileceği bilinmesi gerekir.

¹⁷⁸ Kira Sertifikası; 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 kıymeti, kira sukukunu”, şeklinde tanımlanarak doğrudan sukuk kavramına vurgu yapılmıştır. Kira sertifikalarını ihraç edecek olan Varlık kiralama şirketinin kurucuları olarak da banka ve aracı kurumları kurucu olarak tanımlamıştır.

4. Bankalarda Menkul Kıymet Cüzdanının Fon Toplamaya Etkisi Üzerine Bir Uygulama

Bu çalışmanın teorik kısmında Katılım Bankaları'nın yapısı incelenmiş varlık ve kaynak yapısına ilişkin incelemeler yapılmıştır. Bu çerçevede Katılım Bankaları'nın varlık çeşitliliği açısından kısır olduğu, alım satım esasına dayalı murabaha kredileri kullandığı ve finansal kiralama gibi finansal enstrümanlar dışında bir varlık çeşitlendirmesine gidemedikleri görülmüştür.

Bu kapsamda alternatif varlık arayışına bakıldığında, Katılım Bankaları'nın yapısına uygun varlık olarak bir menkulleştirme türü olan sukuk enstrümanının Körfez Ülkelerinde ve Güneydoğu Asya Ülkeleri'nde kullanıldığı görülmektedir.

Bu finansal varlığın, Katılım Bankaları açısından kaynak teminine katkısı olup olmadığını görmek için ekonometrik uygulama yapmak gerekmektedir. Fakat Sukuk'un Türkiye uygulaması olmadığından veri tabanı açısından ekonometrik uygulamasını yapmak mümkün değildir.

Bu nedenle uygulamada Mevduat Bankalarında olan menkul kıymetlerin mevduat toplamaya ve sermaye oluşturmaya etkisi olup olmadığına bakılarak değerlendirme yapılmıştır. Mevduat bankalarının verilerinden hareketle Katılım Bankalarında Sukuk'un uygulanabilirliğini belirlemeye dönük bir ekonometrik analiz için gerekli veri seti TBB resmi internet sayfasından sağlanmıştır.

4.1. Kullanılan Veri Seti ve Analiz Dönemi

Çalışmada Türk Ticari Bankacılık Sektöründe faaliyet gösteren ticaret (mevduat) bankalarının verileri mülkiyet esasına göre üç kesit halinde kullanılmıştır. Bu çerçevede, kamusal sermayeli, özel sermayeli ve yabancı sermayeli bankaların 2002: 4 ile 2010: 3 dönemlerini kapsayan üçer aylık

verileri kullanılmıştır. Oluşturulan panel veri setinin her kesiti 32 ve toplamı 96 gözlem değerinden meydana gelmektedir. Veriler TBB resmi web sitesinden sağlanmıştır. Ekonometrik analizler STATA 9.1 ekonometri yazılımı kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

4.2. Panel Veri Regresyonu ile Verilerin Analizi

Çalışmada ekonometrik analiz aracı olarak çok değişkenli doğrusal panel-veri regresyonu (*linear panel-data regression*) yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemin tercih edilmesinin nedeni sektör ve firma bazında yapılan analizler, özellikle de finansal durum değerlendirmeleri için elverişli yapısı kadar; nispeten düşük gözlem sayıları içeren sınırlı veri setleri ile başarılı analizler yapılmasına imkân vermesidir.

Panel veri modellerinin sıradan zaman serisi ve/veya kesit modellere göre önemli üstünlükleri vardır. Bu modellerde gözlem sayısı kesit ve zaman serilerine göre daha fazla olmakta ve böylece elde edilecek parametre tahminleri daha güvenilir hale gelmektedir. Ayrıca tahmin edilen modeller daha az kısıtlayıcı varsayımlara dayanmaktadır. Panel veri modelleri diğer yöntemlere nazaran daha karmaşık davranış modellerinin kurulmasına ve test edilmesine olanak verir. Çeşitli nedenlerle dışlanan değişkenler, zaman serisi veya kesit verisine dayalı model tahminlerinde, sonuçlarda sapmaya yol açmaktadır. Oysa model dışında tutulan değişken veya değişkenlerin birimlere veya zamana göre değişmeyen değişkenler olması durumunda, panel veri kullanımı sapmanın kontrol altına alınmasını sağlamaktadır. Bunun büyük bir üstünlük olduğuna kuşku yoktur. Panel veri kullanmanın bir başka üstünlüğü de; sadece birimler arası farklılıkların araştırılabildiği kesit verileriyle yapılan tahminlerin aksine, gerek birimler gerekse bir birimin içerisinde zamana göre meydana gelen farklılıkların birlikte incelenebilmesine olanak vermesidir.¹⁷⁹

¹⁷⁹ Badı H. Baltagi, *Econometric Analysis of Panel Data*, 2001, s. 3-5.

İlgili yazın incelendiğinde; uygulamalı finans ve ekonomi alanında sabit katsayı modelleri (*constant coefficients models*), sabitlenmiş ya da durağan etki modelleri (*fixed effect models*), tesadüfi veya rassal etki modelleri (*random effect models*), dinamik panel modelleri (*dynamic panel models*), güçlü veya dayanıklı panel modelleri (*robust panel models*) ve kovaryans yapısı modelleri (*covariance structure models*) gibi çeşitli panel veri regresyon teknikleri söz konusudur. Bunlar; analiz edilecek verilerin yapısal özelliklerine, ispatlanmaya çalışılan teorik formasyona ve daha pek çok özelliğe bakılarak farklı amaçlarla kullanılmaktadır.¹⁸⁰ Dolayısıyla, öncelikle analizde hangi tekniğin kullanılması gerektiği sorusu cevaplanmalıdır.

Genel olarak analizde kullanılacak veri setinin nasıl derlendiği kullanılacak model tipi konusunda ipuçları taşımaktadır. Eğer gözlemler veri bir popülasyondan tesadüfi bir örneklem olarak toplamışsa hem sabitlenmiş etkiler hem de tesadüfi etkiler modelleri analizde kullanılabilir. Hangi modelin kullanılması gerektiğine Hausmann testi yapılarak karar verilir. Ancak firma temelli mikro ekonomik ya da kamusal istatistik kuruluşlarınca derlenen makro ekonomik verilerin kullanıldığı analizlerde tesadüfi bir örneklem söz konusu olmadığından doğrudan sabitlenmiş etkiler kullanılması yerinde olacaktır.¹⁸¹

Bu çalışmada kullanılacak veri seti banka sektörüne ait mikro ve genel ekonomik performansı yansıtan makro değişkenlerden meydana gelen karma bir yapıda olduğundan, analiz yöntemi olarak bir sabitlenmiş etkiler modeli kullanılması uygun görülmüştür. Ayrıca gözlem sayısının nispeten sınırlı olması da bu tercih üzerinde etkili olmuştur. Modelin genel yapısı aşağıdaki gibidir:

$$y_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_{1i,t}x_{1i,t} + \dots + \beta_{ki,t}x_{ki,t} + u_{i,t}$$

¹⁸⁰ Robert Yafee, A Primer for Panel Data Analysis, Information Technology at NYU, Fall, 2003, s.1-11.

¹⁸¹ Christospher Dougherty, Introduction to Econometrics, 2007, ss. 420-421.

Bu model sabitlenmiş etkiler yapısında aşağıdaki şekilde yeniden yazılabilir:

$$y_{i,t} = \beta_i + \sum_{k=1}^k \beta_{ki,t} X_{ki,t} + u_{i,t}$$

Yukarıdaki eşitlikte β_i ($i=1,2,\dots,m$) olan gruba yada kesite özel model sabitidir ve gruplar arasında farklılıklar bulunduğu varsayımını temel alır. y bağımlı yada açıklanan değişkeni, X k sayıda bağımsız veya açıklayıcı değişkenden meydana gelen vektörü, $\beta_{ki,t}$ açıklayıcı değişkenlerin münferit katsayılarını yansıtan katsayılar vektörünü simgeler. u ise; ortalaması sıfır olan ve normal dağıldıkları varsayılan hata terimleridir.

4.3. Analize Temel Teşkil Eden Modeller

Analizimizin hareket noktası Katılım Bankaları'nın aktiflerine dayalı menkul kıymetleştirme işlemlerinin bunların hesapları ve öz kaynaklarına bağlı olarak açıklanabileceğidir. Bununla birlikte, Türkiye'de katılım bankalarının aktiflerine dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri bulunmamaktadır. Bu nedenle Türk ticari bankacılık sektöründe faaliyet gösteren bankaların verileri dikkate alınarak modelleme yapılması ve elde edilen fonksiyonel ilişkilerden hareketle katılım bankaları için çıkarsamalarda bulunulması hedeflenmiştir. Ancak, ticari bankaların da aktiflerine dayalı menkulleştirmelerine dair elde düzenli bir veri seti bulunmamaktadır. Dolayısıyla, bağımlı değişken olarak bankaların menkul değer (SP) portföyleri alınmış ve aşağıdaki fonksiyonel yapı içinde mevduatlar (Dep) ve öz kaynaklarla (Eq) açıklanmaya çalışılmıştır:

$$Sec = SP = f(Dep, Eq) \quad (1)$$

Menkul kıymetleştirme ile ilgili yazın incelendiğinde, menkulleştirilen banka aktiflerini alternatif değişkenlerle açıklayan modeller dikkati çekmektedir.¹⁸² Bu bağlamda, en sık rastlanan değişkenler arasında sermaye oranı ve aktif büyüklüğünün geldiği gözlenmiştir. Dolayısıyla, (1) numaralı fonksiyonel ilişki bu değişkenleri kapsayacak şekilde aşağıdaki gibi geliştirilmiştir:

$$Sec = SP = f(CapRatio, Asset, Dep, Eq) \quad (2)$$

Bu çerçevede Egami ve Hosono'nun çalışması benimsenerek (2) numaralı model parametrize edilmiş ve analizlerde kullanılacak model kalıbı olarak belirlenmiştir.¹⁸³ Ancak buna geçilmeden önce Egami ve Hosono'nun orijinal modeli ve temel varsayımları kısaca açıklanmalıdır.

Bir kaldıraç ölçütü olarak Basel sermaye yeterliliği düzenlemeleri kapsamında zorunlu sermaye oranı kullanılmaktadır. Bankalarca yayınlanan aktife dayalı menkul kıymetlerle banka sermayesi arasındaki ilişkinin analiz edilmesi için Egami ve Hosono tarafından geliştirilen ve panel veri yapısındaki aşağıdaki model kullanılabilir¹⁸⁴.

$$Sec_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CapRatio_{i,t-1} + \beta_2 \log(Asset_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

¹⁸² Viral V. Acharya, Philipp Schnabl, and Gustavo Suarez Acharya, Securitization without Risk Transfer, NBER Working Papers, 2010, No: 15730; Masahiko Egami and Kaoru Hosono A Model for Bank's Optimal Asset Securitization Program, 2010, Alıntı, <http://ssrn.com/abstract=1593524>; Christina Bannier and Dennis Hansel, Determinants of European Banks' Engagement in Loan Securitization, Deutsche Bundesbank, Discussion Papers, 2008, No: 10/2008; Antonio Di Cesare, Securitization and Bank Stability, MPRA Papers, No: 16831, February, 2009.

¹⁸³ Egami ve Hosono, a.g.e.

¹⁸⁴ a.g.e.

Bu eşitlikte; $Sec_{i,t}$ t mali yılında i bankasının menkul kıymetleştirilen banka aktiflerini, $CapRatio_{i,t-1}$ $t-1$ mali yılında i bankasının zorunlu sermaye oranını ve $\log(Asset_{i,t-1})$ yine $t-1$ mali yılında i bankasının toplam aktiflerinin logaritmasını simgelemektedir. Egami ve Hosono'ya göre, bir bankanın sermaye gücü zayıfladıkça aktiflerini menkul kıymetleştirmesi artacağından β_1 parametresinin katsayı değeri negatif olacaktır. Diğer yandan logaritmik aktiflerinin ise, menkulleştirilen banka aktiflerinin sabit maliyetlerini kapsadığı varsayılmaktadır.

Çalışmamızda, 2001 krizi sonrası dönemi kapsayan yeterince yıllık frekansta veri olmadığından zaman aralığı daha yüksek frekanslı olan üç aylık veriler kullanılmıştır. Öte yandan, Egami ve Hosono gibi her banka bazında bir analiz yapılması yerine, kamusal sermayeli, özel sermayeli ve yabancı sermayeli olmak üzere mülkiyet temelinde bir analiz uygulanmıştır. Bu bakımdan teknik olarak üç kesitli bir panel veri seti oluşturulmuştur. Ayrıca bankaların temel dışsal fon kaynağı olan mevduatların ($Dep_{i,t}$) ve temel içsel fon kaynağı olan özkaynakların ($Eq_{i,t}$) etkileri de araştırılmak istendiğinden Egami ve Hosono'nun modelleri bu değişkenler eklenerek aşağıdaki gibi geliştirilmiştir:

$$Sec_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CapRatio_{i,t-1} + \beta_2 \log(Asset_{i,t-1}) + \beta_3 Dep_{i,t} + \beta_4 Eq_{i,t} + \psi_{i,t} \quad (4)$$

Ayrıca bu genişletilmiş modelin t dönemindeki etkileşimlerin araştırılması için bir başka alternatifi daha oluşturulmuştur. Bu bağlamda, sermaye yeterliliği ve logaritmik aktiflerin t dönemindeki değerlerini içeren aşağıdaki model kalıbı kullanılmıştır:

$$Sec_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CapRatio_{i,t-1} + \beta_2 \log(Asset_{i,t-1}) - \beta_3 Dep_{i,t} - \beta_4 Eq_{i,t} + \psi_{i,t} \quad (5)$$

(4) ve (5) numaralı modeller, daha önce belirtildiği gibi (2) numaralı modelin parametrize edilmiş halidir.

4.4. Tahmin Sonuçları ve Bulguların Değerlendirilmesi

Yukarıda teorik yapıları açıklanan üç modelin ayrı ayrı tahmin edilmesi sonucunda elde edilen bulgular Tablo 4.1.'de sunulmuştur. Elde edilen tahmin sonuçları incelendiğinde genel olarak modellerin başarılı oldukları ifade edilebilir. Bununla birlikte, üç ayrı model arasında en başarılı sonuç veren gerek istatistik anlamlılık gerekse açıklama gücünün yüksekliği açısından (5) numaralı modeldir.

Egami ve Hosono'nun orijinal modeli olan (3) numaralı eşitliğin tahmin sonuçları oldukça başarılıdır ve neredeyse bulgular söz konusu araştırmacıların bulgularıyla aynıdır. Onların öngördükleri gibi $CapRatio_{i,t-1}$ değişkeninin katsayı değeri negatif çıkmış ve sermaye gücü zayıfladıkça menkulleştirme eğiliminin arttığı savını destekler nitelikte bir sonuç vermiştir. Model sabiti hariç, modelin ilgi parametreleri olan β_1 ve β_2 sırasıyla %1 ve %10 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Bu makul kabul edilebilecek düzeylerdedir, ama yeterince tatminkâr olduğu da söylenemez.

Egami ve Hosono'nun orijinal modelinden hareketle geliştirdiğimiz (4) numaralı modelin tahmin sonuçları, yeterince başarılı değildir. Modele sonradan dahil edilen $Dep_{i,t}$ ve $Eq_{i,t}$ değişkenleri haricindekiler istatistik açıdan anlamsızdır. Bununla birlikte, β_3 ve β_4 parametrelerinin %1 düzeyinde anlamlı olmaları da dikkat çekicidir. $Dep_{i,t}$ ve $Eq_{i,t}$ değişkenlerinin menkul kıymetleştirmeyi açıklamakta önemli değişkenler olabilecekleri savımızı desteklemektedir.

Tablo 4.1: Modellerin Panel Veri Regresyonu Tahmin Sonuçları

Parametreler	Katsayılar		
	Model (3)	Model (4)	Model (5)
β_0	-2.62e+08 (-0.37)	1.92e+07 (0.03)	-1.57e+09 (-3.27)*
β_1	-7.94e+09 (-3.34)*	2.34e+08 (0.09)	--
β_2	1.65e+09 (1.87)***	-6.91e+07 (-0.08)	--
β_1'	--	--	1.20e+10 (3.12)*
β_2'	--	--	12.245 (3.80)*
β_3	--	22.607 (6.05)*	15.712 (4.04)*
β_4	--	-108.323 (-5.62)*	-168.165 (-7.06)*
Gözlem Sayısı	96	96	96
R²	0.998	0.933	0.917
F Testi	11.87	54.18	77.21
Anlamlılık	0.002	0.000	0.000

(*), (**) ve (***) sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlı olan t testlerini ifade etmektedir.

Menkulleştirmeyi, açıklayıcı değişkenlerin cari dönemdeki değerleriyle analiz eden (5) numaralı model ise, tahmin sonuçları incelendiğinde başta da belirtildiği gibi diğerleri arasında en başarılı olanıdır. Bu modelin bütün parametre değerleri istatistik açıdan anlamlıdır. Dolayısıyla, menkul kıymetleştirme sürecinin açıklanmasında kullanılan değişkenler setinin doğru seçilmiş olduğu ve bağımlı değişkendeki değişimleri büyük oranda izah ettikleri anlaşılmaktadır. Bununla birlikte, $CapRatio_{i,t}$ değişkeninin

katsayı değerinin pozitif çıkmış olması, Egami ve Hosono'nun ileri sürdükleri savlarla çelişiyor gibi görünmektedir. Fakat bu durum, söz konusu değişkenin gecikmeli değil cari değerinin kullanılmasından ileri gelmiş de olabilir.

Özetlemek gerekirse bankaların menkul değer portföylerinin ve bu çerçevede menkul kıymetleştirilmiş aktiflerinin; sermaye yeterliliği ve menkulleştirmenin sabit maliyetlerini kapsayan logaritmik aktifler kadar, temel dışsal fon kaynağı olan mevduatlar ile temel içsel fon kaynağı olan öz kaynaklardan da güçlü şekilde etkilendikleri gözlenmiştir.

Söz konusu etkileşimler, (4) ve (5) numaralı modellerin tahmin bulguları çerçevesinde zamana göre aşağıdaki gibi iki alternatif şekilde ifade edilebilir:

$$Sec_t \equiv SP_t = f(CapRatio_{t-1}^+, Asset_{t-1}^-, Dep_t^+, Eq_t^+) \quad (2')$$

$$Sec_t \equiv SP_t = f(CapRatio_t, Asset_t, Dep_t, Eq_t) \quad (2'')$$

Ticari Bankalar için geçerli olan bu fonksiyonel ilişkilerin, katılım bankaları içinde geçerli olması çok olasıdır. Dolayısıyla, Katılım Bankaları'nın sukuk yöntemi temelinde aktiflerini menkulleştirmeleri halinde yukarıda belirtilen (2') ve (2'') numaralı fonksiyonel ilişkileri göstermesi beklenmelidir. Bu bağlamda değişkenlerin etkileşimi zamana göre az çok değişse de Katılım Bankaları'nın menkulleştirme süreçlerinin; sermaye yeterliliği, aktif büyüklüğü, mevduatlar ve öz kaynaklardan pozitif yönde etkileneceği söylenebilir.

Modelde, Bankaların menkul değer portföylerinin ve bu çerçevede menkul kıymetleştirilmiş aktiflerinin; sermaye yeterliliği ve menkulleştirmenin sabit maliyetlerini kapsayan logaritmik aktifler kadar, temel dışsal fon kaynağı olan mevduatlar ile temel içsel fon kaynağı olan öz kaynaklardan da güçlü şekilde etkilendikleri gözlenmiştir.

Model'in bu anlamda pozitif bir bağlantı sağlaması, Katılım bankaları açısından cesaret verici sonuçlar sağlamaktadır; bu durum katılım bankalarını menkul kıymet veya sukuk gibi menkulleştirilmiş enstrümanlarını geliştirmesi bu bankaların katılım hesaplarında fon toplamaya destek sağlayacağını, sermayelerini güçlendireceğini söylemeyi mümkün kılmaktadır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Küresel finans piyasasında küçük ama hızla büyüyen ve gelişen bir yapıya sahip olan *faizsiz finans sisteminin* 1 Trilyon USD büyüklüğe ulaştığı tahmin edilmektedir. Faizsiz bankacılık sisteminde mudaraba ve müşaraka gibi yöntemlerle ortaklık esasına göre ya da selem, istisna ve murabaha gibi yöntemlerle borçlanma esasına göre enstrümanlar oluşturulmaktadır. Ayrıca yarı borçlanma sayılan icara gibi finansal kiralama yöntemleri de yaygın olarak kullanılmaktadır.

Finansal piyasalarda mevduat bankaları ve yatırım bankalarıyla birlikte faaliyet gösteren ve faizsiz bankacılığın uygulayıcısı olan Katılım Bankaları 1980'lerden itibaren tüm dünyada hızlı bir şekilde yayılmaya başlamıştır. Türkiye'de Faizsiz bankacılık ilkesine yönelik uygulamalar, 1985 yılından itibaren *Özel Finans Kurumu* adı altında faaliyet göstermeye başlayan Katılım Bankaları ile başlamıştır.

5411 Sayılı Bankacılık Kanunu Öncesinde Katılım Bankaları olarak tanımlanan Özel Finans Kurumları kuruldukları dönemde Türk ekonomisinin atıl fonlarını değerlendirmek ve Körfez Ülkeleri'ndeki *petro-dolar*'ları Türkiye'ye kazandırmak amacıyla Türk Mali Sistemine dahil edilmişlerdir. Başlangıçta yabancı sermaye ve döviz fonlarının transferi amaçlanmış ise de, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu öncesi Özel Finans Kurumları olarak tanımlanan Katılım Bankalarının bu amacı gerçekleştirmedikleri ve büyük ölçüde yurtiçi kaynaklara yönelmiş oldukları görülmektedir.

Katılım Bankaları temel olarak *Özel Cari Hesaplar* ve *Katılma Hesapları* yoluyla fon toplamaktadırlar. Bankalardaki vadesiz mevduata benzeyen özel cari hesaplara herhangi bir getiri ödenmemektedir. Katılım Bankaları topladıkları fonları temel olarak, murabaha, mudaraba, müşaraka ve icara yöntemleriyle kullanılmaktadırlar. Fon kullandırma yöntemlerinden uygulamada en fazla murabaha ve icara yöntemi

kullanılmakta olup, son sırayı ise faizsiz bankacılığın temel felsefesi ile işleyen kâr -zarar ortaklığı yatırımı almaktadır.

Türkiye'de faaliyette bulunan Katılım Bankaları'nın mevcut statüleri ve faaliyetleri ile bunların Türk Bankacılık Sistemindeki diğer bankalar karşındaki durumu çalışma kapsamında değerlendirilmiştir. Katılım Bankalarında toplanan fonların tüm finansal sistem içindeki nispi payı son yıllarda %5 ile %6 arasında değişmekte ve bu nedenle, finansal sistemin ortalama %90'nına hakim *mevduat bankalarına* rakip olma durumlarından bahsetmek mümkün değildir.

Katılım Bankaları'nın bu durumundan dolayı alternatif finansal ürünler geliştirmek üzere, burada sermaye piyasası faaliyetleri üzerinde ehemmiyetle durulması gerekmektedir. Çünkü faizsiz bankacılık uygulamalarında yeni eğilim küreselleşme ve teknolojik gelişim ile şekillenmektedir. Artık yatırımcılar katılma hesabı gibi klasik ürünlerden ziyade; ikincil piyasası yani likiditesi olan, riski ölçülebilir ve getirisi uygun alternatif ve sofistike yatırım araçlarına yönelmektedirler. Özellikle son yıllarda gerek İslam dünyasında gerekse Batılı finans piyasalarında faizsiz sabit getirili yatırım araçlarına önemli ölçüde arz ve talep görülmektedir. Bu gelişmeler paralelinde dünyada hisse senedine dayalı yatırım fonları, leasing fonları, emtiaya dayalı yatırım fonları, teknoloji fonları vs. gibi faizsiz yatırım fonları ve menkul kıymet ürünleri ortaya çıkmıştır ve her geçen gün yenileri çıkmaktadır.

Fiili olan bu durumla birlikte Katılım Bankaları'nın mali sistem içersinde yapılarına uygun bir şekilde enstrüman geliştirmeleri mümkündür. Katılım Bankaları'nın yapılarına uygun olan bu enstrüman dünyada da geniş uygulama alanı bulan sukuk diye ifade edilen *kira sertifikalarıdır*. Kira sertifikaları sabit getiri sağlayan varlıkların menkulleştirmesinden başka bir şey değildir. Bu nedenle çalışma içersinde menkulleştirmeye de geniş yer verilmiştir.

Menkul kıymetleştirme finansal piyasalarda son yıllarda gözlenen önemli eğilimlerden birisi olmuş, dünyada olduğu gibi ülkemizde de bankalar açısından önemli rol oynamışlardır.

ABD'de 1970'lerden bu yana, Avrupa'da ise 1980'li yıllarda yaşanan menkul kıymetleştirme deneyimlerinin ardından 1992 yılında Türk ekonomisine ve mevzuatına da giren Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK) uygulamaları, Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişiklikle başlamış ve 31 Temmuz 1992 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan SPK Tebliği ile şekillendirilmiş ve yönlendirilmiştir.

VDMK ihracı ile asıl amaç, işletmelerin ya da bankaların kredilerini, bilançoların pasiflerinden yabancı kaynaklarıyla finanse etmeleri yerine aktifleri menkul kıymetleştirerek onların sağladığı nakit akımlarını devreye sokmaktır. Yani, VDMK ihracının finansman yönünden iki amacı söz konusudur. Her şeyden önce yeni bir finansal kaynak yaratmak ve borçlarla alacakları eşgüdümlemek, yani bilançoların pasiflerinde borçların elde tutma kazançlarını korurken, aktifindeki alacakların değer kaybını ortadan kaldırmaktır.

VDMK ihracı yoluyla elinde büyük miktarda alacak senedi bulunan veya müşterilerinden senede bağlı büyük alacakları olan ve sürekli olarak nakit paraya gereksinim duyan işletmeler, alacaklarını vadesinden önce nakde dönüştürme olanağına kavuşacaklar, böylece alacaklarının tahsili öne alınmış olacak ve maliyeti daha fazla olan banka kredilerinden yararlanmak yerine daha ucuz bir finansman sağlanma olanağına sahip olacaklardır.

Türkiye'de hisse senedi dışındaki faizsiz yatırım araçlarına bakıldığında 1980-90 döneminde ülkemizde uygulanan ancak günümüzde kullanılmayan varlığa dayalı menkul kıymet, kâr-zarar ortaklığı belgesi, gelir ortaklığı senedi gibi araçların bulunduğu bilinmektedir. Günümüzde İslami finans alanında birçok batılı finans kuruluşlarının yanı sıra yerli ve yabancı bankalar, Katılım Bankaları ve aracı kurumlar faaliyette bulunmaktadır.

Bunların piyasada İslami finansal ürünleri geliştirmeleri ile fiyatlama, yasal altyapı düzenlemeleri ve benzeri hususlarda aşıfacak engeller sonrasında anılan ürünlerin ikincil piyasa işlem hacminde artış sağlanması imkan dahilinde olacaktır.

Türkiye'de devlet, mahalli idareler veya özel sektör tarafından ihraç edilecek borçlanma araçlarının (*iskontolu kısa vadeli bonolar, uzun vadeli kuponlu tahviller veya eurotahviller vb.*) yatırımcıya yapılacak *faiz yerine gelir* ödemesinin kaynağının ortaya konması halinde uygun bir yatırım aracı geliştirmek mümkün görölmektedir. Böylece, kamunun uluslararası piyasalardan eurotahvil olarak sağladığı uluslararası finansmana ilave bir yatırım aracı da özellikle faizsiz esaslara uygun bir yatırım aracı olarak ortaya çıkabilecektir. Kira sertifikası adı altında ihraç edilecek sukuk için gerekli yasal düzenleme Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Kira Sertifikaları Tebliği ile tamamlanmıştır.

Kamunun uluslararası piyasalardan eurotahvil olarak sağladığı uluslararası finansmana ilave bir yatırım aracı da özellikle faizsiz esaslara uygun yatırım yapan yatırımcılar için geliştirilebilecek ve faizle çalışan geleneksel tasarruf kurumlarına manevi inançlar dolayısıyla akmayıp, mâli kurumlar dışında, altın, döviz, bina, arsa şeklinde veya yığın şeklinde saklanan fonların ekonominin emrine sunulması mümkün hale geleceği gibi yurtdışından özellikle Körfez Ülkelerinden sermayenin de Ülkemize çekilmesi söz konusu olacaktır.

Sukuk piyasası henüz olgunlaşma aşamasındadır ve gerek ihraç ediciler gerekse yatırımcılar tarafından her geçen gün daha fazla ilgi görmektedir. Sukuk bugün orta ve uzun vadeli tasarruflar için alternatif bir yatırım aracı olarak geçerliliğini kabul ettirmiş durumdadır.

Geçen zaman içerisinde farklı yapıda sukuklar piyasaya sunulmuş olmakla birlikte, şu ana kadar ihraç edilmiş sukukların büyük kısmı icara sukuk niteliğindedir. Sukukların ikincil piyasada alınıp satılabilmesi, sukuku

alternatif yatırım aracı olarak daha da cazip hale getirmiştir. İcara sukuka nispeten daha az ilgi görüyor olsalar da diğer sukuk çeşitleri de gelişmekte olan piyasalardaki yatırımcılar için havaalanı, köprü, baraj gibi belli başlı projelere katılımları noktasında etkin bir rol oynamaktadır.

Katılım Bankaları açısından sukuku icara yöntemiyle işleyecek kira sertifikasının bir avantajı da, ikinci el piyasasının oluşması halinde Katılım Bankalarına kısa vadeli fon sağlayacak olmasıdır. Bu kağıtların alım-satımında Katılım Bankaları aracılık yapabilir veya Katılım Bankalarınca toplanan bir kısım fonlar kısa vadeli olarak bu kağıtlara yatırılabilir. Böylece Katılım Bankaları'nın da yatırım yapabilecekleri ve faaliyetlerine uygun bir sermaye piyasası enstrümanı bankacılık sektörüne girmiş olacaktır. Ayrıca ilerleyen aşamada Katılım Bankaları'nın Körfez Ülkeleri'nde kendi tahvillerini, sahip oldukları ekonomik getirisi yüksek varlıkların değerini tespit ettirdikten sonra bunların bir bölümünü kira sertifikası yöntemi ile çıkararak Körfez Ülkeleri'nde pazarlaması da söz konusu olabilecektir. Bununla Körfez Sermayesi ile Türk piyasaları arasındaki ilişki güçlendirilmiş ve finans kesimine taze para girişi sağlanmış olacaktır.

Sukuk'un Katılım Bankalarına katılım fonu toplamaya da katkı sağlaması bu bankaların daha güçlü olması adına da önemli bir başarı olacaktır. Uygulamada sukuk'un fon toplamaya etkisi incelenmiş ve pozitif yönde katkı sağlaması amaçlanmıştı. Bu sonuç, Katılım Bankaları için ümit verici olmasından olsa gerek 2010 yılının sonlarında bir Katılım Bankasının 100 milyon dolar Sukuk ihraç etmek için fon ayırdıklarını açıklaması önemli bir unsur olmuştur. 2011'in başlarında başka bir Katılım Bankası benzer şekilde bir fon ayırdıklarını basına duyurmuşlardı. Çalışmanın uygulama kısmındaki Sukuk'un katılım fonu toplamaya etkisi incelendiğinde elde edilen sonuçlarda olumlu manada artırmasını beklemekte bunu destekler nitelikte görülmektedir.

Sonuç olarak, Katılım Bankaları'nın kendisinden beklenenleri gösterememiş ise de, üretim desteği ve finansal kiralama yoluyla yapılan fon

kullandırları ile reel ekonominin gelişmesine, ekonomik hareketlerin kayda alınmasına, ödenen vergiler nedeniyle kamu maliyesine, istihdam ve dış ticaret hacminin genişlemesi açılarından ekonomiye katkılarının olduğu görülmektedir.

Aynı zamanda, 25 yıllık geçmişleri dikkate alındığında Katılım Bankaları, Türk Finans Sisteminde, çeşitliliği ve derinliği artıran kurumlar olarak yer almışlardır. Katılım Bankaları esnek fon toplama yöntemleri ve ticarete dayalı finansman biçimleriyle kredi arzını artırarak, cari kredi faiz oranlarını aşağı çekici bir fonksiyon üstlenmektedir. Bu da ekonomide, yatırımların hacminin artmasına yol açarak, üretilen mal ve hizmet değerini yani milli geliri büyütmektedir. Hatta, ekonominin daralma dönemlerinde bir çok bankanın kredilerini geri çağırmasına karşın Katılım Bankaları, çalışma prensipleri gereği bu yola başvurmamakta ve bu durum yatırımcı müteşebbislerin kaynak sıkıntısından dolayı yaşamaları muhtemel problemlerini azaltmaktadır.

KAYNAKÇA

- Abdulkader Thomas, Interest in Islamic Economics: Understanding Riba, Routledge, 2006.
- Abdullah Saeed, Islamic Banking and Interest, Hollanda, 1996.
- Adnan Büyükdeniz, Faizsiz Finans Kurumlarının Mali Sistem İçindeki Yeri ve Çalışma Prensipleri, Türkiye’de Özel Finans Kurumları Teori ve Uygulama, Albaraka Türk Yayınları, İstanbul, 2000.
- Ahmad Ausaf, Contemporary Experiences of İslamic Banks: A Survey, Islamic Financial Institutions Seminar Proceedings Series No.27, Jeddah, İslamic Development Bank-İslamic Research and Training Institute, 1995.
- Ahmad Ausaf, Contemporary Practices of Islamic Financing Techniques, Jeddah, Islamic Development Bank, 1993.
- Ahmet Akgündüz, Studies in Islamic Economics, (*İslamic Banking and Development*), IUR yayımevi, 2007.
- Ahmet Battal, Bankalarla Karşılaştırmalı Olarak Hukukî Yönden Özel Finans Kurumları, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yay. No: 343, Ankara, 1999.
- Ahmet Tok, İslami Finans Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirme, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2009.
- Ali Andar, Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS): As An Option of Raising Capital For Issuer/Companies/Banks Etc., Royal Institute of Technology, Stockholm, 2004.
- Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, Finansal Teknikler, Bursa, Ekin Kitabevi, 2008.
- Ali Hepşen, Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması, İstanbul Ticaret Odası Yayını, İstanbul, 2005.
- Ali Polat, Katılım Bankacılığı: Dünya Uygulamalarına İlişkin Sorunlar-Fırsatlar: Türkiye için Projeksiyonlar, Finansal Yenilik ve Açılımları ile Katılım Bankacılığı, İstanbul, Türkiye Katılım Bankaları Birliği, 2009.

- Ali Tariqi, What is sukuk?, Alıntı, <http://islamicbanking.worldmuslimmedia.com/what-is-sukuk/> (19.12.2009).
- Andreas A. Jobst, The Economic of Islamic Finance and Securitization, IMF Working Paper, Ağustos 2007.
- Andreas Jobst, What is Structured Finance, Alıntı, http://www.securitization.net/pdf/Publications/StructuredFinance_20Oct05.pdf, 2005.
- Andrew Davidson and Anthony Sanders, Securitization– Structuring and Investment Analysis, USA, John Wiley and Sons, 2003.
- Andrew Mullineux and Victor Murinde, Handbook of International Banking, İngiltere, Edward Elgar Publishing, 2003.
- Angelo Venardos, Currents Issues in Islamic Banking and Finance, Hasan Aznan- Islamic structured Products; Issues and Challenge, World Scientific, 2009.
- Antonio Di Cesare, Securitization and Bank Stability, MPRA Papers, No: 16831, February, 2009.
- Arturo Estrella, Securitization and the Efficacy of Monetary Policy, FRBNY Economic Policy Review, 2002.
- Badi H. Baltagi, Econometric Analysis of Panel Data, 2001.
- Bank for International Settlements, Recent Innovations in International Banking, April 1986.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Yıllık Raporlar ve İstatistiksel Veriler, 2010, Alıntı, <http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/default.aspx>
- Ben J. Macfarlane, London: The New Souk For Sukuk, Mondaq Business Briefing, April 17, 2007.
- Berke Duvan, 4389 Sayılı Bankalar Kanununda 4672 Sayılı Kanunla Gerçekleştirilen Değişikliklerin Değerlendirilmesi, Bilgi Notu, Devlet Planlama Teşkilatı, 2001.
- Bill Penman Brown, The Decline and Fall of Banking, Matador, 2009.
- Brain Kettel, Frequently Asked Questions in Islamic Finance, John Wiley and Sons, 2010.

- Buket Himmetoğlu, 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu Paneli, Bankacılık Dergisi, Sayı 55, Türkiye Bankalar Birliği, 2005.
- Charles Austin Stone and Anne Zissu, The Securitization Markets Handbook, USA, 2005.
- Christina Bannier and Dennis Hansel, Determinants of European Banks' Engagement in Loan Securitization, Deutsche Bundesbank, Discussion Papers, No: 10/ 2008, 2008.
- Christine A. Pavel, Securitization: The Analysis and Development of the Loan-Based/Asset- Backed Securities Markets Probus Publishing, Chicago,1989.
- Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss and Laurent Weill, Are *Sukuk* Really Special?Evidence from the Malaysian Stock Exchange, 2010, Ayrıntılı bilgi için lütfen bkz., <http://www.emstrasbourg.eu/docs/iw/papers/Godlewski-Turkariss-Weill.pdf>
- Cihangir Akın, Faizsiz Bankacılık ve Kalkınma, İstanbul, Kayıhan Yayınları, 1986.
- Claire A Hill, Securitization: A Low Cost Sweetener for Lemons, Washington University Law Quarterly, Winter, 1996.
- Clement M. Henry, The Politics of Islamic Finance, Edinburgh University, 2004.
- David T. Llewellyn, Financial Innovation And The Economics Of Banking and The Financial System, Financial Innovation in Retail and Corporate Banking, England Edited by Luisa Anderloni, Reinhard H. Schmidt, 2009.
- Değer Alper, *Menkulleştirme*, İlker Parasız, Ali Ceylan ve Ufuk Başoğlu (Ed.), Finans: Teori Kuram Uygulama, Bursa, Ekin Kitabevi, 2001.
- Dış Ticaret Müsteşarlığı (DTM), Yıllık Raporlar ve İstatistiksel Veriler, 2010, Alıntı, <http://www.dtm.gov.tr>
- Duygu Koçak, Uzun Vadeli Konut Finansman Sisteminde Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Rolü, İstanbul, 2007.
- Dünyada ve Türkiye'de Faizsiz Bankacılık, Türkiye Katılım Bankaları Birliği Dergisi, İstanbul, 2006.

- Emilio Colombo and Luco Stanca, Financial Market Imperfections and Corporate Decisions, Almanya, Springer Company, 2006.
- Erhan Yaşar, Türk Bankacılığında Günümüz Trendleri ve Sorunlar, Sevilla, Ekim 1992.
- Eugen Von Bohm-Bawerk, Capital and Interest- Critical History of Economical Theory, Londra, Macmillannad Co., 1884.
- Everette Hull, Bankers Debate-Is Asset Securitization Worth the Cost at your Bank, Journal of Commercial Bank Lending, August 1990.
- Feng Wang and Throwing Bricks, Attracting Jade: Securitization of Non-Performing Loans in China, International Finance Seminar, Cambridge, 18 April 2004.
- Fisher Irving, The Rate of Interest, New York, Garland Publishing, 1982.
- Fitchratings, Fitch's Approach to Rating Sukuk, Criteria Report, 5.3.2007.
- Frank E. Vogel, Islamic Law and Finance: Religion, Risk, and Return. CQ Press, U.S. 1998.
- Frank Fabbozi, Henry Davis and Moorad Choudhry, Introduction to Structured Finance, John Wiley & Sons, New Jersey, 2006.
- Gary Gorton, Nicholas S. Souleles, Special Purpose Vehicles and Securitization, Federal Reserve Bank of Philadelphia Research Department Working Papers, Paper No: 05-21, 2005.
- Gökben Altaş, İslami Finans Sistemi, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Sayı 69, Mayıs, 2009.
- Gökben Altaş, Malezya Sermaye Piyasası, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Sayı 89, Ocak, 2010.
- Güngör Tevfik, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (*Menkul Kıymetleştirme-Securitization*), Dünya Gazetesi, 22 Temmuz, 1992.
- Güray Küçükkocaoğlu, İslami Bankalar ve İslami Finans Kurumları Çalışma Notları, Alıntı, <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcum17.doc>, 19.05.2010.

- Halil Doğru, Menkul Kıymetleştirmenin Temel ve Hukuki Esasları; Yurt Dışı ve Türkiye Uygulamasının Karşılaştırılması, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2002.
- Halil İ. Bulut ve Bünyamin Er, Katılım Bankacılığında İki Yeni Finansal Teknik Önerisi: Mudaraba-Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Mudaraba-Risk Sermayesi Yatırım Fonları, Finansal Yenilik ve Açılımları ile Katılım Bankacılığı, İstanbul, Katılım Bankaları Birliği, 2009.
- Hamdi Döndüren, Osmanlı Tarihinde Bazı Faizsiz Kredi Uygulamaları ve Modern Türkiye’de Faizsiz Bankacılık Tecrübesi, Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi, Cilt 17, Sayı 1, 2008.
- Hamdi Döndüren, Ticaret ve İktisat İlmihali, İstanbul, Erkam Yayınları, 1993.
- Hatice Uzun, Securitization and Risk, Journal of Risk Finance, Vol:8, Issue: 1, 2007.
- Hazine Müsteşarlığı, Yıllık Raporlar ve İstatistiksel Veriler, 2010, Alıntı, <http://www.treasury.gov.tr>
- Henry T. Azzam, The Emerging Arab Capital Markets: Investment Opportunities in a Relatively Underplayed Market, Kegan Paul; 1997.
- Hijazi Faisal, Global Sukuk Issuance: 2008 Slowdown Mainly Due to Credit Crisis, But Some Impact from Shari’ah Compliance Issues, Alıntı, http://www.institutfrançaisdefinancéislamique.fr/docs/docs/doc_id57.pdf (13.12.2010).
- Hossein Askari, Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, Globalization and Islamic Finance, Newyork, Wiley Finance, 2010.
- Iraj Toutouchian, Islamic Money and Banking: Integrating Money in Capital Theory, Wiley, 2009.
- Islamic Finance Information Service (IFIS), Yıllık Raporlar ve İstatistiksel Veriler, 2007, Alıntı, <http://www.securities.com/ifis/>
- İlker Parasız, Modern Para Teorileri, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1998.
- İshak Emin Aktepe, İslam Hukuku Çerçevesinde Finansman ve Bankacılık, İstanbul, Erkam Matbaası, 2010.

- İsmail Özsoy, Özel Finans Kurumları, Asya Finans Kültür Yayınları 1, İstanbul Ekim 1997.
- İsmail Özsoy, Türkiye'de Katılım Bankacılığı, İstanbul, Asya Katılım Bankası, 2009.
- İsmail Özsoy, Türkiye'de Özel Finans Kurumları ve İslam Bankacılığı, İstanbul, Timaş Yayınları, 1987.
- İsmail Seyrek ve Zekeriya Mızrak, Faiz Teorileri Üzerine Bir İnceleme: Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Temel Dayanağı, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı. 22/209.
- Jean François Seznec, The Financial Markets of the Arabian Gulf, ABD, 1987.
- John Anderson and Jonathan Scott, Securitization, Woodhead Faulkner, London, 1994.
- John Maynard Keynes, General Theory of Employment Interest and Money, London, Macmillan, 1936.
- Joseph C. Shenker and Anthony J.Colletta, Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers, Texas Law Reivew, 1991, Vol. 69, Part. 6.
- Julian Walmsley, The New Financial Instruments-An Investor's Guide, Canada, John Wiley and Sons Inc., 1988.
- Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, Md. 1. Sermaye Piyasası Kurulu, Seri: III, No: 27.
- Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, Sermaye Piyasası Kurulu Md. 7. Seri: III, No: 27.
- Kym Brown, M. Kabir Hassan and Michael Skully, Operational Efficiency and Performance of Islamic Banks, Handbook of Islamic Banking, M. Kabir Hassan, Lewis Mervyn (Ed.), Edward Elgar Publishing, 2007.
- Mahmoud A. El-Gamal and Hulusi Inanoglu, Inefficiency and Heterogeneity in Turkish Banking: 1990-2000, Journal of Applied Econometrics, 20: 641-665, 2005.

- Margaret Cole and Mohammed Al-Sheikh, The Growth of Sukuk in the Global Capital Markets, AsiaLaw, 2004.
- Masahiko Egami and Kaoru Hosono A Model for Bank's Optimal Asset Securitization Program, 2010, Alıntı, <http://ssrn.com/abstract=1593524>
- Maureen Burton and Bruce Brown, The Financial System and the Economy: Principles of Money and Banking, M E Sharpe Inc, 2009.
- Mehmet Aksaraylı, Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği, Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt 24, Sayı: 1, 2009.
- Mehmet Emin Özcan ve Temel Hazıroğlu, Bankacılıkta Yeni Bir Boyut: Katılım Bankacılığı, Türkiye'de Özel Finans Kurumları Teori ve Uygulama, İstanbul, Albaraka Türk Yayınları, 2000.
- Mehmet S. Kumaş, Faizsiz Bir Finans Yöntemi Olarak Venture Capital Sistemi ve İslam Bankacılığı İle Mukayesesi, Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi, Cilt; 16, Sayı; 1, 2007.
- Mehmet Takan, Bankacılık Teori Uygulama ve Yönetim, 2. Baskı, Nobel Yayınları, 2002.
- Merih Paya, Makro İktisat, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2007.
- Merih Paya, Para Teorisi ve Para Politikası, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2007.
- Mervyn K. Lewis, Kevin T. Davis, Domestic and International Banking, İngiltere, Philip Allan Publishers, 1987.
- Monzer Kaffh, The Use of Icara Bonds for Bridging the Budget Gap, Islamic Development Bank, Seminar Proceedings Number 39, 1997.
- Mostafa El Qorchi, Islamic Finance Gears Up, Finance and Development Magazine IMF, Volume 42, Number 4.
- Muhammad Akram Khan, Islamic Economics and Finance, London, Routledge, 2003.
- Muhammad Ayub, Understanding Islamic Finance, Wiley, 2007.
- Murat Çizakca, Risk Sermayesi, Özel Finans Kurumları ve Para Vakıfları, İlmî Neşriyat, 1993.
- Nagaoka Shinsuke, Beyond the Theoretical Dichotomy in Islamic Finance: Analytical Reflections on *Murāba'ah* Contracts and Islamic

Debt Securities, Kyoto Bulletin of Islamic Area Studies, Sayı;1, Kyoto, 2007.

- Nazım Ekren, Değişen Çevre Koşulları ve Özel Finans Kurumları, Türkiye'de Özel Finans Kurumları Teori ve Uygulama, Albaraka Türk Yayınları, İstanbul, 2000.
- Necla Küçükçolak, Faizsiz Finansman Sertifikası Sukuk'un Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi, Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Haziran, 2008.
- Niyazi Berk, Finansal Yönetim, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1999.
- Nizamettin Uçak, Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme, Sermaye Piyasası Kurulu, 2000.
- Nurcan Öcal, Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1997.
- Nurhan Aydın, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi, 2004.
- Osman Nuri Yılmaz, Faizsiz Bankacılık İlkeleri ve Katılım Bankacılığı, Katılım Bankalar Birliği Yayınları, 2010.
- Osman Zaim, The Effects of Financial Liberalization on the Efficiency of Turkish Commerical Banks, Development of Financial Markets in the Arab Countries Iran and Turkey, Lebanon, 15-16 July, 1994.
- Ömer Nasuhî Bilmen, Hukuk-ı İslâmiyye ve İstilâhât-ı Fıkhiyye Kamusu, İstanbul 1986.
- Özel Finans Kurumlarının Kuruluş ve Faaliyetleri Hakkında Yönetmelik, Md. 19.
- Öztin Akgüç, 100 Soruda Türkiye'de Bankacılık, İstanbul, Gerçek Yayınevi, 1987.
- Pelin Ataman Erdönmez, Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi, Bankacılar Dergisi, Türkiye Bankalar Birliği, Sayı 57, 2006.
- Ramesh Narayanaswamy, An Odyssey in Structured Finance, http://www.crisil.com/crisil-young-thought-leader-2006/dissertations/Ramesh-Narayanaswamy_Dissertation.pdf,Bangalore, 2007.

- Richard Harrington, Financial Innovation and International Banking, Financial Innovation, Henry Cavanna (Ed.), London, 1992.
- Rifat Ahmed Addel Kerim, Simon Archer, Islamic Finance The Regulatory Challenge, John Wiley and Sons., 2007.
- Robert Gray and İsmail Arshad, Regulating Islamic Capital Markets, Islamic Finance The Regulatory Challenge, Simon ARCHER ve Rifaat Ahmed Abdel Karim (Ed.), John Wiley&Sons (Singapore), 2007.
- Rodney Wilson, Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk: Overview of the sukuk market, Euromoney, 2004.
- Saadet Tantan, Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulaması ve Bankacılık Sektörüne Etkileri, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1996.
- Sabahaddin Zaim, İşlâm, İnsan ve Ekonomi, İstanbul, Yeni Asya Yayınları, 1995.
- Salim Koç, İşlâm Ülkelerinin Dünya Ticaretindeki Yeri, Çerçeve Dergisi, Ekim 2008.
- Serkan İmişiker, Altyapı Yatırımlarının Sermaye Piyasaları Yoluyla Finansmanı: Gelir Ortaklığı Senetleri Modeli, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu (Hizmete Özel), 2007.
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları, 2009 Yılı Faaliyet Raporu.
- Silvester Johnson and Ametia A.Murphy, Going off the Balance Sheet, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, September/October, Vol: 72, Issue: 5, 1987.
- Stephen G. Ryan, Financial Instruments and Institutions, ABD, John Wiley and Sons, 2007.
- Stephen Lumpkin, Trends and Development in Securitization, Journal of Financial Markets Trends, Sayı; 74, 1999.
- Sudi Apak, VDMK Analizi, Bankacılar Dergisi, Temmuz 1994.
- Syed Ali Salman, Introduction to İjara Sukuk: Current Structures and Future Prospects, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, 2005.

- Şenol Kandemir, Finansal Serbestleşme Sürecinin Türk Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2006.
- Şule Bilir, Menkul Kıymetleştirme, Bankacılık Dergisi, Ekim 1990.
- Tarun Sabarval, Common Structures of Asset-Backed Securities and Their Risks <http://129.3.20.41/econ-wp/fin/papers/0512/0512012.pdf> (10.12.2008).
- Tasca Roberto and Zambelli Simona, The Asset Securitization Activity in Italy: Current and Future Trends; Structured Finance: Techniques, Products and Market, Editörler: Stefano Caselli, Stefano Gatti, Springer, 2005.
- Tezer Öçal ve Ömer Faruk Çolak, Para Teori ve Politika, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 1999.
- Timur Kuran, The Economic System in Contemporary İslamic Thought: Interpretation and Assesment, International Journal of Middle East Studies, Vol: 18, 1986.
- Turan Yay, Finansal Krizler, Finansal Regülasyon ve Türkiye, İstanbul Üniversitesi, Siyasal Bilimler Fak. Dergisi, Sayı; 30, Mart 2004.
- Tülay Yücel ve Pınar Evrim Mandacı, İşletmelerin Finansal Risk Yönetimi ve Türev Ürün Kullanımı: İMKB 100 Endeksinde Yer Alan İşletmelerde Bir Uygulama, Sayı 36, Ekim 2007.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Yıllık Raporlar ve İstatistiksel Veriler, 2010, Alıntı, <http://www.tcmb.gov.tr>
- Türkiye Diyanet Vakfı, İslam Ansiklopedisi, Cilt. 12, İstanbul, 2003.
- Türkiye Finans Katılım Bankası, Günlük Bülten, Sukuk, Alıntı, <http://www.turkiyefinans.com.tr> 2007/05.
- Türkiye İstatistik Kurumu (TUİK), Yıllık Raporlar ve İstatistiksel Veriler, 2010, Alıntı, <http://www.tuik.gov.tr>
- Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB), Yıllık Raporlar ve İstatistiksel Veriler, 2010, Alıntı, <http://www.tkbb.org.tr>
- Uluslararası Para Fonu (IMF), Yıllık Raporlar ve İstatistiksel Veriler, 2010, Alıntı, <http://www.imf.org>

- Vinod Kothari, *Securitization: The Financial Instrument of the Future*, John Wiley & Sons, 2006.
- Viral V. Acharya, Philipp Schnabl, and Gustavo Suarez-Acharya, *Securitization without Risk Transfer*, NBER Working Papers, No: 15730, 2010.
- Vural Günel, *Özel Finans Kurumları, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları*, 1984.
- Vural Savaş, *İktisat'ın Tarihi*, Ankara, Siyasal Kitabevi, 1999.
- Yavuz Akbulak ve Erkan Özgüç, *Alternatif Finansman Yöntemi Olarak İslami Finansal Araçlar ve Türkiye'de Uygulanabilirliği Üzerine Düşünceler*, *Aktive Finans Dergisi*, Kasım- Aralık, 2004.
- Yavuz Akbulak, *Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler*, *Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi*, Aralık, 2005.
- Yener Çoşkun, *Yapılandırılmış Finans ve Küresel Finansal Kriz*, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, Cilt: 47, Sayı: 545, 2010.
- Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, *An Introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*, Wiley, First Edition, November, 2006.
- Zühtü Aytaç, *Gelir Ortaklığı Senetlerinin Hukuki Statüsü*, *Batıder*, Cilt XIII, Sayı 3-4, 1987.
- 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Md. 4.
- 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Md. 45.
- 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Md. 48.
- 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Md. 57.
- 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Md. 3.
- 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Md.3-4.

İTO YAYINLARI (2010)

- 2010-1 İstanbul'un Renkli Hazinesi: Bizans Mozaiklerinden Osmanlı Çinilerine
- 2010-2 Çarşı – Esnaf: Kapalıçarşı
- 2010-3 Bir Zamanlar İstanbul: Şehir Mektupları (2.bs.)
- 2010-4 İstanbul'da Kırk Yıllık 40 Lezzet Durağı (=Forty Years Old 40 Taste Havens in İstanbul) (29x29 cm)
- 2010-5 İstanbul'da Kırk Yıllık 40 Lezzet Durağı (=Forty Years Old 40 Taste Havens in İstanbul) (20x20 cm)
- 2010-6 Türk Yan Sanayi Borsası Üye Profil Araştırması (Türkçe-İng)
- 2010-7 Edebiyatımızda Ticaret ve Tacirler
- 2010-8 Haberlerden Yansıyan İTO: 2009
- 2010-9 Fiyat İndeksleri (=Price Indices)
- 2010-10 Makroekonomik Göstergeler (=Macro Economic Indicators)
- 2010-11 Osmanlı'dan Cumhuriyet'e Özel Girişimciliğe Yönelik Devlet Politikaları
- 2010-12 Büyümenin Yolu Afrika'dan Geçiyor
- 2010-13 Bilim-Teknoloji-İnovasyon Temelli Ekonomi ve Toplum
- 2010-14 İstanbul Özürlüler İstihdam Araştırma ve Geliştirme Raporu' 2009
- 2010-15 İstanbul Halkının Dilencilik Olgusuna Bakış Açısı
- 2010-16 Şehbender Raporlarına Göre I.Dünya Savaşı Öncesi Osmanlı Ticareti
- 2010-17 Türkiye'de AR-GE Teşvikleri
- 2010-18 Avrupa Birliği'nin Serbest Ticaret Anlaşmaları'na Türkiye'nin de Dahil Edilmesi
- 2010-19 Dünyada ve Türkiye'de e-İhracat Uygulamaları
- 2010-20 Mesleki ve Teknik Ortaöğretimde Finansman Harcamaları ve Maliyet
- 2010-21 Türkiye İçin Yeni Bir Büyüme Modeli

- 2010-22 Güneş Kolektörü Uygulamaları
- 2010-23 İstanbul Kentiçi Ulaşımında Servis Taşımacılığı
- 2010-24 Türkiye'den Az Gelişmiş Ülkelere Sermaye Göçü (Relokasyon)
- 2010-25 ABD Deneyimi Işığında Emek Piyasası Reformu ve İşsizliği Azaltıcı Politikalar
- 2010-26 Ekonomik Rapor
- 2010-27 Karikatürlerle İstanbul'da Toplu Ulaşım: 1908-1982
- 2010-28 Kurumsallaşma ve Kriz Yönetimi
- 2010-29 250 Soruda İthalatta KDV
- 2010-30 İşletmelerde Kurumsallaşma ve Kurumsal İletişimin Önemi
- 2010-31 Dünyada Ve Türkiye'de Mikro Finansman ve Yoksulluğun Azaltılması - Teori ve Uygulamalar
- 2010-32 Tüketim ve Değerler
- 2010-33 Suyun İki Yakası: Selanik-İstanbul
- 2010-34 Kaybolan Meslekler ve Son Ustalar
- 2010-35 Global Krizde Türk Yan Sanayi Borsası'nın Genel Durumu ve Beklentileri
- 2010-36 Gelişen Çin Turizm Pazarı ve Türkiye
- 2010-37 İstanbul Ticaret Odası: Türkiye'nin Gelişimine Adanmış Bir Kurum
- 2010-38 The İstanbul Chamber of Commerce: An Institution Devoted to Development of Turkey
- 2010-39 Avrupa Birliği ve Türkiye'de KOBİ'lerin İstihdam Artırıcı Etkileri
- 2010-40 Rekabet Gücü Perspektifinde Lojistik Faaliyetlerde Performans Geliştirme
- 2010-41 Türk Vergi Yargısı'nda Bilirkişilik
- 2010-42 Economic Report
- 2010-43 Labor Law in Turkey
- 2010-44 Avrupa Birliği'ne Uyum Sürecinde Türk Tekstil Sektörünün Durumu
- 2010-45 Türk Sineması: Sorunlar ve Fırsatlar

- 2010-46 Türkiye El Halıcılığı Sektörü: Eski Halı Tamir Sektörü ve İhtisas Gümrüğü Uygulamaları
- 2010-47 Aile Kültürünün Aile İşletmesi Kültürü Üzerindeki Etkisi
- 2010-48 Osmanlı Gümüş Damgaları
- 2010-49 Aile Şirketlerini Büyüten Yeni Nesiller: Oğlum Sağolsun
- 2010-50 Nobel'in İzinde İktisat Kuramının Gelişimi
- 2010-51 Mikroekonomi ve Makroekonomi Düzeyinde Küresel Rekabet Gücünü Etki Faktörleri ve Stratejiler
- 2010-52 Yolu İstanbul'dan Geçen Kervan'ın Sarayları
- 2010-53 Çarşı-Pazar İstanbul
- 2010-54 El'muallim-i El'eseriyete El'islamiyete fi Medinete İstanbul
- 2010-55 Kurumlarla Yakın Ekonomi Tarihi
- 2010-56 Türk Basım Sanayisi Temel Göstergeler ve Eğilimler 2009
- 2010-57 Sigorta Prim Teşvikleri ve İşçi Ödenekleri
- 2010-58 Dünden Bugüne İstanbul'da Ulaşım
- 2010-59 Piyasa Ekonomisine Geçiş Sürecinde Azerbeycan
- 2010-60 Hazır Giyim İşletmelerinde Kurum Kültürünün İşletme Verimliliğine Etkisi
- 2010-61 Sosyolojik Açıdan Türkiye'de Halkın Vergiye Bakışı
- 2010-62 Toplumsal Yapı ve Verginin Sosyal Bileşenleri: Tercihli Vergi
- 2010-63 Türk-Japon Ticaret İlişkileri
- 2010-64 Ticaret ve Ziraat Nezareti Memalik-i Osmaniye'de Osmanlı Anonim Şirketleri
- 2010-65 Tarihin ve Medeniyetin Beşiği Çarşılar
- 2010-66 Gökyüzünden İstanbul İbadethaneleri (–Sanctuaries of İstanbul From The Sky)
- 2010-67 Birinci İktisat Tarihi Kongresi Bildirisi (2 cilt)
- 2010-68 Ticaret ve Hayat
- 2010-69 Bacıyân-ı Rûm'dan Günümüze Türk Kadınının İktisadî Hayattaki Yeri
- 2010-70 Lojistik Sektöründe Durum Analizi ve Rekabetçi Stratejiler
- 2010-71 Türkiye'de Yayın Hayatı

- 2010-72 AB'ye Uyum Sürecinde Türkiye'de Büyükbaş Hayvancılık
- 2010-73 Ortadoğu ve Kuzey Afrika Ülkelerinde Ekonomik Dönüşüm
- 2010-74 KOBİ'ler için Çin Halk Cumhuriyeti Rehberi
- 2010-75 İstanbul-The Grand Bazaar: From Past to Present
- 2010-76 İstanbul'un Atlı ve Elektrikli Tramvayları
- 2010-77 Dünyada ve Türkiye'de Doğalgaz Sektörünün Yapısı ve İnovasyonun Rolü
- 2010-78 Şehristan İstanbul: Seyyahların Hayal Şehri
- 2010-79 Osmanlı'dan Cumhuriyet'e Endüstriyel Mirasımız
- 2010-80 Avrupa Birliğinin Girişimcilik Politikası: KOBİ Yaklaşımı ve Türkiye
- 2010-81 İslam Ülkeleri Arasındaki Ticaretin Geliştirilmesi
- 2010-82 Yeni Dünya Düzeninde Yapısal Reformlar ve Türkiye
- 2010-83 Dış Ticaret Bilgilendirme Dizisi 1: Sorularla ATR Dolaşım Belgesi
- 2010-84 Dış Ticaret Bilgilendirme Dizisi 2: Sorularla EUR.1 EUR-MED Dolaşım Belgesi
- 2010-85 Dış Ticaret Bilgilendirme Dizisi 3: Sorularla ABC Menşe Şehadetnamesi ve Form A Belgesi
- 2010-86 Batılılaşma Dönemi İstanbul'unda Hanlar ve Pasajlar
- 2010-87 Ticaret Sicili Rehberi
- 2010-88 Sosyal Güvencesi Olan Hastalar ve Sağlıkta Dönüşüm Programına Bakış
- 2010-89 Dış Ticaret Bilgilendirme Dizisi 4: Sorularla Dış Ticarete Korunma Önlemleri, Haksız Rekabetin Önlenmesi ve Gözetim Uygulaması
- 2010-90 Genetiği Değiştirilmiş Organizmalar (GDO)
- 2010-91 Avrasya'nın Yükselen Yıldızı Kazakistan
- 2010-93 Sağlıklı Nesiller İçin Önce Sağlıklı Tohum
- 2010-94 Rekabet ve Firma Stratejisi
- 2010-95 Karşılaştırmalı İdare Hukukunda Kamu İhale Uygulamaları
- 2010-96 Organik Ürünlerin Pazarlanması ve Etik Sorunlar
- 2010-97 Osmanlı Ticaret ve Sanayi Albümü

- 2010-98 Küreselleşmenin Sektörel Etkileri: Araştırma Projesi
- 2010-99 Sosyal Politikada Yerelleşme
- 2010-100 İlan-ı Ticaret: Resimli İlanlar Perspektifinde Osmanlıdan Cumhuriyete İstanbul Ticari Hayatı
- 2010-101 Türkiye’de Organik Tarım ve İyi Tarım Uygulamaları: Üretim ve Pazarlama Esasları
- 2010-102 Başarılı Vergi Mükellefleri 2009 (cd-kitap)
- 2010-103 İstanbul’da Yaşam Kalitesi Araştırması
- 2010-104 2009 Yılı İstanbul Küçük Sanayi Kapasite Kullanım Araştırması
- 2010-105 Türkiye’de İş Ortaklıkları: Durum, Çözüm , Öneriler
- 2010-106 Sağlık Sektöründe Kalite ve Maliyet Analizi: Kamu-Özel Karşılaştırması
- 2010-107 İstanbul Ticaret Odası: Türkiye’nin Gelişimine Adanmış Bir Kurum (2.bs.)
- 2010-108 The İstanbul Chamber of Commerce: An Institution Devoted to Development of Turkey (2.bs.)
- 2010-109 Dersaadet’te Ticaret
- 2010-110 Türkiye’de Devlet, Girişimcilik ve Yerel Kalkınma
- 2010-111 Teknoparklar: Teknolojik Bilginin Ticarileşmesi
- 2010-112 KOBİ’lerde Esnek Çalışma
- 2010-113 Doğal Taşlar ve Çin Halk Cumhuriyeti Rekabeti
- 2010-114 Avrupa Birliği’ne Uyum Sürecinde Türk İplik Sektörü
- 2010-115 Türkiye’de Yayın Hayatı
- 2010-116 Türkiye’de Film Endüstrisinin Konumu ve Hedefleri
- 2010-117 Küresel Mali Piyasalarda Yeniden Yapılanma ve Türkiye
- 2010-118 İstanbul Ticaret ve Sanayi Odası Eylül 1923 – Mayıs 1926 Faaliyet ve Uygulamalarına Dair Genel Rapor
- 2010-119 Sayılarla İstanbul 2010
- 2010-120 Dış Ticaret Bilgilendirme Dizisi 5: Sorularla TIR Karnesi Sistemi
- 2010-121 Stratejik Düşünce ve Kurumsal Girişimcilik
- 2010-122 İşgücü, İstihdam ve Kriz Olgusu

- 2010-123 Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Avrupa Birliği Mevzuatı
Çerçevesinde Ticaret Sicili
- 2010-124 Yapı Malzemeleri Sektöründe Rekabet Gücünü Geliştirme
Projesi

İTO YAYINLARI (2011)

- 2011-1 Başarılı İhracatçılar (=Outstanding Exporters) 2009
- 2011-2 Fiyat İndeksleri (=Price Indices)
- 2011-3 Makroekonomik Göstergeler (=Macroeconomic Indicators)
- 2011-4 Haberlerden Yansıyan İTO: 2010
- 2011-5 Ekonomik Rapor: 2010 Yılında Türkiye ve Dünya
Ekonomisi
- 2011-6 Economic Report: Turkish and World Economy in 2010
- 2011-7 Uluslararası Finans Merkezleri, Ülke Ekonomilerine Etkileri
ve İstanbul'un Potansiyeli
- 2011-8 Elektronik Bankacılık Hizmetleri ve Denetimi
- 2011-9 Limited Şirketler Rehberi
- 2011-10 Ekmekçilik Sektör Araştırması
- 2011-11 Sultan II. Abdülhamid'in Mirası: İstanbul'da Kamu Binaları
- 2011-12 Ticaretin Efsanesi
- 2011-13 İstanbul'un Afetlerden Zarar Görebilirliği Sempozyumu
Bildiriler Kitabı
- 2011-14 Turkish Television Broadcasting 2011
- 2011-15 Sanayi Sektöründeki KOBİ'ler
- 2011-16 Dersaadet Sözlüğü
- 2011-18 Teşvik / Destek Rehberi Serisi 2: Yatırımlarda Devlet
Yardımları
- 2011-19 Teşvik / Destek Rehberi Serisi 3: KOSGEB Destekleri
- 2011-20 Teşvik / Destek Rehberi Serisi 4: İhracatta Devlet
Yardımları
- 2011-21 Teşvik / Destek Rehberi Serisi 5: AR-GE, Yenilik, Bilim ve
Teknoloji Destekleri

- 2011-22 Teşvik / Destek Rehberi Serisi 6: Devlet Tarafından Sağlanan Diğer Destekler
- 2011-23 İslam ve Türk İllerinde Fütüvvet Teşkilatı
- 2011-24 Türkiye’de Televizyon Yayıncılığı
- 2011-25 Büyük Dönüşüm: Ekonomi – Şirketler - Girişimci
- 2011-26 Les Procédures de Creation d’Entreprise en Turquie
- 2011-27 Company Establishment and Registration Procedures in Turkey
- 2011-28 İstanbul’un Rengi Erguvan
- 2011-29 Rakamlarla Türkiye Ekonomisi
- 2011-30 Turkey in Figures
- 2011-31 2000 Sonrası Türkiye İktisadının Değişimi
- 2011-32 Türk Fikri Mülkiyet Hukuku’nda Güncel Gelişmeler (= Emerging Issues in Turkish Intellectual Property Law)
- 2011-33 Eski Eserlerin Onarımında Karşılaşılan Zorluklar, Sorunlar ve Çözüm Önerileri
- 2011-34 Bir Dünya Şehri Olarak İstanbul’un Küresel Konumu
- 2011-35 AB’ye Uyum Sürecinde Genç İşsizliği
- 2011-36 İstanbul’un Ekonomik ve Sosyal Göstergeleri
- 2011-37 Social and Economic Indicators of İstanbul
- 2011-38 2010 Yılı İstanbul Küçük Sanayi Kapasite Kullanım Araştırması
- 2011-39 Türkiye’de Sağlık Turizmi Sektörü

İTO YAYINLARI (2012)

- 2012-1 Kur’an Hat ve Tezhibinden Parıltılar
- 2012-2 Osmanlı Ticaret ve Sanayi Albümü (2.bs)
- 2012-3 The Colorful Treasures of İstanbul: From Byzantine Mosaics To Ottoman Ceramic Tiles
- 2012-4 Fiyat İndeksleri (=Price Indices)
- 2012-5 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu: “Ticari İşletme” ve “Ticaret Şirketleri”ne Getirilen Yenilikler

- 2012-5 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu: “Ticari İşletme” ve “Ticaret Şirketleri”ne Getirilen Yenilikler (güncelleştirilmiş 2.bs.)
- 2012-6 Makroekonomik Göstergeler (=Macroeconomic Indicators)
- 2012-7 Vakıflarda Vergi Muafiyeti ve Vergi Teşvikleri
- 2012-8 Haberlerden Yansıyan İTO 2011
- 2012-12 Dünden Yarına Bugünün Sözleri
- 2012-13 İlan-ı Ticaret : Resimli İlanlar Perspektifinde Osmanlı’dan Cumhuriyet’e İstanbul Ticari Hayatı (2.bs)
- 2012-14 İTO’dan Yükselen Nağmeler (cd-rom)
- 2012-15 Ekonomik Rapor: 2011 Yılında Türkiye ve Dünya Ekonomisi
- 2012-16 Economic Report: Turkish and World Economy in 2011
- 2012-17 Yolu İstanbul’dan Geçen Kervan’ın Sarayları (2.bs.)
- 2012-18 KOBİ’ler İçin Şirket Anayasasının Önemi ve Oluşturulması
- 2012-19 Türkiye’de Ticaretin Öncü Kuruluşu İstanbul Ticaret Odası: 1923 - 1960
- 2012-20 İstanbul Ticaret Odası Yayın Kataloğu : 1885 - 2012
- 2012-21 2011 Yılı İstanbul Küçük Sanayi Kapasite Kullanım Araştırması
- 2012-22 Rakamlarla Türkiye Ekonomisi
- 2012-26 Turkey in Figures
- 2012-29 Türkiye’de Yayın Hayatı

⇒ **Aralık 2012 itibariyle**

NOT: YAYINLARIMIZA İNTERNET SİTEMİZDEN TAM METİN OLARAK ÜCRETSİZ ULAŞILABİLMEKTEDİR.



BİR FİNANSAL ENSTRÜMAN OLARAK SUKUK KATILIM BANKALARINA UYUM MODELLEMESİ

Klasik bankacılık faaliyetleri kadar, kendisine özgü araçları da kullanan Katılım Bankaları, finansal piyasaların önemli bir aktörü olarak sıvırlmaktadır. Her mali işlemin temelinde, maddi bir ekonomik işleyişi barındıran Katılım Bankacılığı, aynı zamanda ekonomik büyüme adına da stratejik bir rol üstlenmektedir. Bu çerçevede sukuk, Katılım Bankalarının dünya ekonomisi ölçeğinde uygulamaya soktuğu bir uygulama olmuştur.

Sukuk genel olarak menkul kıymetleştirme ve menkul kıymet ihracı faaliyetlerinin faizsiz bir temelden hareket edilmesi sonucunda ortaya çıkartılmış bir finansal enstrümandır. Maddi bir işleme dayalı olarak yapılan bu finansal kiralama türü, dünyadaki menkul kıymetleştirme süreçlerinin çeşitlenmesinde de önemli bir paya sahip olmaktadır.

Elbette bu yeni finansal aracın etkin bir şekilde kullanımı, hiç kuşkusuz öncelikle bu kavramın ne olduğu konusundaki soru işaretlerini kaldırmayı gerekli kılmaktadır. Nitekim bu çalışma, Katılım Bankacılığının dünyadaki ve Türkiye'deki gelişiminden yola çıkarak sukukun rolü ve işlevlerini anlama amacını taşımaktadır.



İSTANBUL
TİCARET
ODASI

(Elektronik) ISBN 978-605-137-180-1

ISBN 978-605-137-179-5



9 786051 371795