



**T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI**

**MENKUL KIYMET OLARAK SUKUK
İHRACI VE ANALİZİ**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Avni GÜNAYDIN

BURSA – 2015



**T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI**

MENKUL KIYMET OLARAK SUKUK

İHRACI VE ANALİZİ

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Avni GÜNAYDIN

Danışman:

Prof. Dr. Emin ERTÜRK

BURSA - 2015

Ek. 4: TEZ ONAY SAYFASI ÖRNEĞİ

T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

İktisat Anabilim/Anasanat Dalı,
İktisat Bilim Dalı'nda numaralı
Ani Günaydın'nın hazırladığı
"Mevcut Kıymet Okurda Sadece İhracı ve Analizi"
" konulu (Yüksek Lisans/Doktora/Sanatta ~~Yeterlik~~
Tezi/Çalışması) ile ilgili tez savunma sınavı, 11./08/2015 günü 13:00 - 14:00 saatleri arasında
yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin/çalışmasının
..... (başarılı/başarısız) olduğuna (oybirliği/oy çokluğu)
ile karar verilmiştir.

Prof. Dr. Emine Ertürk
Üye (Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu
Başkanı)
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi
Prof. Dr. Selim Sarıgül

Prof. Dr. Feriyya Yılmaz
Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

11./08./2015

ÖZET

Yazar Adı ve Soyadı : Avni GÜNAYDIN
Üniversite : Uludağ Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı : İktisat
Bilim Dalı : İktisat
Tezin Niteliği : Yüksek Lisans Tezi
Sayfa Sayısı : XVI + 131
Mezuniyet Tarihi : 11 / 08 / 2015
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Emin ERTÜRK

MENKUL KIYMET OLARAK SUKUK İHRACI VE ANALİZİ

Yüksek kapasiteli üretim yapan firmaların kurulması, uluslar arası sermaye hareketliliğinin artması ve teknik gelişmeler menkul kıymetleştirme çalışmalarının ekonomilerdeki ağırlığını artmıştır.

Menkul kıymetleştirme çalışmaları; fona ihtiyacı olanların fon temini, elinde fon fazlası bulunanların ise gelir elde etmelerine imkân sağlarken, İslâmi kurallara göre hayatını tanzim eden kişiler kapitalist finansman yöntemlerine uzak durduklarından bir yandan ellerindeki fonlar atıl kalmakta, diğer taraftan da ihtiyaç duyulan kaynaklara erişimde zorluk yaşamaktadırlar.

İktisaden verimsizliğe sebebiyet veren bu durumun ortadan kaldırılabilmesi için İslâmi prensiplere uygun finansal ürünlerin iktisadi hayattaki etkinliğini artırmaya yönelik çalışmaların sonucunda; önce faizsiz bankacılık ardından da menkul kıymetleştirme ve sigortacılık ürünleri geliştirilmiştir. 2013 yılı itibarıyla İslâmi finansal ürünlerin aktif toplamı 1,7 trilyon USD'ye ulaşmıştır. İslâm ülkelerinde faaliyet gösteren faizsiz bankalar konvansiyonel bankalardan daha yüksek ivme ile büyüme göstermektedir.

Konvansiyonel menkul kıymetlere ilaveten İslâmi prensiplere uygun olarak geliştirilen sukuklar, Malezya'da uygulanmaya başlamış kısa sürede diğer İslâm ülkelerine ve ekonomik gelişmesi yüksek seviyede olan ülkelere yayılmıştır.

Ülkemiz hukuk literatüründe “kira sertifikası” olarak tanımlanan sukuklar, İslâmi kurallara uygun bir menkul kıymet olmasının yanısıra, iktisadi gerçekliğe de uyum sağladığından, hem kamu hem de özel sektör şirketleri tarafından ihraç edilen sukuklar yatırımcılardan beklenen seviyede talep görmektedir.

Kira sertifikalarının ihracı öncesinde ve ihracı sonrasındaki aşamalarla ilgili olarak; asimetrik bilgiyi önleyecek ve iktisadi riski asgaride tutacak düzenlemelerin yapılması ihtiyacı ortaya çıkmaktadır.

Bu konularda, ortaya çıkacak aksaklıklar, henüz yeni sayılan bir ürünün taraflarında zarar ve moral değer aşınmasına sebebiyet vererek, ürünün geleceğini riskli hale getirebilir.

Çalışmamız; İslâmda finansman ve finansman araçları, menkul kıymet, menkul kıymet olarak sukuk, sonuç ve değerlendirme olmak üzere dört bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, finansman ve İslamda finansal ürün ve müesseseler tetkik edilmiş, İkinci bölümde, menkul kıymetleştirme ve İslâmda menkul kıymetleştirme çalışmaları analiz edilmiş,

Üçüncü bölümde; sukuk'un tanımı, gelişimi, İslâmi prensiplerle uyumu, ülkemizdeki uygulamaları incelenmiş,

Sonuç ve değerlendirme bölümünde ise; uygulamadaki aksaklıklar ve alınması gereken tedbirlere ilişkin tespitler yapılmıştır.

ANAHTAR KELİMELER

Menkul kıymet, menkul kıymetleştirme, sukuk

ABSTRACT

Name and Surname : Avni GÜNAYDIN
University : Uludağ University
Institution : Social Science Institution
Field : Economics
Branch : Economics
Degree Awarded : Master
Page Number : XVI + 131
Degree Date : 11 / 08 / 2015
Supervisor : Prof. Dr. Emin ERTÜRK

SECURITIES AS SUKUK ISSUES AND ANALYSIS

The establishment of a high-capacity production firms, growth and technical development of international capital mobility has increased its weight in the economy of the securitization operation.

Securitization activities; Providing funds to those who need funds, while having more funds in the hands, while allowing them to generate revenue, according to Islamic rules life issuing entities would be idle funds on the one hand hand they stay away from the capitalist method of financing, have difficulty in access to the resources needed from the other side.

Economically inefficient, giving rise to Islamic principles in order to eliminate this situation as a result of efforts to increase the effectiveness of the economic life of appropriate financial products; Before then the securitization Islamic banking and insurance products are developed. As of 2013, the total assets of Islamic financial products has reached 1.7 trillion. Interest-free Islamic banks operating in the country shows growth with higher acceleration than conventional banks.

In addition to conventional securities, developed in accordance with the principles of Islamic Sukuk and, as soon as the other Islamic countries have begun to be implemented in Malaysia and spread to countries where economic development is high.

Our country is in the legal literature "Sukuk" is defined as sukuk, in addition to being suitable securities to Islamic rule, economic reality also is fit, both public and private sector companies issued by Sukuk are in demand at the expected level of investors

With regard to step in before and after the issuance of Sukuk issuance; to prevent asymmetric information and making arrangements to keep to a minimum the risk of economic need arises.

These issues will emerge disruptions, damage to the side of a new product not yet listed and moral values giving rise to wear, can make the risk the future of the product.

Our study; In Islam funding and financing instruments, securities, Sukuk are securities, consists of four parts, including results and evaluation.

In the first chapter, financing and financial products and institutions it has been examined in Islam,

In the second part, securitization and securitization activities were analyzed in Islam, In the third part; Sukuk in the definition, development, compliance with Islamic principles, examined practices in our country,

In the conclusion and evaluation; disruptions related to application detection and measures to be taken are made

KEY WORD

Securites, securitization, sukuk

ÖNSÖZ

İktisadi kararlarında, İslâmi prensipleri önemseyen kişilerin taleplerini karşılayacak finansal ürünlerin sınırlı olması dolayısıyla, sözkonusu talebi karşılamaya yönelik olarak değişik ülkelerde başlayan araştırmalar 1950'li yıllardan sonra yoğunlaşmış ve bu araştırmaların neticesi olarak, 1960'lı yıllardan itibaren faizsiz bankalar kurulmaya başlanmıştır. Faizsiz bankaların ardından sigortacılık ve menkul kıymet alanlarında da İslâmi prensiplere uygun ürünler geliştirilmiş ve bu konularda hizmet verecek müstakil iktisadi birimler kurulmuştur.

Bu yeni menkul kıymet ürünlerden "sukuk" yatırımcılar tarafından beklenen düzeyde alaka görmüştür. Yüksek talep dolayısıyla, Malezya'da başlayan ilk uygulamalarının ardından diğer İslâm ülkelerinde ve ekonomik gelişmişliği yüksek olan ülkelerde de tercih edilir, uluslar arası borsalarda işlem görür hale gelmiştir

Bir taraftan İslâmi duyarlılık kaynaklı talebin karşılanması diğer taraftan ise küresel iktisadi buhranların önlenmesine yönelik çabaların, ortak çözüm noktalarından biri durumunda olan İslâmi finans ürünlerinden sukuk konusunda, çalışma yapmamı teşvik eden ve çalışmamın her aşamasında katkı sağlayan danışman hocam sayın Prof. Dr. Emin ERTÜRK Bey'e teşekkürlerimi arz ederim.

Çalışmanın, konunun tarafları için faydalı olmasını dilerim.

Avni GÜNAYDIN

Bursa, 2015

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
TEZ ONAY SAYFASI.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	v
ÖNSÖZ	vii
İÇİNDEKİLER.....	viii
KISALTMALAR.....	xiv
TABLolar.....	xv
ŞEKİLLER.....	xvi
GRAFİKLER.....	xvii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

İSLÂM'DA FİNANSMAN ve FİNANSMAN ARAÇLARI

I. İSLÂM'DA FİNANSMAN ve FİNANSMAN ARAÇLARI.....	1
A. İSLÂMDA FİNANSMAN YÖNTEMLERİ.....	5
1. Maddi Menfaat Beklemeksizin Uygulanan Finansman Yöntemleri.....	5
a. Zekat.....	5
b. Karz-ı Hasen.....	6
2. Maddi Menfaat Temin Edilen Finansman Yöntemleri.....	7
a. Ortaklığa Dayalı Olan Yöntemler.....	7
(1) Mudarebe /Emek – Sermaye Ortaklığı	7
(2) Müşareke / Sermaye Ortaklığı.....	8
(3) Muvafada / Eşit Sermayeli Ortaklık.....	9
(4) İnan Şirketi Ortaklığı.....	9
(5) Vücut / İtibar Şirketi.....	9

(6) Şirket-i A'mal / İş ve Taahhüt Ortaklığı.....	10
(7) Müzaraa / Ziraat Ortaklığı.....	10
(8) Muğarase / Ağaç Dikip Yetiştirme Ortaklığı.....	10
(9) Müsakat / Bağ – Bahçe Ortaklığı.....	11
b. Alım Satıma Dayalı Olan Yöntemler.....	11
(1) Selem / Ön Ödemeli Satış Sözleşmesi.....	11
(2) Murabaha.....	11
(3) İcara / Finansal Kiralama.....	12
(4) İstisna Akdi / Sipariş Sözleşmesi.....	13
(5) Teverruk.....	13
(6) Bey'bil Vefa / Geri Alım Şartıyla Satış.....	14
c. Dayanışma Temelli Sigorta Sistemi.....	15
B. İSLÂMİ FİNANSMAN VE FAİZ İLİŞKİSİ.....	16
C. İSLÂMİ FİNANS MÜESSESELERİ.....	19
1. Dünyada İslâmi Finansal Aktiflerin Dağılımı (2013).....	21
2. Bazı Ülkelerde Geleneksel Bankacılık ve Faizsiz Bankacılık Gelişimi Analizi....	22
D. TÜRKİYE'DE İSLÂMİ FİNANS.....	23

İKİNCİ BÖLÜM

II. MENKUL KIYMET

A. TANIMI.....	25
B. MENKUL KIYMETLERİN GENEL ÖZELLİKLERİ.....	26
C. MENKUL KIYMETLERİN SINIFLANDIRILMASI.....	26
D. MENKUL KIYMETLEŞTİRME.....	27
E. MENKUL KIYMETLEŞTİRME SÜRECİ.....	28
F. MENKUL KIYMETLEŞTİRME TARİHİ.....	29
G. TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMET ÇALIŞMALARI.....	33

1. Cumhuriyet Öncesi Dönem.....	33
2. Cumhuriyet Dönemi.....	36
H. MENKUL KIYMETLEŞTİRME'NİN GÜÇLÜ VE ZAYIF YÖNLERİ	46
1, Güçlü Yönleri.....	46
2, Zayıf Yönleri.....	46
I. MENKUL KIYMET ÇEŞİTLERİ.....	47
1, Hisse Senetleri	47
2, Tahviller	47
3, Finansman Bonosu	48
4, Banka Bonosu.....	48
5, Gelir Ortaklığı Senetleri	48
6, Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu	49
7, Gelire Endeksli Senetler	49
8, Diğer Menkul Kıymetler	50
J İSLÂMDA MENKUL KIYMET.....	51
K. MENKUL KIYMETLERDE DEĞER.....	53
1, Nominal Değer.....	53
2, İhraç Değeri.....	54
3, Piyasa Değeri.....	54
L. MENKUL KIYMETLE İLGİLİ HUKUKİ DÜZENLEMELER.....	54
M.MENKUL KIYMETLERLE İLGİLİ ULUSLAR ARASI KURUM ve KURULUŞLAR.....	54
1, Uluslararası Menkul Kıymet Hizmetleri Birliği.....	55
2, Ulusal Numaralandırma Kuruluşları Birliği	55
3, İslam Konferansı Organizasyonu Üye Ülkelerin Borsaları Forumu	56
4, Avrupa Merkezi Saklamacılar Birliği.....	56
5, Avrasya Borsalar Federasyonu	56

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

III. MENKUL KIYMET OLARAK SUKUK

A. TANIM.....	57
B. SUKUKUN GENEL İŞLEYİŞ SÜRECİ.....	58
C. SÜRECİN TARAFLARI VE ASGARİ UNSURLARI.....	61
D. SUKUK VE DİĞER MENKUL KIYMETLERİN MUKAYESESİ.....	62
1, Sukuk, Tahvil Mukayesesi.....	62
2, Sukuk, Hisse Senedi Mukayesesi.....	63
3, Sukuk, Gelir Ortaklığı Senetleri Mukayesesi.....	63
4, Sukuk, Gelire Endekli Senetler (GES) Mukayesesi.....	64
5, Sukuk, Diğer Menkul Kıymetler Mukayesesi.....	64
E. SUKUK ÇEŞİTLERİ	66
1, AAOIFI Tarafından Tanımlanan / Onaylanan Sukuk Çeşitleri.....	66
a, Kiradaki Malların Aslına Malik (Sahip) Olmayı Sağlayan Sukuk.....	66
b, Menfaate Malik Olmayı Sağlayan Sukuk.	66
c. Selem Akdine Dayalı Sukuk	67
d. Eser Sözleşmesi/ İstisna Akdine Dayalı Sukuk	67
e, Murabaha Akdine Dayalı Sukuk.	67
f, Ortaklığa Dayalı Sukuk	68
g, Müşareke /Sermaye Ortaklığına Dayalı Sukuk.....	68
h, Mudaraba / Emek - Sermaye Ortaklığına Dayalı Sukuk.....	68
ı, Yatırım Vekâletine Dayalı Sukuk	68
j, Müzaraa / Ziraat Ortaklığına Dayalı Sukuk.....	68
k, Müsakat / Bağ – Bahçe Ortaklığına Dayalı Sukuk	69
l. Muğarese /Ağaç Dikip Yetiştirme Ortaklığına Dayalı Sukuk	69

2, Sukuk Fonlarının Kullanımına Göre Türleri.....	69
a, Proje Endeksli Sukuk	69
b, Varlığa Endeksli Sukuk	70
c, Bilanço Endeksli Sukuk	70
3, Esas Alınan Sözleşmelerin Türüne Göre Sınıflandırma	71
a, Ortaklık Sözleşmesine Dayalı Olan Sukuklar	71
(1) Mudaraba Sukuk.....	71
(2) Muşaraka Sukuk	74
(3) Hibrid / Karma-Melez Sukuk.....	77
b, Satış Sözleşmesine Dayalı Olan Sukuklar.....	78
(1) Murabaha Sukuk.....	78
(2) Selem Sukuk.....	80
(3) İstisna Sukuk.....	82
c, Kira Sözleşmesine Dayalı Olan Sukuk.....	83
(1) İcara Sukuk.....	83
F. SUKUKUN TARİHÇESİ.....	87
G. DÜNYA EKONOMİSİNDE SUKUKUN ETKİNLİĞİ.....	89
1, Global Sukuk İhraçları (2001-2013)	89
2, Sukuk İhraçlarının Ülkeler Arasındaki Dağılımı (2013)	90
3. Seçilmiş Ülkelerde Sukuk İhraçlarının Yıllar İtibarıyla Gelişimi.....	91
E. TÜRKİYE'DE SUKUK UYGULAMALARI VE GELİŞİMİ	93
F. TÜRKİYE'DE SUKUKLA İLGİLİ HUKUKİ DÜZENLEMELER	96
1. Özel Sektörün Sukuk İhracına İlişkin Düzenlemeler	96
2. Kamu Kesiminin Sukuk İhracına İlişkin Düzenlemeler.....	98
G. KİRA SERTİFİKALARININ VERGİLENDİRİLMESİ.....	99
1, Gelir Vergisi Yönünden	99
2, Kurumlar Vergisi Yönünden	99

3, Katma Değer Vergisi Yönünden.....	100
4, Damga Vergisi Yönünden	100
5, Harçlar Kanunu Yönünden	100
6, Banka Sigorta Muameleleri Vergisi Yönünden.....	101
H. KİRA SERTİFİKA İHRACI UYGULAMA ÖRNEKLERİNİN ANALİZİ.....	101
1, Özel Sermayeli Kuruluşun Kira Sertifikası İhracı.....	101
2, TC Hazine Müsteşarlığı Kira Sertifikası İhracı.....	110
SONUÇ ve DEĞERLENDİRMELER	118
KAYNAKLAR	125
ÖZGEÇMİŞ	131

Kısaltma	Bibliyografik Bilgi
a.e.	Aynı eser
a.g.e.	Adı Geçen Eser
a.g.m.	Adı Geçen Makale
a.g.md.	Adı Geçen Madde
a.g.tz.	Adı Geçen Tez
a.y.	Aynı yer
Bkz.	Bakınız
C.	Cilt
çev.	Çeviren
der.	Derleyen
ed.	Editör
H.	Hicrî
haz.	Hazırlayan
karş.	Karşılaştırınız
M.	Miladî
md.	Madde
nu.	Numara
S.	Sayı
s.	Sayfa
ss.	Sayfadan sayfaya
ty.	Basım tarihi yok
v.dğr.	Ve diğerleri
vb.	Ve benzeri
vd.	Ve devamı
y.y.	Basım yeri yok

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No
Tablo 1: Yıllara Göre İMKB/BİST'te İşlem Gören Şirket Sayıları.....	43
Tablo 2: 1990 – 2010 Yılları Arasında İMKB'nin Dünya Borsaları Arasındaki Sıralaması	45
Tablo 3: Sukuk ve Konvansiyonel Menkul Kıymetler Mukayesesi	65
Tablo 4: Türkiye'de Gerçekleşen Sukuk İhraçları (2010-2013).....	94
Tablo 5: Özel Sektör Kira Sertifikası İhraç Özeti	102
Tablo 6: Hazine Müsteşarlığı Kira Sertifikası İhraç Özeti.....	116

ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa No
Şekil 1: Sukuk İhracının Genel İşleyişi.....	59
Şekil 2: Mudaraba Sukuk İhraç Süreci	73
Şekil 3: Muşaraka Sukuk İhraç Süreci.....	76
Şekil 4: Murabaha Sukuk İhraç Süreci	79
Şekil 5: İcara Sukuk İhraç Süreci.....	86
Şekil 6: Özel Sektör Kira Sertifikası İhraç Süreci	105
Şekil 7: Hazine Müsteşarlığı Kira Sertifikası İhraç Süreci.....	114

GRAFİK LİSTESİ

	Sayfa No
Grafik: 1 Dünyada İslâmi Finansal Aktiflerin Dağılımı (2013).....	21
Grafik: 2 Faizsiz ve Konvansiyonel Bankalar Aktif Büyüme Oranları.....	22
Grafik: 3 Yıllar İtibarıyla Global Sukuk İhraçları (2001-2013).....	89
Grafik: 4 Global Sukuk İhraçlarının Ülkeler Arasındaki Dağılımı.....	90
Grafik: 5 Yıllar İtibarıyla Malezya'da Sukuk İhraçları.....	91
Grafik: 6 Yıllar İtibarıyla Türkiye'de Sukuk İhraçları.....	92

MENKUL KIYMET OLARAK SUKUK İHRACI ve ANALİZİ

GİRİŞ:

Dünya genelinde ağırlıklı olarak uygulanmakta olan kapitalist ekonomik sistemin işleyiş sürecinde dini değerler ekonomide belirleyici rol oynamamaktadır.

İnsanların bir kısmı, bir taraftan mevcut hayatı yaşarken, diğer taraftan da inandıkları değerler sistemine uygun hareket etme niyet ve gayretindedirler.

Gittikçe bütünleşmiş hale gelen ekonomik işleyiş, bir yandan ilişkileri hızlandırıp hareket alanını genişletirken, diğer taraftan da bir ülke ya da bölgede meydana gelebilen aksaklık, tüm dünyada buhranlara sebebiyet verebilmektedir.

Bir yandan inandığı değerler sistemine aykırı olmayan ekonomik işleyişi arama gayretleri diğer taraftan da sıkça yaşanan ve her biri diğerinden farklı sebep ve sonuç meydana getiren iktisadi buhranların önüne geçebilmek için sürdürülen arayışların neticesi olarak, ortaya çıkan finansal ürünlerden birisi de “sukuk”tur.

İslâmi kurallara uygun olarak geliştirilen sukukun, moral değerlere uygun olmasının yanısıra, iktisadi gerçekliğe de uygun olmasından dolayı sukuklar, gün geçtikçe yaygınlaşmakta, kamu ve özel sektör şirketleri tarafından tercih edilir bir ürün haline gelmektedir.

Ülkemiz hukuk edebiyatında “kira sertifikası” olarak isimlendirilen sukuklar, sadece faiz yasağına değil diğer İslâmi kurallara da uygun olmak zorundadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

I. İSLÂMDA FİNANSMAN ve FİNANSMAN ARAÇLARI

Bir tarafta hane halkları, firmalar* ve devletin ihtiyaç duydukları fonları temin etmek, diğer taraftan da elinde fon fazlası bulunanların bu fonları değerlendirebilmeleri için farklı finansman yöntemleri geliştirilmiş ve uygulamaya konulmuştur.

*Firma; Üretim faktörü istihdam ederek mal ve hizmet üretip satmak için onları organize eden bir kurumdur. İlker PARASIZ, İktisada Giriş, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2008, s, 129

Öz tüketim safhasından başlayarak, başkalarına satmak için yapılan üretim ve devamında ortaya çıkan kitlesel üretim aşamaları beraberinde finansman ihtiyacını da artırmıştır.

Finansman ihtiyacını teminen müstakil firmalar (bunların başında bankalar gelmektedir) teşekkül etmiş, piyasalar (sermaye ve para piyasaları) oluşmuş ve beklenmedik riskleri karşılamaya yönelik olarak da sigorta şirketleri kurulmuştur.

Üretim hacimlerinin dünya pazarını dikkate alacak ölçeklerde büyümüş olması ve uluslar arası ticaretin gitikçe yaygınlaşması, günümüzde finans piyasalarını daha da önemli hale getirmiştir.

Orta ve uzun vadeli finans ihtiyacının karşılandığı sermaye piyasaları sadece finansman ihtiyacını karşılamamakta aynı zamanda bir ekonomide neyin üretileceğinin belirlenmesine de yardımcı olmaktadır.¹

Bir ekonomide ihtiyaç duyulan fon ihtiyacının ülke içinden karşılanamaması, yani iç tasarrufların yetersiz olması durumunda diğer ülke piyasalarından fon temin edilebilmektedir. Bu durumda bazı ülkeler sermaye piyasaları bakımından öne çıkmakta bu konuda üstünlük sağlamaktadır. Hatta bu ülke borsalarındaki dalgalanmalar diğer ülke borsaları ve yatırımcıların kararları üzerinde etkili olabilmektedir.

Başlangıcından günümüze kadar değişim ve gelişme gösteren finansman yöntemleri; tarafları, araçları ve tabi oldukları mevzuat itibarıyla çeşitlilik arz etmektedir.

Finans piyasalarının ana kurumları olarak; bankalar, sermaye ve piyasaları, sigorta şirketleri öne çıkmaktadır.

Konvansiyonel finansal kuruluşlar kapitalist sistemin ana omurgası içinde etkin konuma sahiptirler. Faizin ana belirleyici fonksiyon icra ettiği bu finansal sistemde genel kabul görmüş kuralların dışında ancak ülkeden ülkeye değişiklik gösteren tali sınırlamalar görülebilmektedir. Misalen; ülkelerin banka kurmak için belirlemiş oldukları asgari sermaye standardı, asgari ortak sayısı, yabancı ortakların sermaye payına ilişkin sınırlamalar farklılık arz etmektedir.

Ayrıca, ülkelerin ekonomi yönetiminin faiz oranlarına ilişkin olarak alacağı kararlar da ülke içinde bazı durumlarda da diğer ülkelerdeki finansal kurumların kararlarını etkilemektedir.

¹ İlker PARASIZ, **İktisada Giriş**, Ezgi Kitabevi, 9. Baskı, Bursa, 2008, s, 125

Dünya genelinde finans piyasalarında konvansiyonel uygulamalar etkinliğini sürdürmekte olup, belli aralıklarla yaşanan iktisadi buhranlara sebebiyet veren mevcut finansal sistemin yeniden tanzimi ya da tamiri için çalışmalar yapılmaktadır. Ayrıca bazı İslâm ülkelerinde oluşan tasarruf fazlası ve yatırım faaliyetlerindeki artış eğiliminin sonucu meydana gelen talebin de etkisiyle konvansiyonel uygulamaların dışında yöntemlerle çalışan finansal kurumlar tesis edilmekte, var olanların da etkinliği artmaktadır.

İslâm, insanla insanın insanla eşyanın ve insanla Allah arasındaki ilişkileri düzenleyen bir din olduğundan, kuralları sadece inanç ve ibadet boyutlarıyla sınırlı değildir. İman esaslarını önceleyip ardından ibadet, ahlak ve muamelat esaslarına yönelik düzenlemeleri de ihtiva etmektedir.

İslâm dininin temel kaynağı Kur'an-ı Kerim ve Hz. Muhammed (sav)'in söz ve fiileri olup, bu temel kaynakları esas alan, mukayese ve yorumların sonuçları (icma, kıyas) ve bunlara ilave olarak temel kaynaklara aykırılık teşkil etmeyen gelenekler de kaynak olarak kabul edilmektedir. Bu düzenlemelerin bütününe "İslâm Fıkıhı" denilmektedir.

Fıkıh; bir şeyi özüne vakıf olarak anlamak ve deliliyle birlikte bilmek, anlamında kullanılır. İslâmi edebiyatta ise fıkıh, kişinin leh ve aleyhinde olanı bilmesidir, şeklinde tarif edilmektedir.² Fıkıh, şeriatın ameli yönüdür. Şeriat ise; Allahu Teala'nın kulları için koyduğu bütün hükümlerdir.³ Bu hükümler içerisinde iktisada yönelik olanlar önemli bir yer tutarlar.

İktisada yönelik olanlar çeşitli şekillerde tasnif edilmekle birlikte, düzenleyici ve teşvik edici esaslar olarak iki ana başlık altında incelenebilmektedir. İslâmi finansın düzenleyici kurallarının başlıcaları olarak; faiz yasağı, meşru olmayan (alkollü içecekler, uyuşturucu maddeler, domuz eti ..) malların üretim ve ticaretinin yasak olması, hile ve aldatma yasağı gelmektedir.

Teşvik edici finansman unsurları olarak ise: ortaklıklar tesis edilmesi, karz-ı hasen, vakıf müesseselerinin kurulması ve sadaka sayılabilir.

İslâm fıkıhında iktisadi düzenlemeler, fert ve toplumun menfaatlerini korumak maksadıyla, ahlaki temelli olarak yapılanmıştır ve dinin bütününden ayrı düşünülemez.

Hz. Muhammed (sav)'in Medine'ye hicretinin ardından İslâmın iktisadi uygulamaları daha belirgin bir şekilde fert ve toplum hayatına hâkim olmaya başlamıştır.

² Vehbe ZUHAYLİ, **İslam Fıkıhı Ansiklopedisi**, RisaleYayınları, İstanbul, 1992, s. 17,

³ ZUHAYLİ, a.g.e, s. 19.

Sonraki dönemlerde de İslâmî kuralların hâkim olduğu toplumlarda, yaşanan dönemin şartları dikkate alınarak, temel hükümlere aykırılık teşkil etmeyecek şekilde düzenlemeler yapılmıştır.

İslâmın iktisat sistemi içerisinde önemli bir yer teşkil eden finansal uygulamalar da esas prensipler içerisinde kalmak şartıyla, fert ve toplumun ihtiyaçlarını karşılayacak düzenleme ve gelişmelere tabi tutulmuştur.

Mülkiyet, faiz, kâr gibi temel iktisadi konularda, kapitalist ve sosyalist iktisat sistemlerden farklılık arzeden ve özgün bir yapıya sahip olan İslâmî iktisat, finansal işleyişte de farklı ve özgün bir yapıya sahiptir.

Bunların yanısıra, İslâmî finansta hileli işlem, asimetrik bilgi temelli kazanç, spekülâtif davranışlar da meşru kazanç olarak kabul edilmemektedir.

İslâm ekonomisi, tüketim temelli olmayıp* üretim temellidir. Bu sebeple servetin atıl bırakılmamasını ve üretime yönlendirilmesini teşvik etmiştir. Zekât müessesesi toplumdaki ihtiyaç sahiplerinin ihtiyaçlarını gidermeye yönelik olmakla birlikte özellikle üretimde kullanılan sabit sermayenin zekâttan muaf olmasıyla da servetin yatırıma dönüşmesini teşvik edici fonksiyon ifa etmektedir. Emegün kaynağı insan unsuru olduğundan, özellikle emek** korunmaya değer bulunmuştur. Sermayenin garantili bir getiriye sahip olarak riskin tamamen emek üzerinde bırakılmasını sağlayan faizli yapıya karşı çıkmıştır. Aynı zamanda risk üstlenmeyen sermayenin belli bir kesimin elinde toplanacağı ve emek sahiplerinin ise tüm riski üstlenmelerinden dolayı, ortaya çıkabilecek sınıfsal ayrışmayı da önlemektedir.

* “Yiyiniz içiniz; fakat israf etmeyiniz! Çünkü Allâh israf edenleri sevmez.” (A'râf Suresi 7/31) Bu konuda bkz. En'am Suresi / 141, İsrâ Suresi / 26-27, Furkan Suresi / 67

** “İnsan için çalıştığından başkası yoktur” (Necm Suresi 39)

Hz. Muhammed (sav) , bu konuda şöyle buyuruyor “Allah, iş ve meslek sahibi mümini sever.” (Kurtûbî, Tefsir) , <http://www.hayrettinkaraman.net/kitap/meseleler/0301.htm>

"Kişi, elinin emeginden daha hayırlı bir şey asla yememiştir" Kütüb-i sitte c,14, s, 485

"İnsanların efendisi insanlara hizmet sunandır" Kütüb-i sitte c,14, s, 485

"Allah; üç kişi vardır ki kıyamet günü Ben onların hasmıyım: Benim adıma söz verip yemin eden sonra da sözünü yerine getirmeyen kimse, hür bir kimseyi köledir diye satıp parasını yiyen kimse, işçi tutup işini tam olarak yaptırıp işçinin ücretini vermeyen kimse" Sahih-i Buhari, çeviri, Abdullah Feyzi KOCAER, Hüner Yayınları, Konya, (2004) c,1, s, 34

Her finansal sistemde;

- Fon arz edenler,
- Fon talep edenler,
- Finansal kuruluşlar,
- Finansal araçlar,
- Finansal hukuk tan oluşan diğer aktörler, bulunmaktadır.

İslâmi finans ile diğer sistemler arasındaki temel farklılık ise, esas aldıkları hukuk kurullarındaki farklılıkların ortaya çıkardığı, değişen araç yapısından kaynaklanmaktadır.⁴

A. İSLÂMDA FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

İslam'da finansman yöntemleri temelde ikiye ayrılmaktadır:

1, Maddi Menfaat Beklemeksizin Uygulanan Finansman Yöntemleri:

İhtiyaç sahiplerine karşılığında maddi bir beklenti içinde olmadan yardımda bulunmaktır. Bu yardımların bir kısmı düzenleyici kurulların gereğidir ki, bunların en önemli olanı zekâttır. Diğerleri ise teşvik edici kurulların gereği olan; karz-ı hasen (karşılıksız borç), sadaka, vakıf tesis etmektir.

Maddi menfaat beklemeksizin sağlanan finansman, daha ziyade bireylerin temel ihtiyaçlarını karşılamaya ya da beklenmedik şekilde ortaya çıkan (tabii afetlere maruz kalınması, kaza, hastalık gibi durumlarda) ihtiyaçların karşılanmasına yöneliktir. Hane halklarının finansman ihtiyaçlarını karşılayan bu yöntemler, firmaların kısa süreli ve küçük boyutlu finansman ihtiyaçlarını da karşılayabilmektedir.

a. Zekât: Kelime manası, artma, çoğalma, arıtma, övgü ve berekettir.⁵ Dini terim olarak; Kur'anda Allah'ın farz kıldığı, dince zengin olan kişiler tarafından, belirlenen kimselere verilmesi gereken paydır⁶.

Zekât İslâmın beş temel esasından biri olup, Kur'an-ı Kerimde " Namazı tam kılın, zekâti hakkıyla verin, rükû edenlerle beraber rükû edin. (Bakara suresi 43) buyrulmaktadır.⁷

⁴ Atilla YANPAR, **İslami Finans İlkeler Araçlar ve Kurumlar** Scala Yayıncılık, İstanbul, 2014, s. 103,

⁵ Fikret KARAMAN- İsmail KARAGÖZ- **Dini Kavramlar Sözlüğü**, DİB, İstanbul,2009, s, 616

⁶ Mehmet ERKAL, **99 Soruda Zekât**, Nun Yayıncılık, İstanbul, 1998, s, 21

⁷ Hayrettin KARAMAN- Ali ÖZEK-Kafi DÖNMEZ- **Kur'an-ı Kerim ve Açıklamalı Meali**, Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları, B, 18,Ankara, 2007, S,6, Konu ile alakalı olarak bkz: Bakara 110, Tevbe 5,11,60,67,79,80,, Nisa 77, Fussilet 7, Maide 55, Araf 156, Hac 78, Nur 56, Mücadele 13, Müzemmil 20,

Sorumluluk yaşına gelmiş akıllı ve zenginlik ölçüsünde (nisap) maddi varlık sahibi her müslümanın vermesi gereken zekâtın kimlere verileceği de Kur'an-ı Kerimde ayrı ayrı belirtilmiştir.

Zekâta genel oran 1/40 (% 2,5) olmakla birlikte tarım ürünlerinde, tarımsal faaliyetin masraflı olup olmamasına göre, hayvanlarda ise hayvanın cinsine göre ayrı nispetlerde belirlenmiştir.

Zekât, sosyal dayanışma ve adil gelir dağılımının tesisine katkı vermesinin yanısıra, tasarrufların yatırıma dönüşmesini de teşvik edici rol oynar.

Çünkü üretime katılmayan tasarruf zekâtın konusunu oluşturur ve yıllar itibarıyla rakamsal küçülmeye uğrar. Üretim faaliyetine katılan tasarrufun ise sadece kârı zekâtın matrahını oluşturur.

b. Kârz-ı Hasen / Karşılıksız Borç Sözleşmesi: Karşılığında herhangi bir menfaat beklemezsizin imkânı olan tarafın, ihtiyaç sahibine nakdi ya da aynı bir varlığın kullanım hakkını belli süreli olarak vermesi ve süre sonunda geri almasını düzenleyen sözleşmedir.

Bu uygulama İslâm'da teşvik edilmiştir. Enes İbnu Mâlik radiyallahu anh anlatıyor: "Resûlullah aleyhissalâtu vesselâm buyurdular ki: "Miraç gecesinde cennetin kapısı üzerinde şu ibarenin yazılı olduğunu gördüm: "Sadaka on misliyle mükâfaatlandırılacaktır. Ödünç para onsekiz misliyle mükâfatlandırılacaktır." Ben: "Ey Cibril! Ödünç verilen şey ne sebeple sadakadan daha üstün oluyor?" "diye sordum." "Çünkü, dilenci (çoğu kere) yanında para olduğu halde sadaka ister. Borç isteyen ise, ihtiyacı sebebiyle talepte bulunur dedi.""⁸

Karz-ı hasen İslâmın ilk dönemden itibaren uygulanmaktadır.

Daha ziyade kısa vadeli ve zaruri ihtiyaçları karşılamaya yönelik olarak kullanılan bu yöntem, orta ve uzun vadeli olarak ticari faaliyetlerin ihtiyaç duyduğu borçlanma ihtiyacını karşılamadığından, toplumsal dayanışmaya katkı sağlamakla birlikte, iktisadi hayata olan etkisi sınırlı kalmaktadır.

İktisadi hayatın ihtiyaç duyduğu kaynağın ise ortaklıklar yoluyla karşılanması teşvik edilmiştir.⁹

⁸ İbrahim CANAN, **Kütüb-i Sitte**, Cilt 17, Akçağ Basım Yayın, Ankara, 1988, s. 292.

⁹ Hamdi DÖNDÜREN, "Kur'an ve Sünnette Temel İktisadî Kavramlar" Dünya İktisat ve İslam konulu XII. Kur'an Sempozyumunda sunulan bildiri, Ankara, 24-25 Ekim 2009

2, Maddi Menfaat Temin Edilen Finansman Yöntemleri:

Bu yöntemde maddi bir getiri elde edilmek amaçlanmaktadır. Elde edilecek getirinin meşru olması için İslâmi kurallara uygun usul ve yöntemlerle elde edilmesi gerekmektedir.

İslâmi finansman yöntemlerinin bir kısmı ilk yıllardan itibaren uygulanmakta iken bir kısmı ise sonraki yıllarda geliştirilip uygulamaya konulmuştur.

Bu yöntemlerin başlıcaları şunlardır:

a, Ortaklığa Dayalı Olan Yöntemler:

(1) Mudarabe / Emek – Sermaye Ortaklığı: Mudarabe, ortak iş yapmak, ticaret için yolculuk yapmak anlamlarına gelir. Taraflardan birinin emeğini diğer tarafın ise sermaye koyarak, ortak iş yapmak ve sonunda kârı paylaşmak üzere tesis edilen ortaklıktır.

Mudarabe yönteminde amaç, bir tarafta sermaye diğer tarafta ise bilgi ve tecrübe sahibi müteşebbislerin bir araya gelip iktisadi bir faaliyetin gerçekleştirerek kâr elde etmeleridir. Tasarruf sahibi olmasına rağmen bilgisi, deneyimi veya sağlığı elverişli olmayan kişilerle bilgili, yetenekli ancak sermayesi olmayan taraflar, mudarabe yöntemi ile bir araya gelerek; atıl kalan tasarruflar ve üretime dönüşme imkânı bulamamış olan emek iktisaden verimli hale getirilmektedir.

Elde edilen kâr ortaklık sözleşmesinde belirlenmiş orana göre paylaşılır. Emek sahibinin kasıt ve kusurunun sonucu olmayan bir zarar meydana gelmesi durumunda, ortaklık sözleşmesinde aksi kararlaştırılmamışsa zarara sermaye sahibi katlanır. Böyle bir durumda emek sahibinin de emeği boşa gitmiş olur.

Sermaye sahibine “rabbü'l-mal (sermaye sahibi)”, parayı çalıştıran işletmeciye “mudârib (işletmeci)” denir.¹⁰

İşletmeci, mudâربه yöntemiyle temin ettiği sermayeyi kendisi işletebileceği gibi, faaliyetlerini devam ettirebilmek için, işin niteliği gereği olarak başkalarını çalıştırabilir. Kârlılığını artırmaya yönelik olarak ve ortaklık sözleşmesinde belirtilmesi şartıyla sermayeyi daha iyi çalıştıracak üçüncü kişilere meşru bir yöntem ve usulle vermesi de mümkündür. Bu uygulamaya da “alt mudarabe” denilmektedir.

Alt mudarabe uygulamasında sermaye sahibinin muhatabı ilk işletmecidir.

Mudarabe, İslâmın ilk dönemlerinden itibaren uygulamaya konu olmuş ortaklık şekillerinden birisidir.

¹⁰ DÖNDÜREN, .Delilleriyle Ticaret ve İktisat İlmihali, Erkam Yayınları, İstanbul, s,426

Günümüzde katılım bankalarının vadeli olarak fon toplamaları bu esasa dayanmaktadır.

Sınırlı ve sınırsız olmak üzere iki türü vardır;

1) Sınırsız /kayıtsız mudarabe; sermaye sahibinin emek sahibine güveninin tam olduğu durumlarda söz konusu olup, ortaklık sözleşmesine herhangi bir süre, mekân hatta iş konusu gibi sınırlarlamaların konmadığı ortaklık türüdür. Sadece kârın paylaşım nispeti ve paylaşım zamanı belirlenmiştir.

2) Sınırlı /kayıtlı mudarabe; sermaye sahibinin iş yapmayı engellemek şartıyla süre, mekan, faaliyet konusu, üretim / ticaret yöntemi (vadeli ya da peşin satış, fiyat politikası vb.) gibi hususlarda sınırlamalar koyduğu, ya da bir projeye bağlanan ortaklık şeklidir.

Mudarabe ortaklığının sona erdiren haller:

- Taraflardan birinin meşru talebi,
- Tarafların karşılıklı anlaşmaları,
- Sözleşmede belirlenmiş bir süre varsa bu vadenin dolması,
- Projeye bağlı ortaklıklarda projenin tamamlanması,
- Emek sahibi gerçek kişi ise ölümü, tüzel kişi ise tüzel kişiliğinin sona ermesi,
- Mudarabe sermayesinin yok olması,
- Tarafların rızası dışında gelişen ve ortaklığın devamına imkân tanımayan durumlar.

(2) Müşareke / Sermaye Ortaklığı: Tarafların sermayelerini bir araya getirerek tesis ettikleri ortaklık şeklidir. Ortaklardan her biri sermayesi oranında kârdan pay alır ya da zarara katlanır.

Ortaklar sermayenin yanısıra emekleriyle de ortaklığa katkıda bulunabilirler. Bu durumda ortaklık sözleşmesinde aksi kararlaştırılmamış ise her ortak sermayesi nispetinde kârdan pay alır. Zarar meydana gelmesi durumunda da aynı nispetde zarara katlanır.

Ayrıca emeği ile ortaklığa katkıda bulunan ortağa, emeğinin karşılığı olarak ya kârdan ilave pay verilir ya da kendisine ücret ödenir.

Müşareke ortaklığının iki türü vardır.

1) Daimi Müşareke: Bu tür ortaklıkta, ortaklardan hiçbiri belirli bir süre sonunda söz konusu ortaklıktan çıkma niyetinde değildir. Amaç bir iş kurup o işten kâr elde etmek ve işi geliştirmek ve sürekliliğini sağlamaktır.

2) Azalan Müşaraka: Bu yöntemde; ortaklığın başlangıcında, bir ortağın tedrici olarak diğer ortağın hissesini satın almayı taahhüt etmesi ve proje tamamlandığında ortağın birinin kârını alarak ortaklıktan çıkması hisselerinin ise diğer ortak tarafından satın alınması esastır.

Günümüzde katılım bankalarının yapmakta olduğu inşaat sektöründeki ortaklık projeleri bu usul üzere şekillenmekte ve sonuçlanmaktadır.

(3) Mufâvada / Eşit Sermayeli Ortaklık: Ortaklar arasında hem sermayenin miktarı, hem de kâr payları eşit halde bulunup, ortakların tüm ticari birikimleriyle katıldıkları ortaklıktır.(Mecelle mad.1331)¹¹

Mufâvada ortaklığı, kardeşler ve birbirine çok güvenen sermaye sahipleri arasında kurulabilir. Müfâvada da ortaklar, üçüncü kişilere verilecek zarardan bütün mal varlıkları ile sorumlu oldukları için, güçlü bir ortaklık sayılır.

Ortaklardan herbiri ortaklığın kuruluşundan sona ermesine kadar sermaye, tasarruf ve borçlanma konularında eşit hak ve sorumluluğa sahiptirler.

Bu ortaklık şekli, günümüz uygulamasındaki kollektif şirketlerle benzerlik arz etmektedir.

(4) İnan Şirketi / Sermaye Ortaklığı: Tarafların sermayelerini bir araya getirerek kâr elde etmek maksadıyla iktisadi bir faaliyet gerçekleştirmeleridir.

Her bir ortak sermayesi ile sınırlı sorumluluğa sahip olup, kâr belirlenen oranlarda zarar ise ortaklık payı oranında dağıtılır.

Anonim şirketlerle benzer özellik gösterirler. Fakat kâr dağıtımı gibi konularda şirket sermayesinin ekserisini elinde bulunduranlar küçük hisse sahiplerinin taleplerini görmezden gelme hakkına sahip değillerdir.

Örneğin kârın dağıtılmaması yönünde karar alma yetkileri yoktur.

Ortakların tamamı şirketin mutad iktisadi faaliyetlerini yürütme yetkileri olmasına rağmen, bu yetki ortaklardan birine veya bir kısmına veya dışarıdan birine bırakılabilir.

(5) Vücut / İtibar Şirketi: İki veya daha fazla kişinin vadeli mal satın alıp bu varlıkları bir araya getirerek, kâr elde etmek maksadıyla iktisadi faaliyette bulunmalarındır.

Bu şirkette ortakların nakit sermayesi olmayıp, ortakların ticari itibarlarıyla, vadeli olarak satın aldıkları varlıklarla şirket sermayesi oluşturulmuştur.

¹¹ Cengiz İLHAN **Günümüz Türkçe'siyle Mecelle**, Yetkin Yayınları, Ankara 2011, s,403

Her bir ortağın sorumluluğu yüklenen borçla orantılı olup, kâr paylaşımı şirketin kuruluş aşamasında farklı nispetlerde belirlenebilir. Fakat zarar edilmesi durumunda her bir ortak sermayesi oranında zarara katlanmak durumundadır.

(6) Şirket-İ A'mal / İş Ve Taahhüt Ortaklığı: İki ya da daha fazla kişinin emeklerini birleştirip bedeni veya fikri işleri icra etmek üzere meydana getirdikleri ortaklıktır.

Bu ortaklığın nakit sermayesi olmayıp, ortaklığın konusu fiziki ve/veya fikri emeklerin bir araya getirilmesidir.

Her bir ortağın kârdan ne kadar oranda pay alacağı başlangıçta belirlenmek durumundadır.

Aynı meslek mensubunun ortak olmasının yanısıra farklı meslek mensubu kişiler de bir araya gelerek bu tür ortaklıklar tesis edebilirler.

Misalen: birden çok avukat bir araya gelerek bir hukuk bürosu kurup hizmet verebildiği gibi, mali müşavir ve hukukçular da bir araya gelerek danışmanlık hizmeti vermek üzere işletme kurmaları bu ortaklık türündendir.

(7) Müzaraa / Ziraat Ortaklığı: Arazi sahibi ile zırai faaliyeti gerçekleştirecek emek sahibi arasında kurulan ortaklıktır. Elde edilecek ürün ortaklar arasında belirlenen oranlarda paylaşılır.

Ülkemiz uygulamasında yarıcılık olarak da isimlendirilen bu ortaklık türünde yakın zamana kadar elde edilen ürünler %50 nispetinde paylaştırıldığından yarıcılık olarak adlandırılmıştır.

Günümüzde gelişen tekniğin paralelinde ziraat ortaklığında tarafları çoğaltmak da mümkün olabilmektedir. Arazi sahibi, zırai faaliyeti yürütecek taraf ve işletme masraflarını üstlenecek sermayedar olmak üzere kişiler bir araya gelip, elde edilecek ürünü hangi oranda paylaşacaklarını önceden belirleyerek ortaklık da tesis edebilirler

(8) Muğarase / Ağaç Dikip Yetiştirme Ortaklığı: Boş arazi sahibi ile bu araziye ağaç dikip yetiştirecek emek sahibi arasında yapılan ortaklıktır. Bu ortaklık kerestesinden istifade edilmek üzere yetiştirilen ağaçlarla (kavak, kayın, okaliptus vd) alakalı olarak yapılmakta olup, meyvesi için yetiştirilen ağaçlarla ilgili ortaklık bu kapsama dâhil edilmemektedir.

Elde edilecek ürün önceden belirlenen oranlarda taraflar arasında paylaşılır.

(9) Müsakat / Bağ – Bahçe Ortaklığı: Meyve veren dikili ağaç sahipleri ile bu ağaçların bakımını yapacak işletmeci arasında yapılan ortaklıktır.

Meyve veren ağaçlar işletmeciye teslim edilir ve işletmeci de ortaklığa konu ağaçların bakımını yaparak elde edilen ürünler önceden belirlenen oranlarda paylaşılır.

Meyve veren her türlü ağaç üzerinden müsakat sözleşmesi yapılabilir.

b, Alım Satıma Dayalı Olan Yöntemler:

(1) Selem Sözleşmesi / Ön Ödemeli Satış Sözleşmesi: Para peşin mal veresiye olmak üzere yapılan satış akdine “selem” denir.

Bedeli peşin ödenerek; nitelikleri teslim yeri ve teslim zamanı belli olan bir varlığın satın alınması sözleşmesine “selem” denir.

Selem bedelinin nakdi olması şart olmayıp, bir varlığın kullanım hakkı da selem bedeli olarak değerlendirilebilir.¹²

Misalen; bir gayrimenkulün kiraya verilmesi, bunun karşılığında da marka ve modeli belli bir otomobilin bir yıl sonra alınması sözleşmesi bu kabildendir.

Altın ve gümüş gibi, vadeli olarak alım satımı İslâma göre caiz olmayan mallar selem konusu olamayacağı gibi nitelikleri net belirlenmeyen/belirlenemeyen mallar da seleme konu edilemezler.

(2) Murabaha: Bir kişi ya da kurumun peşin olarak satın aldığı malın alış fiyatı üzerine masraflarını ve alıcı tarafla anlaşılan tutarda kârını ilave ederek satması işlemidir. Alıcının, satıcının maliyetini ve ilave ettiği kâr tutarını bilmesi uygulamasıdır.

Kâr miktarı mal bedelinin belirli bir yüzdesi olabileceği gibi maktu bir tutar da olabilir.¹³

Murabaha işleminin aslı itibarıyla meşru olduğu konusunda âlimlerin çoğunluğu görüş birliği halindedir.¹⁴

Ülkemizde Katılım bankaları, toplamış oldukları fonların ekseri miktarını, fona ihtiyaç duyanlara bu usulle kullanırlar.

¹² Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions- AAOIFI, **Faizsiz Bankacılık Standartları**, Çeviri, Mehmet ODABAŞI- İshak Emin AKTEPE, Türkiye Katılım Bankaları Birliği Yayınları, İstanbul, 2012, s. 325

¹³ AAOIFI a.g.e, s. 179

¹⁴ AAOIFI a.g.e, s. 180

Murabaha usulünde; katılım bankaları tarafından, müşterinin istemiş olduğu mal peşin olarak satın alınarak, satınalma fiyatına ilave maliyetler ve müşteri ile anlaşılan nispette kâr eklenerek vadeli olarak satılmaktadır.

Murabaha ile İslami bankanın önceden belirlenmiş sabit bir oranda kazanç sağlaması, bu işlemin faize benzerliğine dair tartışmalara yol açmış olsa da, banka, murabaha yoluyla doğrudan mal ticaretinde bulunduğundan elde ettiği kazanç ticari bir kazanç olarak meşru sayılmaktadır.

Murabaha işleminde öne çıkan en önemli husulardan birisi de sadece İslâma göre ticaretine izin verilen malların, ticarete konu edilmesidir.

(3) İcara / Finansal Kiralama: Lügatta, emeğin ya da eşyanın kiralama demektir.¹⁵

Ülkemizde finansal kiralama veya leasing olarak isimlendirilen muameleyle benzerlik arzeden icara; ihtiyaç sahiplerinin, satın alamadıkları ya da almak istemedikleri dayanıklı malların kiralama yoluyla belli bir süre kullanım hakkını elde etmeleridir. Kullanım hakkı için kira ödemesinde bulunurlar ve akdedilen sözleşmeye istinaden de kira süresi bitiminde ya bir bedel ödeyerek malın maliki olurlar ya da kiralayana iade ederler.

Ülkemiz uygulamasında, genellikle sözleşme süresi sonunda cüzi bedelle satış gerçekleştirilmektedir.

Belirlenen süre dolmadan önce; kiraya veren taraf, kiracı ya da kira konusu olan emtia kaynaklı zaruretlerin meydana gelmesi dolayısıyla, finansal kiralama akdi tek taraflı ya da karşılıklı olarak fesh edilebilir.¹⁶

Ülkemiz uygulamasında leasing işlemlerini yapmaya; finansal kiralama şirketleri, kalkınma ve yatırım bankaları ve katılım bankaları yetkili kılınmışlardır.¹⁷

Ülkemizde faaliyet gösteren finansal kiralama şirketleri münhasıran leasing işlemleri yapmaktadırlar. Bu işlemleri yapabilmek için, sınırlı olan özkaynaklarına ilave olarak yabancı kaynak kullanmaktadırlar ki, bu kaynağın başlıcası da banka kredisidir.

Katılım bankaları ise özkaynaklarına ilaveten topladıkları fonları doğrudan leasing işlemlerinde kullanılabilmektedirler.

¹⁵ NeziH HAMMAD, **İktisadi Fıkıh Terimleri**, çev. Recep ULUSOY, İz Yayıncılık, İstanbul, 1996, s. 138.

¹⁶ Vehbe ZUHAYLİ, a.g.e. ss. 42 – 44.

¹⁷ Resmi Gazete Sayı: 28496, Tarih. 13.12.2012.

(4) İstisna Akdi / Sipariş Sözleşmesi: Nitelikleri belli olan bir malın üretimini konu alan sözleşme olup, asgari olarak; üretilecek malın niteliği bedeli ve ödeme şartları ile teslim tarihini ihtiva etmektedir.

Bu sözleşmeye “eser sözleşmesi” de denilmektedir.

Bu sözleşmenin konusu, mevcut olan bir mal olmayıp, üretilecek ve nitelikleri belli olan mallardır.

İstisna akdi, sadece imalat süreci sonunda doğal halinden başka bir hale dönüştürülebilen mallar için sözkonusu olup, doğal ürünler üzerinde sanat ve imalat icra edilemeyeceğinden eser sözleşmesine konu edilemezler.

Misalen; meyveler, sebzeler, hayvanlar istisna sözleşmesine konu edilemezler.

İstisna akdi ile hizmet sözleşmesi arasındaki fark: hizmet sözleşmesinde çalışan, iş için gerekli malzemeleri sağlamaksızın sadece emeği ile hizmet sunmaktadır. Eser sözleşmesinde ise yüklenici, iş için gerekli malzemelerle birlikte emeğini de sunmaktadır.

İstisna akdi ile selem akdi arasındaki fark ise; istisna akdi, üretilmesi talep edilen ve henüz mevcut olmayıp nitelikleri belirlenmiş eserlerin satışı üzerine kurulan bir akittir. Sadece üzerinde imalat ve sanat icra edilebilen mallar üzerinde söz konusu olur.

Buna mukabil selem akdi, üzerinde imalat ve sanat icra etme şartı bulunmayan nitelikleri belirlenmiş standart mallar üzerinde söz konusu olur.¹⁸

Misalen: Bir hattat'a sipariş vererek bir hüsnü hat tablosu yazdırmak eser sözleşme akdi olup, ücretini peşin ödemek şartıyla, yazılan eseri matbuat yoluyla çoğaltarak takvim haline getirmek selem akdinin konusunu oluşturur.

(5) Teverruk: Vadeli olarak alınan bir malın, peşin bedelle üçüncü bir kişiye zararına satılmasıdır. Malın satın alındığı kişi ile peşin satıldığı kişi aynı olmadığı bu işlemde maksat nakit ihtiyacını gidermektir.

Bu işlemin meşruiyetinin asgari şartları şunlardır:

- İşlem hayali emtia üzerine bina edilmeyip, üçüncü tarafa satılmadan önce satıcının mülkiyetine geçirilmelidir,
- Sözleşme konusu altın, gümüş ve döviz olmamalıdır.

¹⁸ AAOIFI a.g.e, ss. 259 - 260

- Tevarruk bir finansman yöntemi olmayıp, şartlarına riayet etmek kaydıyla zaruret durumunda yapılması uygun görülmüştür.¹⁹

Teverruk işleminde, üçüncü kişiye yapılan satış sonrasında, mal tekrar ilk satıcısına dönüyorsa, yani üçüncü kişiye olan satış formalite bir alışverişten öte değilse, bu işlem İslâmi prensipler açısından kabul edilir değildir.²⁰

(6) Bey'bil Vefa (Geri Alım Şartıyla Satış): Bir malı satış bedeli geri ödendiğinde iade etmek üzere, bir kimseye bedeli karşılığında satmaktır. Satıcı satış bedeli olarak aldığı parayı müşteriye geri verince, müşteri de satın almış olduğu malı iade eder. Satış akdi bu şartla akdedilmiştir.²¹

Bu akit İslâmın faiz yasağı karşısında başka türlü kıredî bulamadıkları için sıkıntıya düşen halkın ihtiyacını karşılamak üzere altıncı asırda Türkistan bölgesinde uygulanmış, müstakil bir akid olarak kabul edilmiş ve Mecelle'de düzenlenmiştir.²²

Bu yöntemle mal sahibi malını kesin olarak elinden çıkarmadan ihtiyaç duyduğu nakdi temin edebilirken diğer taraftan, parayı ödeyen tarafın da bu maldan istifadesine imkân sağlamaktadır.

Geri alım şartıyla satış Mecellenin 118. Maddesinde tanımlanmıştır.²³

Geri alım şartıyla satış akdi; satın alanın aldığı maldan faydalanması bakımından "caiz satım" akdi, tarafların akdi feshetme imkânları bakımından "fâsid satım" akdi ve satın alanın malı bir başkasına satamaması bakımından "rehin" akdi hükmündedir.²⁴

Günlük ticari hayatta önemli yer tutan bey'bil vefa akdi ile alakalı olarak tarafların menfaatinin zayı olmaması için Mecelle'de detay hükümler vaz olunmuştur.

Geri alma şartıyla satım akdine ilişkin olarak, Mecelle'deki düzenlemeler şunlardan oluşmaktadır:

- Bu akitte taraflar akdi feshedebilirler; akitte vade belirlenmemişse alan, vade olsa dahi satan herhangi bir zamanda bedelini ödeyerek satılan malı geri alabilir (Mecelle mad.396)

- Satıma konu malı, alanda satan da diğerinin izni olmadan üçüncü kişilere satamaz (Mecelle mad.397)

¹⁹ AAOIFI a.g.e, s. 574

²⁰ Abdülaziz BEKİ, **İslamda Güncel Ticari Meseleler**, Bekke Yayın, Kayseri, 2005, s. 252.

²¹ HAMMAD a.g.e. s. 48

²² Hayreddin KARAMAN, **Anahatlarıyla İslam Hukuku**, Cilt 3, Ensar Neşriyat, İstanbul, 1986, s. 271.

²³ İLHAN, a.g.e., s.61

²⁴ KARAMAN, **Anahatlarıyla İslam Hukuku**, a.g.e., Cilt, 2, s, 329

- Satılan malın semerelerinden bir miktarının alıcıya ait olması şartı varsa bu şarta uyulur. (Mecelle mad.398)

Eğer satış akdinden önce istifadeye dair bir sözleşme tesis edilmemiş ise satın alan malın semeresinden istifade edemez.²⁵

- Vefalı olarak satılmış olan malın değerinin borcun değerine eşit bulunması ve malın alıcı elinde zayi olması halinde karşılığı olan borç ortadan kalkar. (Mecelle mad. 399)

- Vefalı olarak satılmış olan malın değerinin, borcun değerinden düşük olması ve malın alıcının elinde zayi olması durumunda, borçtan malın değeri kadar kısmı mahsup edilir, bakiye kısmı alıcı taraf satıcıdan tahsil eder. (Mecelle mad. 400)

- Vefalı olarak satılmış olan malın değerinin, borçtan fazla olması ve malın alıcının elinde zayi olması durumunda, malın değerinden borç miktarı kadar kısmı mahsup edilir, başkasının malına tecavüz varsa alıcı bu zararı da karşılar. Eğer herhangi bir zarara sebebiyet vermeden mal zayi olmuş ise alıcının değer bakiye (artan) kısmı ödemesi gerekmez.(Mecelle mad. 401)

- Akdi yapanlardan birinin vefat halinde varisleri onun yerini alır. (Mecelle mad. 402)

- Alıcı, alacağını tahsil edemediği sürece vefalı olarak satın almış olduğu mala satıcının diğer alacaklıları müdahale edemez. (Mecelle mad.403)

Sukuk ihracında, işlemin İslâm hukukuna uygunluğunu sağlayabilmek için, bey'bil vefa aktinden istifade edilmektedir.

c, Dayanışma Temelli Sigorta Sistemi:

Sigorta sistemi, olağan dışı hallerin meydana gelmesi durumunda önceden belirlenmiş şartlar dâhilinde olmak üzere katılımcılarının zararlarını telafi etmek üzere oluşturulmuştur. Başlangıç yıllarında deniz taşımacılığındaki riskleri teminatlandırmaya yönelik faaliyet göstermekte iken sonraki yıllarda faaliyet sahası genişletilmiştir. Günümüzde, eşyaya yönelik zararları kapsamasının yanısıra, kişilerin sağlık giderlerini karşılamaya, iş göremezlik hallerinde ekonomik desteğe ve ölüm halinde mirasçılara ve de alacaklılarına maddi teminat sağlayan sistem halini almıştır.

Konvansiyonel sigorta şirketleri topladıkları primleri değişik usullerde değerlendirerek, muhtemel riskleri karşılamakta, ayrıca bu faaliyetlerinden kâr elde etmektedirler. Toplanan primler ağırlıklı olarak banka mevduatı gibi faizli ürünlerde değerlendirilmektedir.

²⁵ KARAMAN, **Anahatlarıyla İslam Hukuku**, a.g.e. cilt 2, s 330

Konvansiyonel sigorta sistemine dâhil olmak istemeyen kişi ve ekonomik birimlerin muhtemel risklerini karşılamak maksadıyla, dayanışma esaslı, “tekafül” diye isimlendirilen sigorta sistemi kurulmuştur. Bu sigorta sisteminin kuruluş ve çalışma esasları şu şekildedir:

Tekafül: Kâr amacı gütmeyen, dayanışmayı esas alan sigorta sistemidir. Bu sistem işleyişi itibarıyla bir yardımlaşma kooperatifini andırmaktadır.²⁶

Konvansiyonel sigorta sisteminden farklı olarak:

- Sigorta şirketi, biriktirdiği fonları İslâmi prensiplere uygun yatırım araçlarında değerlendirmektedir,
- Hasarı ortaklaşa telafi etmeye yönelik bir model olup kâr gayesi gütmemektedir.
- Arta kalan fonlar ya üyelerine iade edilmekte ya da toplumsal sorumluluk projelerinde değerlendirilmesi hedeflenmektedir.
- Geleneksel reasürans şirketleriyle değil, aynı model üzere oluşturulan reasürans şirketleriyle işbirliği yapmaları meşruiyetleri için zorunludur.²⁷

B. İSLÂMÎ FİNANSMAN VE FAİZ İLİŞKİSİ

Tarih boyunca meşruiyeti tartışılan faiz, bütün ilahi dinlerde yasaktır. Fakat tahrif edilip, din adamları tarafından değişiklikler yapılan ilahi dinlerin mensuplarıncı, faiz yasağı iktisadi hayatta dikkate alınmamaktadır.

Faiz, yaşadığı çağın toplumsal yapısını önemli derece etkilemiş bazı filozoflar tarafından da zararlı bulunmuştur. Misalen Aristo “para yavru lamaz dolayısıyla faizle zengin olmak insan tabiatına aykırıdır” Eflatun ise; “İdeal bir devlette eşitsizliklere, kıskançlığa, bencillığe, ahlaksızlığa sebep olan faiz yasaklanmalıdır” diyerek faize karşı çıkmışlardır. Kapitalist iktisat sisteminde ise; faizin varlığı tartışma dışı tutularak, faiz oranlarının hangi düzeyde olmasının ideal olacağı konularında tartışmalar yapılmış, teoriler geliştirilmiştir. Bu sistemde ekonomik hedeflerin gerçekleşmesinde, araçlardan biri olarak faiz oranları kullanılmaktadır.

Kapitalist iktisat sisteminde etkin olan iktisat okulları, kendi etkinlik dönemlerinde faizin farklı tanımını yapmış ve faiz hadlerine ilişkin görüşlerini uygulama imkânı bulmuşlardır. Klasik iktisat okulunda faiz, tasarruf etmenin bedeli ve ödülü²⁸ şeklinde tanımlanırken,

²⁶ Ahmet ez-ZERKA, A. Muhammed Abdulaziz en-NECCAR, **İslam Düşüncesinde Ekonomi, Banka ve Sigorta**, çev. Hayrettin KARAMAN, İz Yayıncılık, İstanbul, 2003 s. 215.

²⁷ AAOIFI a.g.e, s. 750

²⁸ Emin ERTÜRK, **İktisat, Kavram, İlke Politika**, Alfa Akademi Yayınları, 2. Baskı, Bursa 2011, s. 152

Neo-klasik okul, faizi, gelecekle bu gün arasında tercihte bulunma davranışının karşılığıdır,²⁹ Keynes ise faizi, tasarrufların yatırıma dönüşmesinin bedelidir³⁰ şeklinde tanımlamışlardır.

Bu farklı tanımlamaları da dikkate alan faiz tanımlamasını şu şekildedir; faiz: tasarruf sahiplerine tasarruflarını ödünç vermeleri karşılığı ödenen bir bedeldir. Bu anlamda tasarruf genellikle para olmaktadır. Dolayısıyla faiz, para halindeki sermayenin kirasıdır³¹.

Bu temel kabule dayalı olarak, sermayenin marjinal verimi yıllık faiz haddi ile karşılaştırılmaktadır.³²

Farklı bir yaklaşım da; bu günkü paranın gelecekteki paradan ne kadar değerli olduğunu faiz oranı ile belirleneceği şeklindedir.³³

Temel yapısı gereği olarak, üretim araçlarının mülkiyeti kamuya ait olduğundan sosyalist sistemde faize yer yoktur.

Asli kaynaklarında bir tahifatin söz konusu olmadığı İslâm'da faiz kati delillerle yasaklanmış ve bu yasağı ihlal edenlerin ilahi cezaya çarptırılacağı bildirilmiştir.

Kur'an-ı Kerim'de: "Faiz yiyenler(kabirlerinden), şeytan çarpmış kimselerin cinnet nöbetinden kalktığı gibi kalkarlar. Bu hal onların <Alım satım tıpkı faiz gibidir> demeleri yüzündendir. Hâlbuki Allah, alım satımı helal, faizi haram kılmıştır. Bundan sonra kime Rabbinden bir öğüt gelir de faizden vazgeçerse, geçmişte olan kendisindedir ve artık onun işi Allah'a kalmıştır. Kim tekrar faize dönerse, işte onlar cehennemliktir, orada devamlı kalırlar" (Bakara suresi 275)³⁴ Faiz Konusunda bkz: Bakara Suresi 276 – 281, Al-i İmran Suresi 130.

Hz. Muhammed (sav) bir hadisinde "Yedi helak edici şeyden kaçınınız. Bunlar; Allah'a ortak koşmak, sihir yapmak, haksız yere adam öldürmek, yetim malı yemek, faiz yemek, savaştan kaçmak, iffetli ve imanlı bir kadına zina iftirasında bulunmaktır." Buyurmuştur.³⁵

İslâma göre faiz: bir paranın aynı cins para ile veya faize tabi mallardan aynı cins iki maldan birinin diğeri ile karşılıksız bir fazlalıkla mübadelesidir.

²⁹ ERTÜRK, a.g.e. S, 152

³⁰ ERTÜRK, a.g.e. S, 152

³¹ Zeynel DİNLER, **Mikro Ekonomi**, Seçkin Yayıncılık, 23. Baskı, s. 526.

³² Paul A.SAMUELSON, **İktisat**, Çev. Demir DEMİRGİL, Menteş Kitabevi, İstanbul 1973, s. 642.

³³ Jeffrey M.PERLOFF, **Mikro Ekonomi**, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul 2014, s. 543.

³⁴ KARAMAN, **Kur an-ı Kerim ve Açıklamalı Meali**, s. 46

³⁵ Hamdi DÖNDÜREN, **Delilleriyle Ticaret ve İktisat İlmihali**, s. 383.

Faiz (riba), belli nitelikteki eşyadan, iki malın birbiriyle mübadelesinde iki taraftan birine verilmek üzere akitte şart koşulan karşılıksız maddi veya manevi fazlalıktır.³⁶

Haram kılınan faizin pek çok çeşidi olup, genellenmiş şekliyle sadece parasal işlemlerde meydana gelmeyip, tartılıp ölçülebilen mallar da faizin ilgi alanına girebilmektedir.

Kur'an-i ifadeyle "riba" kavramı yerine Türkçedeki genel kullanımıyla "faiz" veya "nema" demek muamelenin hükmünü değiştirmez. Çünkü birşeyin nitelikleri değişmedikçe adının değişmesi, hükmünün değişmesini gerektirmez. Böylece ribanın hükümleri aynı hukuki özellikleri taşıyan faize de uygulanır.³⁷

İslâm, faizi yasaklarken üretimi, ortaklığı, yardımlaşmayı teşvik ederek, ortaya çıkabilecek muhtemel problemleri, daha ortaya çıkmadan önlemektedir.

Faiz yasağı ile alakalı olarak en fazla ortaya konulan itiraz, faizli muamelenin de ticaretle aynı olduğu konusudur ki, bu konuya Bakara Suresi 276. Ayette "bunların ikisinin aynı olmadığı" na vurgu yapılarak cevap verilmektedir.

Kâr, bir üretim süreci içinde, sermayenin, paradan mala, maldan tekrar para veya başka bir hale dönüşmesi, yani bir mübadele süreci içinde işletilmesi sonucu mevcut iktisadi varlıklarda toplum adına meydana getirilen pozitif değerdir. Bu pozitif değerden üretim faktörleri hak ettikleri payı alırlar. Kâr, topluma da katkıda bulunan, üretim sürecinden elde edilen artı gelirdir.³⁸

Üretim sürecinin, zararlarla sonuçlanması halinde negatif olan ve dolaylı da olsa bütün toplumun etkilendiği bu sonuçtan, sermaye sahibi doğrudan etkilenmektedir. Nasılki kâr topluma olumlu katkıda bulunuyorsa zararın da topluma katkısı olumsuz şekilde olmaktadır.

Faiz ile kâr arasındaki temel farklardan birisi, faizin doğmamış ve ortada olmayan, yani üretilmemiş ortaya müşahhas bir netice çıkmamışken, hak edilmemiş hayali bir getirinin finansal sermayeye tahsis edilmesidir. . Faiz, üretim ekonomisinden daha çok, bugünkü yaygın kullanımıyla, rant ekonomisinin sonucudur.

Kâr ise; fiili bir üretimin neticesi olarak ortaya çıkmış ve miktarı bilinen bir getirinin paylaşımıdır.

³⁶ BEKİ, a.g.e. s. 73.

³⁷ DÖNDÜREN, **Delilleriyle Ticaret ve İktisat İlmihali**, s. 380.

³⁸ Muaz GÜNGÖREN, (2013), **Bir Finansal Enstrüman Olarak Sukuk Katılım Bankalarına Uyum Modellemesi**, İTO Yayınları, Yayın 2012-38, s. 34.

Faiz ve kâr unsuru karşılıklı değerlendirildiğinde, faizde, 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 kazanılmış hakkı haline gelmektedir.

Hâlbuki kârda sermaye sahibi parasını ortaya koyar; üretim ya da ticari faaliyet sonucunda nasıl bir netice ile karşılaşacağını kati bir şekilde bilememektedir.³⁹

Üretimden kaynaklanan aksaklıklar, satışlarda oluşabilecek istenilmeyen durumlar, sermaye sahibinin sürecin başlangıcında tahmin etmiş olsa bile kati bir şekilde bilemeyeceği muhtemel risklerdir.

Sonuç olarak; konvansiyonel usullerle sağlanan faize dayalı finansman ve bu finansman usullerinden elde edilen gelir İslâma göre caiz değildir.

C. İSLÂMÎ FİNANS MÜESSESELERİ

İslâm toplumlarında; hane halklarının, firmaların ve ihtiyaç duyması durumunda devletin finansman ihtiyacının İslâmi finansman usulleriyle karşılanması hedeflenmektedir.

Maddi menfaat beklenilmeksizin sağlanan finansman yöntemlerinin yanısıra, maddi menfaat beklenilmeye dayalı olarak başta ortaklıklar yoluyla finansman sağlama usullerinin iktisadi hayatta yetersiz kaldığı durumlar olmuştur. Ortaya çıkan finansal ihtiyaçlar başlangıçta sarraflar tarafından doldurulmaya çalışılmıştır.

Sarrafların, kuyum faaliyetlerinin yanısıra finans ve havale işlemlerine aracılık etmesi uygulaması, halen düşük etkinlikte olarak devam etmektedir.

Ebusuud Efendinin “nakdi varlıkların vakfedilebilir”liğine imkân tanıyan fetvasının kanunname haline getirilmesinin ardından müstakil para vakıflarının kurulmasıyla, finansman müesseselerinde kurumsallaşma yoluna gidilmiştir. Para vakıfları İslâma göre caiz olan usullerle finansman sağlamakta, elde edilen gelirler, vakfiyenin şartlarına riayet edilerek kullanılmaktaydı.

Yirminci asırda müstakil faizsiz bankacılık hareketinin fikir planda ilk olarak ortaya konulması, Pakistanlı iktisatçı Muhammed UZAIR tarafından 1955 yılında olmuştur.

³⁹ GÜNGÖREN, a.g.e, s. 34.

İlk faizsiz banka ise, Ahmed El – Naggar tarafından, Mısır Arap Cumhuriyetinde kurulmuştur.1963-1977 yılları arasında faaliyet gösteren banka, tekeffül ve risk sermayesi usullerini esas alarak faaliyetlerini sürdürmüştür.

Mısır'daki bu tecrübenin ardından ikinci uygulama: 1981 yılında"dar Al-Maal Al-İslami" adlı holding tarafından İsviçre'nin Cenevre kentinde kurulan finans müessesesi olmuştur.

1973"te Kahire'de on üç ülke temsilcisinin katılımıyla gerçekleşen, "İslâm Konferansı Teşkilatı" toplantısında, İslâmî bir ekonomik sistemin geliştirilmesi ve mevcut sermaye fazlasından, İslâm dünyası içinde istifade edilmesinin altyapısını oluşturabilmek için müessese kurulmasına yönelik görüş genel kabul görmüştür. Bunun sonucunda 1975"te kurulan Dubai Islamic Bank sanayi, tarım ve emlak gibi önemli alanları finanse eden faizsiz bankaların ilk örneği olmuştur.

Bununla beraber, faizsiz bankacılık modelinin dünyada sesini duyuran en önemli kuruluş, 1975 Ekim"inde Cidde"de kurulan Islamic Development Bank"tır.

Merkezi Cidde'de kurulan İslâm Kalkınma Bankası'nın(İKB) İslâm ülkelerindeki kamusal projelere yaptığı mali katkılar çok önemli boyutlarda olmuş, fakat henüz kuruluş aşamasında belirlenen hedeflere ulaşamamıştır.

Faizsiz bankacılık, yeterli sermayeye sahip olan grupların öncülüğünde müslüman ülkelerde hızla yayılmaktadır..

Müstakilen faizsiz sistemle çalışan bankaların yanısıra asıl faaliyeti faizli olmakla beraber bünyesinde faizsiz birimler kurarak faaliyetine devam eden (Citibank...) bankalar da bulunmaktadır.

Faizsiz mali kuruluşların sayı ve işlem hacmi olarak gelişimi tabii bir süreç olarak, daha çok İslâm ülkelerinde gerçekleşmiştir. Avrupa'da nispi olarak bir canlılık görülürken, ABD' de gelişme zayıf olmuştur.

İslâm ülkelerindeki faizsiz banka uygulamalarının yanısıra, yabancı bankaların da faizsiz bankacılık sektörüne girmeleri, Körfez bölgesindeki faizsiz bankalarda mevduatın artmaya başladığı 80"li yılların başlarına rastlar. Batı bankaları bu gelişmeleri yakından takip ettiler.

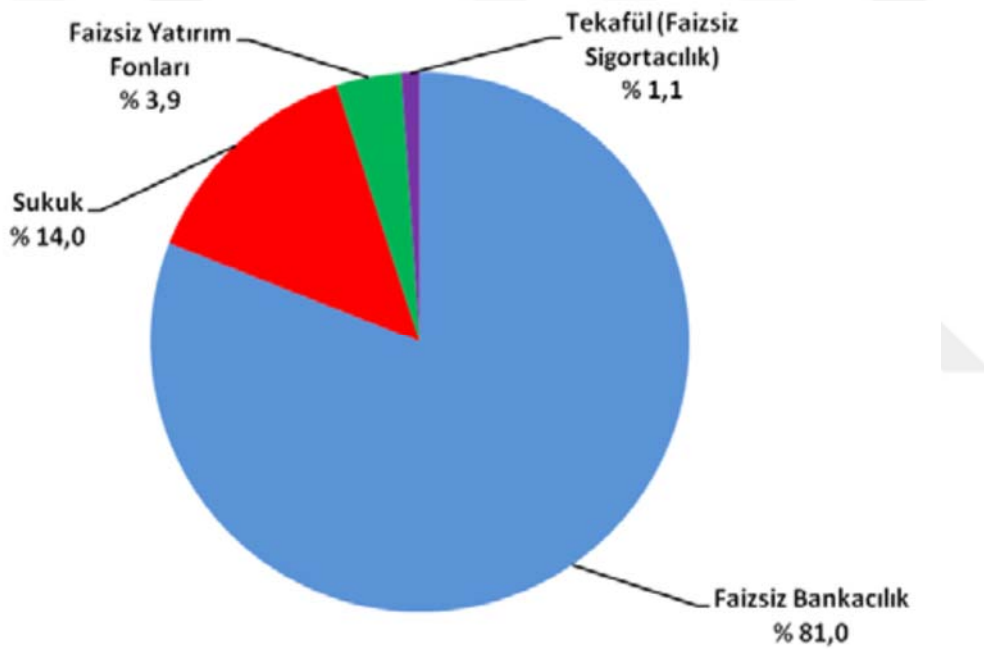
Faizsiz bankaların ilk dönemlerde mudilerine ya hiçbir nema sunmamaları ya da çok az bir getiri sağlamaları nedeniyle, bu uygulama batılı kurumlar için ucuz bir fon kaynağı olarak algılanmıştır.

İlk başlarda batılı bankaların müşterileri, genelde Arap Dünyasının kurumları ve petrol zenginleri iken, son zamanlarda Batı ülkelerindeki faizsiz bankacılık ürünlerine olan talep, Batıda yaşayan orta gelirli Müslümanlardan gelmektedir.

2013 yılı sonu itibarıyla dünyadaki faizsiz finans sektörü 1,7 trilyon dolar aktif büyüklüğe ulaşmış olup, bu büyüklüğün % 81'i faizsiz bankalar, % 14'ü sukuk işlemleri % 5'lik kısmı ise diğer işlemlerden oluşmaktadır. (TKBB)⁴⁰

1, Dünyada İslâmi Finansal Aktiflerin Dağılımı

Grafik:1 Dünyada İslâmi Finansal Aktiflerin Dağılımı (2013)



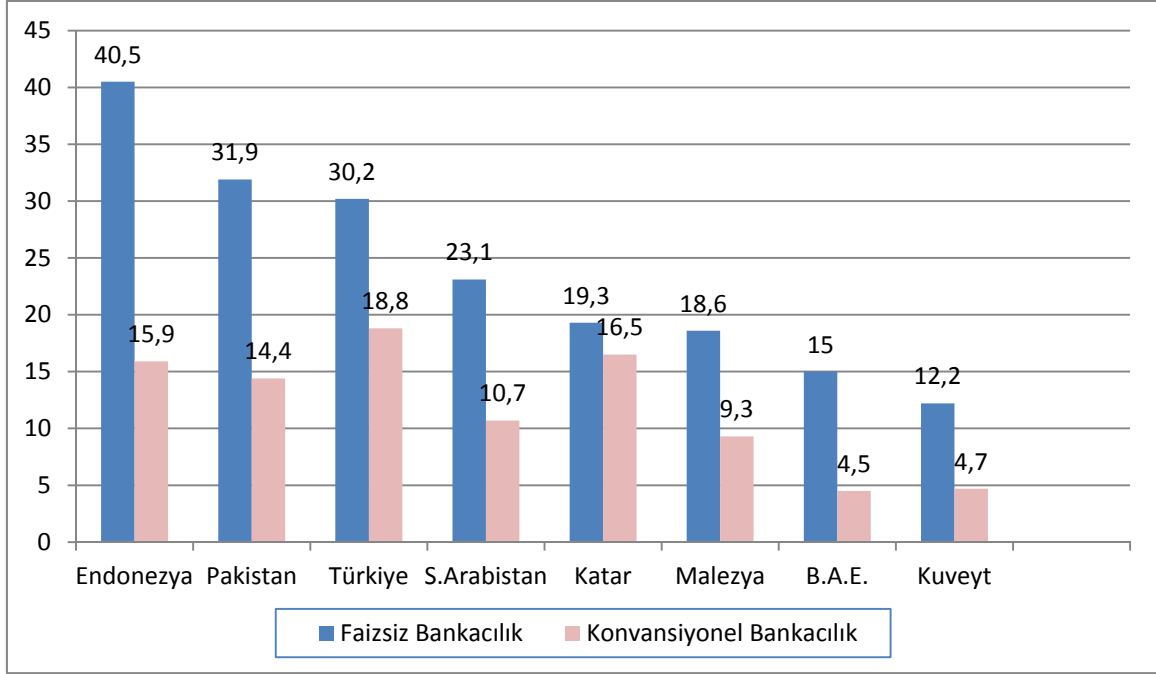
Kaynak: Thomson Reuters Zawya, Kuwait Finance House Research (Kuveyt Finans Araştırma)

Dünya genelinde İslâmi aktiflerin ağırlığını faizsiz bankacılık oluşturmakta, faizsiz bankacılığa rağmen uygulaması çok yeni olan sukuk ikinci sırayı almıştır. Yatırım fonları ve İslâmi sigortacılığın ana omurgasını oluşturan tekafülün payı ise çok düşük kalmıştır.

⁴⁰ <http://tkbb.org.tr>

2,Bazı Ülkelerde Geleneksel Bankacılık ve Faizsiz Bankacılık Gelişim Analizi:

Grafik: 2: Faizsiz ve Konvansiyonel Bankalar Aktif Büyüme Oranları (2008-2012)



Kaynak: Katılım Bankaları 2013⁴¹, BDDK

Global düzeyde faizsiz bankacılık aktiflerinin ülkelere göre dağılımı incelendiğinde; % 37 ile İran birinci sırayı almakta, onu % 18 ile S. Arabistan ve % 13 ile Malezya izlemektedir. Körfez ülkelerinden Kuveyt'in % 6, Katar'ın % 4 ve Bahreyn'in de % 2 paya sahip olduğu görülmektedir. Türkiye'nin payı ise % 3 düzeyindedir. Türkiye'de katılım bankacılığı hem makro ekonomik büyüme ve ekonomi yönetiminin katılım bankacılığının gelişmesine yönelik uygulamalarından olumlu etkilenmekte, geleneksel bankacılık uygulamalarına alternatif olmak suretiyle pazar payını artırma olanağına sahip olmaktadır. (TKBB)⁴²

2013 sonu itibarıyla, bazı ülkelerde İslami bankacılığın, ülke bankacılığı içerisindeki payı; S.Arabistan'da % 53, Katar'da % 24, Malezya'da % 20, B.A.E.'de % 17, Türkiye'de % 5,6 seviyesindedir⁴³

⁴¹ Türkiye Katılım Bankaları Birliği, **Faaliyet Raporu 2013**, s,37

⁴² <http://tkbb.org.tr>

⁴³ EY Universe “**Dünya İslami Bankacılık Rekabet Raporu 2013-2014**” s,65-77

Ernst&Young araştırma kuruluşu tarafından yayımlanan verilere göre faizsiz bankacılık sisteminin hacmi, 2013 yılında 1,7 trilyon dolar seviyesine ulaşmıştır. Son 5 yılda ortalama yüzde 16 oranında büyüyen faizsiz bankacılık işlemlerinin önümüzdeki yıllarda daha büyük bir ivme yakalayacağı tahmin edilmektedir.

D. TÜRKİYEDE İSLÂMÎ FİNANS

Türkiye'de, tasarruflarını faizsiz esasa göre değerlendirmek isteyen kesime hizmet vermek bu şekilde atıl tutulan kaynakların ekonomiye kazandırılması, Körfez ülkelerinden ülkemize fon aktarılabilmesi ve iktisadi hayatında İslâmî prensipleri uygulamaya çalışan müteşebbislere fırsat eşitliğinin temin edilmesi gibi ihtiyaçlarından dolayı faizsiz bankacılık sistemi uygulamaya konmuştur.

Türkiye'de faizsiz bankacılık uygulamaları, dünyadaki örneklerinden daha gecikmeli olarak uygulamaya konabilmiştir. Türkiye'de faizsiz bankacılık 1983 yılında çıkarılan 16.12.1983 tarih ve 83/7506 sayılı Bakanlar Kurulu Kararnamesi ile Özel Finans Kurumları'nın kurulmasına imkân sağlanmasıyla başlatılabilmektedir. Bu konudaki yasal altyapı, Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın 25.02.1984, T.C. Merkez Bankası'nın ise 21.03.1984 tarihli tebliğleri ile tamamlanarak Özel Finans Kurumlarının faaliyete geçmesi imkânı sağlanmıştır.

Bu çerçevede, 1985 yılında Al Baraka Türk ve Faisal Finans, 1989'da Kuveyt Türk Evkaf, 1992 yılında Anadolu Finans, 1995 yılında İhlâs Finans ve 1996 yılında Asya Finans kurumları faaliyete geçmiştir.

Uygulamanın başlangıcında kullanılan özel finans kurumu (ÖFK) ismi, 2005 tarihinde yürürlüğe giren Bankacılık Kanunu ile diğer bankalar ile ilk kez aynı düzenleme ile "Katılım Bankası" olarak değiştirilmiştir. Kuruluş amaçlarının gereği olarak; faizsizlik esasına dayalı olarak topladıkları fonları, fona ihtiyacı olan firmalara ve hane halkına yine faizsiz usul ve yöntemlerle aktararak; tasarruf sahiplerine, fona ihtiyacı olanlara ve hissedarlarına ve ekonomik işleyişe katkı sağlamaktadırlar. Ana faaliyetlerinin yanısıra finans dışındaki bankacılık hizmetleri (kambiyo işlemleri, takas işlemleri vd.) sunarak da taraflara katkı sunmaya devam etmektedirler.

Türkiye'de 2014 yılı sonu itibarıyla dört adet katılım bankası faaliyetine devam ederken, kamu mülkiyetinde olmak üzere iki adet katılım bankası BDDK'dan kuruluş iznini almış olup, kuruluş işlemleri devam etmektedir.

Faizsiz bankacılık faaliyetleri dışında Borsa İstanbul'da işlem gören menkul kıymetlerle alakalı olarak, İslâmi esaslara uygun olanların tespiti, takibi dolayısıyla bu konuda hassasiyet gösteren yatırımcılara rehberlik yapmak üzere Katılım Endeksi hesaplaması yapılmaktadır. (Bkz: s,41)

Topladığı fonları faizsiz ürünlerde değerlendirmek üzere, ağırlıklı faaliyet konusu bireysel emeklilik olan, bir adet sigorta şirketi 2014 yılında kurularak faaliyete başlamıştır. Bireysel emeklilik ürününe ilaveten kademeli olarak, diğer sigortacılık ürünlerini de kapsayacak şekilde faaliyetini genişletmektedir.



İKİNCİ BÖLÜM

II. MENKUL KIYMET

A. TANIMI:

Menkul kıymet; tarihi süreç, uygulama ve tabi olduğu hukuk gibi hususlar ön plana çıkarılarak çeşitli şekillerde tanımlanmıştır:

“Menkul kıymetler; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belirli bir miktarı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulu’nca belirlenen kıymetli evraktır. Hisse senedi ortaklık hakkı sağlayan, tahvil ise alacaklılık hakkı sağlayan menkul kıymetlere örnek olarak verilebilir.”⁴⁴ Bu tanımlamada, tabi olunan hukuki mevzuat ön plana çıkarılmıştır.

Diğer yandan, menkul kıymet: “Taşınabilir nitelikte, ekonomik kıymet ifade eden ve paraya çevrilmesi ya da parayla ifade edilmesi mümkün olan kıymetli evraktır. Menkul kıymetler, diğer kısa vadeli bono, poliçe, vb. gibi kıymetli evraklardan farklı olarak uzun vadeli gelir sağlayan kıymetli evraktır. Bunların başlıcaları; hisse senedi, tahvil, hazine bonoları olarak sayılabilir.”⁴⁵ bu tanımlamada ise; menkul kıymetlerin likit yapılarına vurgu yapılmaktadır.

Daha kapsayıcı olan tanımlama ise: “**Menkul kıymet, ortaklık veya alacak hakkı sağlayan ve belli bir meblağı temsil eden misli (standard) nitelikteki belgeye denir**”⁴⁶ şeklinde yapılmıştır.

6362 sayılı Sermaye Piyasası kanununda, menkul kıymetler: Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere;

- Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikalarını,
- Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını, ihtiva eder, şekilde sayılmışlardır.⁴⁷

⁴⁴ Resmi Gazete sayı: 28670, Tarih 07 Haziran 2013

⁴⁵ Dünya Gazatesi Yayın Kurulu, **Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü**, Dünya Yayıncılık A.Ş. İstanbul, 2002, s.261

⁴⁶ Servet BAYINDIR, “Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları ve Fıkıhtaki Yeri”, **İstanbul Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi**, Sayı 16, Yıl 2007, ss. 249-273.

⁴⁷ Erdem ALPTEKİN, “Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü”, **AR-GE İzmir Ticaret Odası**, Nisan 2009

B. MENKUL KIYMETLERİN GENEL ÖZELLİKLERİ:

Sermaye Piyasası Kanununda yapılan menkul kıymet tanımlamasına göre: “Menkul kıymetler; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belirli bir miktarı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulu’nca belirlenen kıymetli evraktır. (SPK,md 3)⁴⁸

Bu tanımlamaya göre menkul kıymetlerin başlıca unsurları şunlardan oluşmaktadır:

- Menkul kıymetlerin en önemli unsuru kıymetli evrak olmalarıdır. Kıymetli evrak niteliğindeki bir belgenin temsil ettiği hak belgeden ayrı olarak kullanılamayacağı ve devredilemeyeceği gibi, hakkı elde tutarak belgeyi devretmek de mümkün değildir. Bu hak ancak kıymetli evrak ibraz edilerek kullanılır ve kıymetli evrak el değiştirilerek devredilir.
- Standart ve yuvarlak meblağlıdır,
- Bono, poliçe gibi tek bir ticari ilişki için düzenlenmeyip, çok sayıda olarak ihraç edilirler.
- Az veya çok devamlılık arz ederler,
- Alacak ya da ortaklık hakkı sağlarlar,
- Dönemsel getiri sağlarlar.
- Her birinin bir itibari (yazılı), bir de piyasada oluşan (piyasa) değeri vardır.
- Nama ya da hamiline yazılı olabilirler. Hamiline yazılı kıymetler daha likittirler, kimin elinde ise onun malıdır, sadece teslimle sahip değiştirirler.
- Nama yazılı menkul kıymetlerin ise el değiştirmesi şekil şartlarına bağlanmıştır.
- Genellikle yatırım maksadıyla satın alınırlar.

C. MENKUL KIYMETLERİN SINIFLANDIRILMASI:

Menkul kıymetler değişik tasniflere tabi tutulmakla beraber genel kabul görmüş sınıflandırmada üçlü tasnife tabi tutulurlar:

- 1) Ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymetler; bu tür menkul kıymetlerin başlıcaları, hisse senetleridir.
- 2) Alacak hakkı sağlayan menkul kıymetler; bu tür menkul kıymetlerin başlıcaları, tahvillerdir.

⁴⁸ Resmi Gazete, Sayı 28670, Tarih 07.06.2013

3) Karma hak sağlayan (melez) menkul kıymetler; bu tür menkul kıymetlerin başlıcaları, kâra iştirakli tahvil, kâr/zarar ortaklığı belgeleridir.⁴⁹

D. MENKUL KIYMETLEŞTİRME:

Menkul Kıymetleştirme'nin kavram olarak genel kabul görmüş bir tanımı olmamakla beraber, menkul kıymet tanımlamasında olduğu gibi menkul kıymetleştirme de birden çok şekilde tanımlanmıştır. Bunlardan bazıları olarak:

Bir gerçek veya tüzel kişinin ticari faaliyetlerinden kaynaklanan varlıkları ve gelecekteki gelirlerini karşılık göstermek suretiyle borçlanma senedi ihraç ederek finansman sağlanmasıdır.

Varlıkların, likiditesini artırma sürecine tabi tutulması ve bu süreç sonunda menkul kıymete dönüştürülmesidir.

Likit olmayan varlıkların likit ve tedavül kabiliyeti olan varlıklara dönüştürülmesi sürecidir. "Gelecekte bir nakit giriŐi doğuracak alacakların bir araya getirilerek havuz oluşturulması ve bu havuzlara dayalı olarak menkul kıymetler türetilip üçüncü taraf yatırımcılara satılması işlemidir."⁵⁰

Genel olarak menkul kıymetleştirme, işletmelerin bilançosunda bulunan ve likiditesi düşük olan aktiflerin, likiditesi yüksek menkul kıymetlere dönüştürülmesi işlemidir.

Daha kapsayıcı bir tanımı Şu şekilde yapılmaktadır; **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 vasıtasıyla 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 kavuşması işlemidir.**⁵¹

Son yirmi yıl içinde mali piyasalarda yaşanan en önemli gelişmelerden birisini menkul kıymetleştirme faaliyetleri oluşturmuştur.⁵²

⁴⁹ İsmail MAZGİT, **Para ve Sermaye Piyasaları Ders Notu**, Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İzmir, s. 34, (2013 - 2014).

⁵⁰ Nurcan ÖCAL, (1994), **Türkiyede Menkul Kıymetleştirme Uygulaması Etkileri Sorunlar ve Çözümler Önerileri**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara.

⁵¹ Ali HEPŞEN, **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul Ticaret Odası Yayını, İstanbul, 2005., s. 17

⁵² Ali CEYLAN, Ufuk BAŐOĐLU, İlker PARASIZ, **Finans, Teori Kuram Uygulama.**, Ekin Kitabevi, s. 449.

Likit olmayan aktiflerin, ihraç edilebilecek ve piyasalarda (para ve sermaye piyasalarında) alım satımı yapılabilecek menkul kıymete (varlığa) dönüştürülmesi işlemi olan menkul kıymetleştirme işlemi üç temel üzerine gerçekleştirilir.

Bunlar:

- 1) Borç satımına dayalı menkul kıymetleştirme
- 2) Menfaat satımına dayalı menkul kıymetleştirme
- 3) Mal satımına dayalı menkul kıymetleştirmedir.

E. MENKUL KIYMETLEŞTİRME SÜRECİ:

Fona ihtiyacı olanlar için diğer alternatiflere göre daha ucuz, zaman zaman da daha uzun vadeli kaynak temin edebilmek için tercih sebebi olabilen menkul kıymetler belli süreçler sonucunda meydana gelebilmektedir.

Bir menkul kıymetleştirme işleminde temelde üç taraf bulunur:

- Menkul kıymetlere dayanak teşkil eden varlık ve alacakların sahibi, proje veya kredi işleminin finansörü kaynak kuruluş,
- Kaynak kuruluşun finanse ettiği işlemlerden doğan alacakları satın alma veya devirle teslim alıp onlar üzerinden menkul kıymet ihraç eden özel amaçlı kuruluş, yani aracı kurum,
- Menkul kıymetlere yatırım yapan sermaye sahiplerinden oluşur.⁵³

Bunlara ilaveten; yatırım şirketleri de menkul kıymetleri satın alıp, bunları bir havuz da toplayarak bu varlıkları üzerinden yeniden menkul kıymet ihracı gerçekleştirebilmektedirler.

Öncelikle ilgili ülkenin hukuki mevzuatının belirlediği çerçeveye içinde kalmak üzere, menkul kıymetleştirmede işletilen süreç şu aşamalardan geçmektedir:

- 1) İhracı gerçekleştirecek olan kaynak kuruluşun (bu kuruluş devletin veya özel kesimin olabilir), ihraca konu varlık veya alacağını ya da projesini belirlemesi,

Menkul kıymetleştirme özellikle sabit getiri (*standart*) ve düzenli varlıklar esas alınarak yapılır. Bu varlıklar ise ipotekli konut satışları, finansal kiralama, murabaha, mudâra, müşâreke, selem, istisna¹, faktoring ve kredi kartı işlemlerinden kaynaklanan alacaklardan oluşur⁵⁴

⁵³ BAYINDIR, a.g.m, s. 254.

⁵⁴ BAYINDIR, a.g.m, s. 253.

2) İlgili kurum ve kuruluşlardan yasal izinlerin alması için lüzümlü sürecin tamamlaması ve gerekli izinlerin alınması,

3) Aracı kurumun belirlenip, aracı kurumun ihraç işlemlerini gerçekleştirilmesi,

Menkul kıymetlere olan talebi bireysel ve kurumsal yatırımcılar oluşturur. Özellikle ticarî bankalar, sigorta şirketleri, portföy yöneticileri, yatırım ve emeklilik fonu işletmecileri menkul kıymetlerin başta gelen müşterileridir.

4) Milli ve / veya uluslararası borsaya kote edilmesi.

5) İhraç sürecinde belirlenen dönemlerde, yatırımcıya getiri ödenmesi,

6) Süreli olarak ihraç edilmiş bulunan menkul kıymetlerin süre hitamında ihraççı kuruluş tarafından geriye satın alınması (itfa) sürecinden oluşmaktadır.

Bu işlem sürecinde kaynak kuruluş, likit olmayan varlıkları likit hale dönüştürerek; likidite ihtiyacını karşılama, tasarlanan projesini gerçekleştirme ve böylece daha fazla gelir elde etme imkânına kavuşur.

Şayet kaynak kuruluş bir banka ise sukuk ihracı yoluyla “sermaye benzeri kredi/fon” temin etmiş olarak, sermaye yeterlilik rasyosunu yükselterek daha fazla kredi verme imkânı elde eder.

Aracı kuruluş başta olmak üzere, ihraç sürecinde yer alan diğer birimler de üstlendikleri sorumluluk ve verdikleri hizmete göre komisyon veya ücret adı altında kazanç sağlarlar. Menkul kıymetlere yatırım yapanlar ise, tasarruflarını alternatif yöntemle değerlendirerek gelir elde etme imkânı bulmuş olurlar.

Menkul kıymetlerin ikincil piyasada satılabilmesi ise, yatırımcılara istedikleri an onları nakde dönüştürme imkânı sağlar ki, bu durum menkul kıymetlere olan talebi artırıcı etki yapmaktadır.

F. MENKUL KIYMETLEŞTİRME TARİHİ:

Batı kaynaklı menkul kıymetleştirme uygulaması borç satımı temeline dayanır. Borcun satımı ise ilk çağlardan beri bilinmektedir; M.Ö. 1400'lü yıllarda hâmiline yazılı borç senetlerinin Sümer ve Asur pazarlarında alınıp satıldığı tarihi kaynaklarda kayıtlıdır.

Menkul kıymetler için devamlı bir pazar oluşturan menkul kıymet borsaları kadim dönemlerde umumi pazar ve panayırarda bu işlevini sürdürmüştür.

Kıymetli madenlerin alım satımının artması ve kıymetli maden işletmelerinin ölçek büyütmesine paralel olarak; başlangıçta yatırım amacıyla ardından da kıymetli maden ticaretinden elde edilecek kârlardan istifade edebilmek maksadıyla, menkul kıymetler yaygınlaşmaya başlamış ve bu kıymetlerin ticaretinin yapıldığı ilk borsa Avrupa'da 1487 yılında Anvers şehrinde kurulmuştur.⁵⁵

16. yüzyılda bu borsanın yerini Amsterdam borsası almıştır. Aynı yüzyılın sonlarına doğru Lyon'da ve Fransa'nın diğer şehirlerinde de borsalar kurulmuştur.

Günümüzde ehemmiyetli bir borsa konumunda olan Londra Menkul Kıymetler Borsası, 1770 yılında bir kahvehaneye "The Stock Exchange" tabelasının asılması ve içeri girişlerden ücret alınarak, içeride menkul kıymetlerin alınıp satılması ile başlamıştır.⁵⁶

Londra Menkul Kıymetler Borsasının yasal kuruluşu ise 1875 yılında gerçekleşmiştir.

Bu borsanın ardından İngiltere'nin diğer şehirlerinde de borsalar kurulmuştur.

Londra Menkul Kıymetler Borsası, başta New York Menkul Kıymetler Borsası olmak üzere birçok Amerikan ve Kanada borsalarının da ilham kaynağı ve modeli olmuştur.

Günümüzde, New York Menkul Kıymetler Borsası en yüksek işlem hacmine sahip borsalardan birisi konumundadır.

Modern menkul kıymetleştirme yönteminin ilk örneği 1970'li yıllarda ABD'de ortaya çıkmıştır. Uygulamaya, öncelikle ipotekli konut satışlarından doğan alacakların menkulleştirilip yatırımcılara arz edilmesi ile başlanmış, sistemin işlediği görülünce, 1977'de ise özel sektör kuruluşları da menkul kıymetleştirme uygulamasına geçmişlerdir.

İlk olarak 1970'li yıllarda A.B.D.'de başlayan menkul kıymetleştirme uygulamaları, 1980'li yılların ortalarına kadar, ipotekli konut kredileri şeklinde ve hükümet desteğiyle gelişimini sürdürmüştür. 1985'de konutlara ek olarak otomobil satışları, finansal kiralama, faktoring ve kredi kartı kullanımından doğan alacaklar menkulleştirilip satılmıştır. Böylece ipoteğe dayalı olmayan menkul kıymet uygulamaları da ilk önce A.B.D.'de uygulamaya konulmuştur.

A.B.D.'de menkul kıymetleştirmede en önemli itici gücü, devletin ev sahipliğini teşvik etmesine yönelik uygulamalar oluşturmuştur. Bu maksadın tahakkukuna yönelik olarak, ipotek piyasaları için ikincil piyasalar da oluşturulmuştur.

⁵⁵Mehmet CİVAN, **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2007, s. 169.

⁵⁶ CİVAN a.g.e, s, 169.

Avrupa'da ise modern manada menkul kıymetleştirme işlemlerine 1990'ların başında aktif olarak başlanmıştır.

A.B.D. ile mukayese edildiğinde ortaya çıkan bu gecikmenin sebepleri şunlardır:

- Avrupa'da kamu otoritelerinin bu konuda teşvik edici olmanın ötesinde engelleyici tavır içinde olmaları
- Borçlunun rızası olmadan kredi alacağına devrine olumlu bakılmaması,
- İpotekli kredilerin değişken faizli olması,
- Hükümet teşviklerinin olmaması,
- Daha da önemlisi, var olan sistemin konut finansman ihtiyacını karşılıyor olmasıdır.⁵⁷

Avrupa'da uygulamanın önünde engel teşkil eden hukuki mevzuattaki değişiklikler yapılırken kendi iç dinamikleri dolayısıyla A.B.D.'deki düzenlemeler aynıyle alınmayıp, kendilerine özgün düzenlemeler yapılmıştır.

Euro'nun tedavül edildiği 2000 yılından itibaren Avrupa'da menkul kıymet uygulamaları hız kazanmıştır. Hükümetler, mevcut aktiflerinden gelecekteki vergi gelirlerine kadar birçok varlıklarını menkul kıymetleştirme yoluna gitmişlerdir.

Bu gelişmelere rağmen A.B.D.'de ve Avrupa'da menkul kıymetleştirme uygulamasında önemli farklılıklar gözlemlenmektedir. Bunların başında; A.B.D.'de menkul kıymetleştirme daha çok perakende satışlar üzerinden gerçekleşirken Avrupa'da daha çok kurumsal satışlar üzerinden gerçekleşmektedir.

Avruğa menkul kıymet pazarı yıllar itibarıyla büyüme kaydetmesine rağmen A.B.D.'deki menkul kıymet pazarına nispetle küçük kalmıştır.

Avrupa ülkeleri arasında da Avrupa menkul kıymet pazarına katılım değişkenlik göstermektedir.

Avrupa ülkeleri arasında, İngiltere menkul kıymet ihracında ilk sırayı alırken İngiltereyi sırasıyla Almanya, İtalya, Hollanda ve İspanya takip etmektedir.⁵⁸

⁵⁷ Erhan EROĞLU, (2010), Mortgage Sisteminde İkincil Piyasa Ürünleri ve Dünya Uygulamaları, **İşletme Araştırmaları Dergisi**, s. 22.

⁵⁸ Pelin ATAMAN ERDÖNMEZ (2006)" Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi", **Bankacılar Dergisi**, , Sayı 57, ss. 75 -85

A.B.D. ve Avrupa'dan sonra menkul kıymet piyasasında en aktif ülke Japonya'dır. Japonya dışındaki ülkelerde menkul kıymetleştirme çalışmaları oldukça düşük seyir izlemiştir.

Son yıllarda yasal altyapıdaki düzenlemelerin ardından Güney Kore, Singapur, Brezilya gibi ülkelerde menkul kıymet işlem hacimlerinin artması beklenilmektedir.

Ayrıca islâmi finans kriterlerine uygun şekilde ihraç edilen Sukuk'un gelişmiş menkul kıymet borsalarında da işlem görmeye başlamasıyla; bu konuda öncü olan Malezya başta olmak üzere, Orta Doğu ve diğer İslâm ülkelerinde de menkul kıymet işlem hacimlerinin artması beklenilmektedir.

Başta İngiltere olmak üzere batıda sermaye piyasaları 18. Yüzyılda yaygınlık kazanmış ve 19. Yüzyılda da gelişimini sürdürmüştür. 20. Yüzyılda tamamen otomize olarak ekonominin fon tedarikinde önemli bir kaynak durumuna gelmiştir.

İletişim ve bilgi işlem teknolojilerinde meydana gelen hızlı değişim ve bu teknolojilerin menkul kıymetler borsalarında da kullanılması, bir taraftan borsaların büyüklüğünü ve derinliğini artırırken, diğer yandan da menkul kıymet işlem hacimlerinin ulaştığı büyüklük itibarıyla, küreselleşmesi artan dünyada, dalgalanmalar meydana getirerek ekonomik ve siyasi değişim ve kırılmalara da sebep olabilmektedir.

2008 yılında yaşanan küresel ekonomik kriz, menkul kıymetleştirme kaynaklı ekonomik kırılmanın şiddetini ve etki alanının büyüklüğünü de ortaya koymaktadır.

Ayrıca, batıdaki birçok devletin astronomik boyutlara ulaşan kamu borçlarının temini ve yenilenmesi için, ihraç edilen menkul kıymetler de söz konusu ülkelerin menkul kıymet borsalarının büyümesine sebebiyet verebilmektedir.

Bu durum borsanın büyüklüğü ile sağlıklı oluşu arasında ters ilişki meydana getirebilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde, menkul kıymetleştirme işlem hacimlerinin düşük seyretmesinin sebeplerinden birisi olarak; yaşanan küresel krizin tetikleyici faktörleri arasında menkul kıymet temelli türev ürünlerinin etkisinin büyük olması ve bu yıkıcı etkinin ortaya çıkardığı menfi kanaat önemli etkiye sahiptir.

G. TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMET ÇALIŞMALARI

Türkiye de menkul kıymetleştirme ve buna bağlı olarak sermaye piyasası, batıdakinden farklı gerekçelerle ortaya çıkmıştır.

Batıda, firmaların kaynak ihtiyacını karşılamak üzere oluşan bu piyasa, ülkemizde daha ziyade hazinenin fon ihtiyacını karşılamak üzere oluşmuştur.

Türkiyedeki menkul kıymet ve sermaye piyasası konularını iki dönem olarak incelemek gerekmektedir.

1. Cumhuriyet Öncesi Dönem

Bu dönemde, devlet yönetiminde ağırlıklı olarak İslâmi kurallar uygulanmakta olup, ekonomide de yapılacak değişiklikler bu kurallar çerçevesinde ele alınıp değerlendirildikten sonra uygulamasına müsaade edilmekteydi.

Osmanlı İmparatorluğunun son dönemlerinde bu kuralların daha fazla ihmal edilmesi insanların bir kısmını ekonomik faaliyetlere katılım konusunda daha mesafeli yaklaşım göstermeye iterken, bir kısmına ise bu konularda daha rahat hareket ettikleri alan oluşturmuştur.*

Bu tarihi tespit analiz edildiğinde; uygulamada İslâmi kuralların daha fazla esnetilerek batılı normların uygulanması ile gayrimüslim tebaanın ekonomideki etkinliğinin artması arasında bir paralelliğin ortaya çıktığı görülmektedir.

Başlangıç yıllarında devletten ya da vakıflardan hizmet karşılığı ücret alanlardan bazı kimselerin, alacakları bu ücreti** temsil eden belgeleri günü gelmeden nakte çevirme uygulamasıyla ilk menkul kıymetleştirme uygulamasına rastlanılmaktadır. Bu işlem bir alacağın nakte tahvil edilmesi şeklinde gerçekleşmektedir.⁵⁹

*Bu dönemi değerlendirirken öncelikle, büyük tüccar ve sarrafların gayrimüslimlerden oldukları, Müslümanların yalnız askerlik ve idare alanını seçtikleri tezinin tarihi gerçeklerle örtüşmemesi dolayısıyla bu yanlışlığın düzeltilmesi gerekmektedir. Bu tez 18. Yüzyıldan sonraki bölgesel bir gelişmeyi, tüm devlet hayatına genelleme üslubundan kaynaklanmaktadır.

"Kesinlikle söylenebilir ki, 18. Yüzyıla kadar, üretim ve ticaret alanlarında Müslümanlar gayrimüslimler kadar, hatta onlardan daha çok aktif ve kalabalık idiler. Müslüman tüccarın 16. Ve 17. Yüzyılda, Avrupa'da dahi, ticari yatırımlarda bulunduğu bir gerçektir" Halil İNALCIK- Günsel RENDA, **Osmanlı Uygarlığı**, T.C. Kültür Bakanlığı, C, 1, Ankara, 2009, s, 203

** Ücretler aylık ise temsil eden belgeye "câmekiyye", altı aylık veya yıllık olarak veriliyorsa "ata" denilmektedir.

⁵⁹ Ahmet AKGÜNDÜZ "Câmekiyye" **T.D.V. İslam Ansiklopedisi**, I - XLIV, C. 7, İstanbul, 1993, ss. 45-46

Sultan 3. Mustafa döneminde ilk kez, kamu adına menkul kıymet ihraç edilmek suretiyle iç borçlanma yoluna gidildi. Hazinesinin ihtiyacını karşılamak ve yakılmış olan donanmayı yeniden inşa etmek maksadıyla çıkarılan bu hazine belgelerine “esham” denilmektedir.

Esham; sehm kelimesinin çoğulu olup, hisseler manasına gelmektedir.⁶⁰

Esham, ilk ihraç döneminde nama yazılı olan ve kişinin ömrü ile sınırlı olup başkasına devredilemeyen belgeler sonraki dönemlerde hamiline yazılı hale dönüştü. Bu yeni belgelere “Esaham-ı Cedide” adı verilmiştir. Bu şekilde değişikliğe uğrayan belgelerin ikinci el piyasası olduğundan borsada işlem görmeye başlamış ve yurt dışında da alınıp satılır hale gelmiştir.

1844 yılında hazine bonoları piyasaya çıkarılmış, 1854 yılında Kırım Savaşına kaynak sağlamak için çıkarılan tahviller doğrudan yurt dışında satılmıştır.

Ardından, altyapı yatırımlarını (gaz, tramvay, elektrik, tren) finanse etmek için devlet ve yabancı şirketler tarafından tahviller ihraç edilmiştir.

Yurt içinde ihraç edilen tahvillerin yanısıra yurt dışından da menkul kıymet alımının yaygınlaşması ile bu işi meslek edinen bir meslek grubu ortaya çıkmıştır. Bu işle iştigal edenler resmi olmayan bir borsa oluşturmuşlardır. Bu kişiler daha sonra dernekleşerek faaliyetlerine devam etmişlerdir. Özellikle, faizli muamele özelliği taşıyan işlemlerden Müslüman- Türklerin uzak durması sonucunda 1864'lü yıllarda, İstanbul Galata Borsasında yabancıların etkinliğinin arttığı gözlenmiştir.⁶¹

Bunun üzerine 1866 yılında Dersaadet Tahvilat Borsası kurularak faaliyete başlamıştır.

Dersaadet Tahvilat Borsasında devletin bono ve tahvil satışlarının yanısıra yabancı şirketlerin de hisse senetlerinin işlem görmesi amaçlanmıştır.

1874 yılında ise borsa işlemlerinin yasal çerçevesini ve işleyişini düzenleyen “İstanbul Esham Borsası Talimatı” adı altında bir tüzük yayınlanarak uygulamaya konulmuştur.

Hukuki altyapıyı oluşturan bu tüzükle; borsanın yönetim ve denetimi Maliye Bakanlığınca tayin edilen bir komişere bırakılmış ve 25 kişilik bir Yönetim Komitesi oluşturulmuştur. Bu tüzük, borsa üyelerini üç gruba ayırmıştır.

Yalnız kendi aralarında alım satım yapabilenleri “cober”, sadece müşteri adına işlem yapabilenleri ise “mubaayacı” ve “simsar” olarak isimlendirmiştir.

⁶⁰ Murat ÇİZAKÇA, (1999) *İslam Dünyasında ve Batıda İş Ortaklıkları Tarihi*, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul 1999, s, 158

⁶¹ CIVAN a.g.e, s. 174.

O yıllarda ülke genelinde yaşanan siyasi, mali çalkantılardan da etkilenmiş olmasına rağmen, borsa asrın sonlarına doğru Avrupa'nın en büyük borsaları arasında yerini almıştır.⁶²

1895 yılında Osmanlı Bankası müdürü Sir Edgar Wincent ve bazı azınlık mensuplarının yaptıkları manipülasyonlar sonucunda büyük yara alan borsa, üyelerinin talebine istinaden dört ay süreyle kapalı kadı.⁶³

1906 yılında Esham ve Tahvilat Borsası Tüzüğü yürürlüğe konularak, borsanın adı da Esham ve Tahvilat Borsası olarak değiştirilmiştir.

Yapılan tüzük değişikliği ile birçok yenilik yapılmıştır, bunlardan bazıları:

- Yabancıların borsaya üye olmaları engellenmiş,
- Borsa Meclisi kurularak yönetim komitesi lağvedilmiş,
- Borsa komiserinin görev ve yetkileri artırılmıştır.
- Ayrıca bankalar bankerler sanayi ve inşaat şirketleri de borsaya dâhil edilmiştir.

Birinci Cihan Harbinde alınan yenilgilerin etkisiyle borsada da büyük zararlar oluşmuş, borsa meclis üyelerinden bir kısmının isteği üzerine borsa kapatılmıştır.

Borsanın kapatılmasıyla bu işle iştigal edenlerin bir kısmı, yasal olmayan şekilde Galata çevresinde faaliyetlerini sürdürmüşlerdir.

Henüz Cumhuriyet ilan edilmeden önce Ankara hükümeti 22 Ağustos 1923 tarihinde mevcut 1906 tarihli, borsa tüzüğüne ek tüzük yayımlayarak ilk borsa reformunu gerçekleştirmiştir.

Bu kararnameyle; yabancı uyruklu kişi ve kuruluşların borsa üzerindeki olumsuz etkilerini ortadan kaldırmaya yönelik olarak; borsa üyeleri olan acente, simsar ve coberlere Türk uyruklu olma şartı getirildi. Borsa memur ve hizmetlilerinin meclisin gösterdiği adaylar arasından borsa komiserinin onayı ve Maliye Bakanlığı'nın kararı ile atanması sağlandı.⁶⁴

⁶² www.forex-borsa.com/turkiyede-borsa, (19.11.2014).

⁶³ CIVAN a.g.e, s. 176.

⁶⁴ Mehmet BEŞİRLİ, "Osmanlı'da Borsa: Dersaadet Tahvilat Borsası'ndan Esham ve Tahvilat Borsası'na Yeni Düzenleme Girişimleri", **Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, (2009) 19. Cilt, Elazığ, Sayı. 1, ss. 193

2. Cumhuriyet Dönemi

1926 yılında çıkarılan nizamnameyle “İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası” kurulmuştur.

1929 Dünya Ekonomik Krizi, birçok borsanın batmasına sebep olmuştur. Mevcut borsanın faaliyetlerini sağlıklı şekilde yürütebilmesini sağlayabilmek amacıyla 1929 yılında kabul edilen 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ve aynı yıl çıkarılan 8172 sayılı nizamname ile mevcut borsa yeniden düzenlenmiştir.

Bu düzenleme sonrasında, borsa, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adı altında çalışmasını sürdürmüştür.⁶⁵

25.02.1930 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren “Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun, sıkı kambiyo kontrolü getirdiğinden, yabancı şirketlerin menkul kıymetlerine yönelik var olan talebi azaltmış ve Avrupa borsaları ile olan işlem akıcılığını zayıflatarak, borsadaki gelişmeleri olumsuz etkilemiştir.⁶⁶

1938 yılında çıkarılan bir kararname ile İstanbul Borsası kapatılarak Ankara’ya taşınmış ve "Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası" adı ile açılarak çalışmaya başlamıştır,

Ankara’da o yıllarda; ticari ve sınai faaliyetler kısıtlı, İstanbul’a göre sermaye birikimi daha az olması ve İstanbul’a nispetle Avrupa borsalarına daha uzak olması gibi faktörlerden dolayı, beklenen sonuç elde edilememiş ve 1941 yılında borsa yeniden İstanbul’a nakledilmiştir.

1950 li yıllarda artış gösteren özel teşebbüs yatırımları, bir yandan finansman ihtiyacını artırırken diğer yandan da büyük çaplı kamu yatırımlarının yapılmasının gereğini ortaya koymuştur. Bu durum ise sermaye piyasasının önemini daha da artırmıştır.

1929 yılında çıkarılmış olan Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu’nun günün ihtiyaçlarına cevap vermekte yetersiz olduğu anlaşılmış olmasna rağmen, yapılan kanuni düzenleme çalışmaları taslak düzeyinden öteye geçememiştir.

Bu dönemde Maliye Bakanlığı tarafından “Hürriyet İstikrazı Tahvili” ve “Tasarruf Bonosu” gibi yatırım araçları ihdas edilerek piyasaya sunulmuştur.

Hürriyet İstikrazı Tahvilinin hukuki altyapısını oluşturan kanun 11.7.1960 tarihli Resmi Gazetede yayımlanmıştır. İlgili kanuna göre; Hazinesinin ihtiyaçları ile Kamu İktisadi Devlet Teşekküllerinin yatırımlarının finansmanını karşılamaya yönelik olarak çıkarılacak olan

⁶⁵ www.borsaistanbul.com/data/yayinlar/ik.pdf, s. 3 (5.10.2014)

⁶⁶ CİVAN a.g.e, s. 178.

azami 500 milyon Türk Lirası tutarındaki tahvillerin on yıldan önce paraya çevrilmemesi kararlaştırılmıştır.⁶⁷

Hürriyet İstikrazı Tahvillerinin öne çıkan özellikleri olarak: % 6 net faiz getirisine sahip olup, vergiden muaftır. Devlet tarafından teminat olarak kabul edilebilmekte ve Milli Emlak satışlarında para yerine kullanılabilir. Askeri ve sivil saymanlıklar, bankalar ve mal sandıkları kanallarıyla satışa arz edilmişlerdir.⁶⁸

1961 yılında çıkarılan 223 sayılı Yatırımlar Finansman Fonu Teşkil ve Tasarruf Bonoları İhracı Hakkında Kanun'la; tarım sanayi ve ulaştırma sahalarında yapılacak yatırımların finansmanını temin maksadıyla 10 yıl vadeli ve yıllık %4 - %7 faizli "Tasarruf Bonoları" ihdas edilmiştir.

Zorunlu olarak satışa sunulan bu bonoların, zorunlu alıcıları olarak, ilgili kanunda; gelir, kurumlar vergisi ve veraset intikal vergisi mükellefi olan gerçek ve tüzel kişiler ile Milli Piyango, Spor Toto ve diğer ikramiye geliri elde eden kişilerin vergi matrahlarının % 3'ü nispetinde olarak belirlenmiştir.⁶⁹

Yasa gereği satın alınması zorunlu bonolar Maliye Bakanlığı tarafından çıkartılmıştır. Kanuni düzenlemenin amacı bir yandan kamunun kaynak ihtiyacını temin etmek diğer taraftan ise gelir sahiplerini tasarrufa yöneltmekti.

1967 yılında çıkarılan Tasarruf Bonoları İhracı Hakkında Kanun'la; sanayi ve ulaştırma altyapısının finansmanını temin maksadıyla %4 - %7 faiz getirili ve 10 yıl vadeli olarak zorunlu tasarruf bonusu ihraç edilmiştir.⁷⁰

Maliye Bakanlığı tarafından çıkarılan bonoların mükellefleri daha önce çıkarılan zorunlu tasarruf bonolarının mükellefleri ile benzerlik arz etmektedir.

İhraç döneminin ardından ülke genelinde yaşanan ekonomik gelişmelerin etkisiyle, tasarruf bonusu sahipleri, bunları vadesinden önce düşük fiyatlardan satarak elden çıkartmaya başlamışlardı. Bu arada tasarruf bonusu ticaretiyle uğraşan bankerler oluşmuştur. Tasarruf bonusu alım satımlarını önlemek amacıyla 1969 da bir yasa çıkartıldı. Buna göre vadesi gelen tasarruf bonolarının bedelleri ödenirken, bunları nereden aldıklarını belgelendiremeyenlerden yüzde 40 oranında bir kesinti yapılyordu. Böylece tasarruf bonusu ticaretiyle ilgili bankerlik faaliyeti de sona ermiş oldu.

⁶⁷ Resmi Gazete Sayı: 10548, Tarih. 11.07.1960, s. 17.

⁶⁸ www.gecmisgazete.com/haber/vataniniza-ve-ailenize-hizmet-icin-siz-de-mutlaka-hurriyet-istikrazi-tahvil-aliniz, (05.10.2014).

⁶⁹ Resmi Gazete Sayı: 10705, Tarih. 12.01.1961, s. 715.

⁷⁰ Resmi Gazete Sayı: 12671, Tarih. 11.08.1967, s. 548.

Tasarruf bonusu sistemi Mali Denge Vergisine dönüştürülerek 1971 den itibaren tamamen kaldırılmıştır.

1974 yılında yapılan Kıbrıs Barış Harekâtı'yla ortaya çıkan kaynak ihtiyacını teminen Maliye Bakanlığı tarafından %11 faizli, on yıl vadeli, "Barış Harekâtı Borçlanma Tahvili" ihraç edilmiştir.

1977 yılında Maliye Bakanlığı tarafından %11 faizli on yıl vadeli "Savunma Borçlanması Tahvili" ihraç edilmiştir.

Kamunun, özel amaçlı ya da finansman açığını kapatabilmek için, genel amaçlı menkul kıymet ihraçları gerçekleştirmiş olduğu bu dönemde, sermaye piyasasının henüz gelişmemiş olması nedeniyle, halktan gönüllü borçlanma yaygın değildir. Bu sebeple, yasalar ile zorunlu uygulamalara gidildiği görülmektedir.

Yine, bu dönemde devletin iç borçlanma tahvillerinin, özellikle Bankalara satılmakta olduğu görülmektedir. Nitekim 1972 yılından bu yana iç borçlanma tahvillerinin yarıya yakın bir bölümü bankalar tarafından satın alınmıştır. Bunun en önemli nedeni halkın birikimlerinin yetersizliği ve halkın devlet tahvillerine karşı ilgisizliğidir.

Fakat bu ilgisizliğin en önemli nedeni, devlet tahvillerinin o yıllarda yaşanan yüksek enflasyon düzeyinin altında bir getiri sağlaması dolayısıyla menkul kıymet yatırımcılarının mali kayba (zarara) uğramaları da bir etken olarak karşımıza çıkmaktadır. Enflasyonun %60'ı aştığı dönemde resmi tahvil faiz oranının %28'lerde kalmış olması bu durumun en dikkat çekici örneğidir.

Reel gelir kaybı dolayısıyla tahvil ve mevduat sertifikası satışları ikincil piyasaya kaymış sonucunda da piyasada çok sayıda banker ortaya çıkmıştır.

Yasal boşluklardan istifade ederek borsa dışında faaliyetini sürdüren bu bankerlerin işlem hacimleri yüksek tutarlara ulaşmıştır.

11 Eylül 1981 de yayımlanan 2279 Sayılı Ödünç Para Verme İşleri Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun⁷¹ ve bu kanuna dayalı olarak çıkarılan tebliğler, bankerlerin çalışma şartlarına sınırlamalar getirince banker iflasları ortaya çıktı. Topladıkları paraları verimli şekilde plase edememeleri dolayısıyla, yaşananlar banker skandalına dönüştü.

Önceki yıllarda aile şirketi olarak kurulan, pek çok şirket de kapalı olmaktan çıkmak için 1970'li yıllarda girişimler başlattılar. Aynı yıllarda büyük holdinglerden bazıları halka

⁷¹ Resmi Gazete Sayı: 17459, Tarih. 15.09.1981, s. 643.

açılmanın avantajlarını görerek halka açılma çalışmalarını hızlandırdılar. Bu çalışmaların sonucunda çok ortaklı büyük şirketler meydana geldi.

Hatta mevcut holdinglerine ilaveten yeni yatırım holdingleri tesis ettiler. Bu konuda istismarlar yaşanmış olsa da, o dönemden bugüne başarılı pek çok halka açık şirket gelmeyi başardı.

Aynı tarihlerde görülen yurt dışına işçi akımı da Anadolu'nun çeşitli kentlerinde yurt dışında çalışan işçilerin ortaklığı ile kurulan şirketlerin kurulmasını sağlamıştır. Bu şirketlerden az sayıda olanı ticari olarak hayatiyetini devam ettirmektedir.

Bu şirketlerin çoğunda, kuruluşunda ve devamında borsada işlem görebilecek hukuki özelliklere sahip menkul kıymet ihdas edilmediğinden, ortaklık belgelerinin ikinci el piyasası çok sınırlı olarak ve de yasal sınırlarla belirlenmiş pazarın dışında ticarete konu olabilmektedir.

1973 yılında kurulan DESİYAB (Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası) daha ziyade kuruluşuna yardımcı olduğu, ya da başarısızlık halinde rehabilite ettiği şirketleri makul fiyattan halka açmak için menkul kıymet ihraç etmesi de sermaye piyasalarının gelişmesine katkı sağlamıştır.

Daha önce bazı denemeler yapılmış olmasına rağmen, ticari bankalar arasında ilk defa Türkiye İş Bankası 1974 yılında bir menkul kıymetler departmanı kurarak ciddi şekilde piyasada menkul kıymet alım satımı faaliyetinin yanısıra, ihraç aracılığı, saklama, kupon tahsili, rüçhan hakkı kullanımı gibi hizmetler de vermeğe başlamıştır.

Türkiye Sanayi Kalkınma Bankası ve ilave girişimler de o yıllarda sermaye piyasasının etkinliğine katkı sağlamışlardır.

1980'li yılların başlarında; menkul kıymetlerle ilişkili olarak; Tasarruf Bonoları tamamen piyasadan çekilmiş, banker skandalının menfi tesirlerini silme gayretleri öne çıkmıştır.

1980'li yıllarda uygulamaya konulan, liberal ekonomi politikası ve özel sektör ağırlıklı uygulamalar ile kamunun finansman ihtiyacını temin etmek ve yaşanan banker skandalı benzeri hadiselerin yeniden yaşanmasını önlemek maksadıyla, yasal düzenlemeler yapma gereği doğmuştur.

11 Eylül 1981'de yürürlüğe konulan 2520 sayılı "Para Verme İşleri Hakkında Kanun"unun ardından, 1 Şubat 1982 de yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, bu konudaki boşluğu önemli ölçüde doldurmuştur.⁷²

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunuyla başlıca şu düzenlemeler yapılmıştır:

- Sermaye Piyasası Kurulu, teşekkül ettirilmiş,
- Sermaye Piyasasında yardımcı kuruluşlar oluşturulmuş,
- Menkul Kıymetlerin halka arzı ve satışı düzenlenmiş,
- Menkul Kıymet ihraç edecek anonim ortaklıklara ilişkin düzenlemeler yapılmış,
- Denetim ve cezai sorumluluklar belirlenmiştir.

Bu dönemde, kamunun finansman açığını kapatabilmek için iki ile beş yıl arası vadelerde iç borçlanma tahvilleri ihraçları gerçekleştirilmiştir.

6 Ekim 1983 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan,91 sayılı "Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname" ile: 1929 yılında çıkarılmış bulunan Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu yürürlükten kaldırılmıştır.⁷³

1984 yılında çıkarılan Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik ile İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası'nın adı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na dönüştürülmüştür.⁷⁴

Yasal altyapısı önemli değişikliğe uğrayıp yeniden şekillenen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 2 Ocak 1986 tarihinde ilk seansını gerçekleştirerek faaliyetine başlamıştır. İlk seanstaki portföyü 40 şirketten oluşmakta idi.⁷⁵

1989 yılına kadar düşük seviyede seyreden işlem hacmi, 1990 yılında, yüksek tutarlı özelleştirmelerin borsa yoluyla halka arz edilmesi, yabancıların hisse alımına başlamaları altın, döviz ve mevduat cephesinde görülen durgunluğun da etkisiyle, bir önceki yıla göre % 783 artarak önemli sıçrama gerçekleştirmiştir.

24 Kasım 1994'de hisse senetlerinin işlemlerinde kullanılmakta olan tahta sisteminin yerine elektronik ortamda alım satım yapılabilecek sisteme geçilmiştir.

Bu yenilikle; hızlı ve yaygın işlem imkânı sağlanarak daha fazla kişi ve kuruluşun borsaya erişim imkânı sağlandığından, borsaya olan ilgi de artmıştır.

⁷² Resmi Gazete Sayı: 17416, Tarih. 30.07.1981, s. 356.

⁷³ Resmi Gazete Sayı: 18183, Tarih. 06.10.1983, s. 1247.

⁷⁴ Resmi Gazete Sayı: 18537, Tarih. 06.10.1984.

⁷⁵ www.forex-borsa.com/turkiyede-borsa, (19.11.2014).

2012 yılında yürürlüğe konulan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'yla, sermaye piyasalarında köklü değişiklikler yapılmıştır.⁷⁶

2008 küresel krizin meydana gelmesinde müessir olan faktörlerden birisi olarak, kontrolsüz menkul kıymetleştirmelerin ön plana çıkması da dikkate alınarak; muhtemel risklerin ortadan kaldırılması ve İstanbul'un dünya finans merkezlerinden birisi olması hedefinin gerçekleştirilmesi, maksatlarının da tahakkuku için 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunuyla köklü değişiklikler yapılmıştır.

Bunlardan bazıları şunlardır:

- Borsa İstanbul A.Ş. kurulmuştur,
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın tüzel kişiliğine son verilmiştir,
- İstanbul Altın Borsası'nın tüzel kişiliğine son verilmiştir,
- 1981 tarihli 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu yürürlükten kaldırılmıştır,
- 1983 tarihli,91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname yürürlükten kaldırılmıştır.
- Borsa İstanbul, esas sözleşmesinin Sermaye Piyasası Kurulu'nca hazırlanıp ilgili Bakanın onayı sonrasında 3 Nisan 2013 tarihinde tescil ve ilan edilmesiyle faaliyet izni almıştır.
- Yürürlüğe konulan kanuna istinaden; başta, Borsalar ve Piyasa İşleticilerinin Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik⁷⁷ çıkarılmıştır,
- Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği gibi birçok yönetmelik yayımlanarak yürürlüğe konulmuştur.⁷⁸

Mevcut faaliyetlere ilaveten Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, 7 Haziran 2013 tarihinde yayımlanan Kira Sertifikaları Tebliği'yle "sukuk" uygulamalarının hukuki altyapısı sağlanmıştır.⁷⁹

Ayrıca, bu dönemde faaliyet göstermekte olan Katılım Bankaları, Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Bizim Menkul Değerler A.Ş. ve Borsa İstanbul A.Ş.'nin işbirliği ile Katılım Endeksi hesaplaması başlatılmıştır.

⁷⁶ Resmi Gazete Sayı: 28513, Tarih. 30.12.2012.

⁷⁷ Resmi Gazete Sayı: 28712, Tarih. 19.07.2013.

⁷⁸ Resmi Gazete Sayı: 29150, Tarih. 19.10.2014.

⁷⁹ Resmi Gazete Sayı: 28670, Tarih. 07.07.2013.

İlk hesaplaması 09.07.2014 tarihinde yapılan Katılım Endeksi'ne dâhil olabilecek hisse sahibi şirketlerin belirlenmesinde:

Faaliyet alanı;

- 1) Faize dayalı finans, ticaret, hizmet, aracılık,
- 2) Alkollü içecek, kumar, şans oyunu,
- 3) Domuz eti ve benzer gıda,
- 4) Turizm, eğlence, basın, yayın, reklam,
- 5) Tütün mamulleri, silah,
- 6) Vadeli altın, gümüş ve döviz ticareti,

Olmayan şirket olmalarına dikkat edilmektedir.

Belirlenmiş danışma kurulunun nezaretinde müracaatlar değerlendirilmekte kriterlere uyanlar endekse dâhil edilmektedir.

Katılım Endeksi, İslâmi prensiplere uygun faaliyette bulunan şirketlerin çıkarmış olduğu menkul kıymetlere yatırım yapma hassasiyetini taşıyan bireysel ya da kurumsal müşterilere hizmet vermeyi gaye edinmektedir.

Katılım endeksine dâhil olan şirketlerin, Ağustos 2014 verilerine göre piyasa değerleri toplamı, BİST 100'ün %3'ü, BİST SINAİ'nin ise %10,3'ü civarındadır ki bu durum, katılımcıların sanayi ağırlıkta şirketler olduğunu göstermektedir.⁸⁰

Yapılan düzenlemeler ve ülke ekonomisinin gelişmesi paralelinde ülkemizde faaliyet gösteren Borsa İstanbul A.Ş. bünyesinde; 2014 yılı Eylül ayı verilerine göre, piyasa değerleri toplamı 196 milyar Amerikan Doları olan 416 şirket faaliyet göstermektedir. Şirket sayısının 1000 adet olması hedeflenmektedir.⁸¹

⁸⁰ http://www.katilimendeksi.org/content/userfiles/files/keMP_sunum.pdf, (22.11.2014).

⁸¹ <http://piyasarehberi.org/piyasa/118-dunya-borsalari>, (22.11.2014).

Tablo: 1: Yıllara Göre İMKB /BİST'te İşlem Gören Şirket Sayıları (ADET)

Yıllar	Şirket Sayısı	Borsada İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değerleri Toplamının GSYH'ya Oranı %	GSYH'nın %'si Olarak İMKB Hisse Senedi Piyasası Toplam İşlem Hacmi (A)	İMKB Tahvil Ve Bono Piyasası Ve Borsa Dışı Sabit Getirili Menkul Kıymet Toplam İşlem Hacimlerinin GSYH'ya Oranı (1995-2010) (B)
1986	80	1,03	0,01	
1990	110	10,45	2,90	
1991	134	9,32	4,20	
1992	145	5,77	3,84	
1993	160	20,51	9,60	
1994	176	16,08	12,53	
1995	205	12,12	22,76	2,57
1996	228	16,49	15,31	4,32
1997	258	32,65	23,92	6,04
1998	277	15,12	25,78	6,75
1999	285	58,45	35,28	9,37
2000	315	28,02	66,81	12,29
2001	310	28,56	38,76	7,76
2002	288	16,08	30,33	3,94
2003	285	21,13	32,25	3,96
2004	297	23,71	37,28	4,57
2005	304	33,64	41,60	4,50
2006	316	30,33	42,74	4,78
2007	319	39,84	45,99	4,36
2008	317	19,15	34,99	4,17
2009	315	36,82	49,82	4,33
2010	331	42,76	57,52	3,78

Kaynak: SERPAM, (Aralık 2011), Küresel Rekabette İMKB'nin Yapısal Konumlaması ve Alternatif Modeller,⁸².

⁸² SERPAM, (Aralık 2011), Küresel Rekabette İMKB'nin Yapısal Konumlaması ve Alternatif Modeller
İstanbul Üniversitesi Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi, ss. 25 - 30

Borsa İstanbul, 2010 yılı verilerine göre; Dünya Borsalar Federasyonu (WFE)'na kayıtlı 52 borsa arasında, işlem gören şirket sayısı itibarıyla 29-30 sıra aralığında, piyasa değeri olarak 28-30 sıra aralığında, işlem hacmi olarak da 19-20 sıra aralığında yer almaktadır.⁸³

WFE, Eylül 2014 verilerine göre, dünya borsalarında piyasa değerleri toplamı 63 trilyon Amerikan Doları olan 44.000 adet şirket işlem görmektedir.

Borsaya kote şirket sayısı bakımından 5.477 adet şirketle birinci sırada Hindistan Bombay Borsası yer almaktadır. O'nu 3774 şirketle Toronto Borsası ve 3429 şirketle Tokyo Borsası takip etmektedir.

Piyasa değerleri açısından New York Borsası 19 trilyon Amerikan Doları piyasa değeriyle ilk sırada yer almaktadır. New York Borsasında işlem gören şirket sayısı 2.429 adettir. Ayrıca ABD de faaliyet gösteren Nasdaq Borsasının piyasa değeri ise 6 trilyon Amerikan Dolarıdır ki; A.B.D. Borsalarının toplam değeri 25 trilyon Amerikan dolarına ulaşmaktadır. Bu da dünya borsa değerleri toplamı olan 63 trilyon Amerikan Doları'nın %40'ına tekabül etmektedir.

A.B.D. borsalarını 4,5 trilyon Amerikan Doları ile Tokyo Borsası, 4,4 trilyon Amerikan Doları ile Londra Borsası takip etmektedir.

Yıllık gerçekleşen işlem hacmi itibarıyla da dünya borsaları toplam işlem hacmi olan 60 trilyon Amerikan Doları'nın yaklaşık %42'sini ABD borsaları gerçekleştirmektedir. Onları %16 ile Çin (Shenzen ve Shanghai) Borsaları ve %8 ile Tokyo Borsası takip etmektedir.⁸⁴

⁸³ <http://piyasarehberi.org/piyasa/118-dunya-borsalari>, (22.11.2014).

⁸⁴ <http://piyasarehberi.org/piyasa/118-dunya-borsalari>, (22.11.2014).

Tablo 2: 1990-2010 Yılları Arasında İMKB'nin Dünya Borsaları Arasındaki Sıralaması

Yıllar	Borsa Sayısı	İMKB SIRA (İşlem Hacmine Göre)	İMKB (İşlem Gören Şirket Sayılarına Göre)	İMKB (Piyasa Değerine Göre)
1990	33	26	32	25
1991	35	25	30	27
1992	35	28	31	34
1993	38	26	31	27
1994	38	26	30	34
1995	40	22	28	35
1996	40	25	27	35
1997	40	21	23	25
1998	42	19	22	34
1999	42	21	21	23
2000	45	21	21	26
2001	48	24	26	31
2002	49	24	29	36
2003	50	26	27	36
2004	52	22	30	32
2005	54	22	31	29
2006	56	26	32	34
2007	56	27	33	28
2008	56	27	33	31
2009	54	21	31	27
2010	52	19	29	28

Kaynak: SERPAM, (Aralık 2011), Küresel Rekabette İMKB'nin Yapısal Konumlaması ve Alternatif Modeller, ⁸⁵

⁸⁵ SERPAM, a.g.m. ss,35-37-41

H. MENKUL KIYMETLEŞTİRME'NİN GÜÇLÜ VE ZAYIF YÖNLERİ

1, Güçlü Yönleri:

Menkul kıymetleştirme sayesinde;

- Yatırımcılar, alternatif yatırım araçlarına göre yüksek bir getiri kazanma imkânı sağlayabilmektedirler.

- Hisse senedi türü menkul kıymet ihraçlarında, ihraç edenlerin yabancı kaynak ihtiyacını azaltarak/ortadan kaldırarak finansman giderlerini azaltmaktadır.

Firmaların sermaye yapılarını güçlendirerek finansal kaldıraç oranlarını ve likidite rasyolarını güçlendirmektedir.

Diğer yabancı kaynaklara nispeten daha düşük maliyetli ve daha uzun vadeli fon kaynağı sağlanmaktadır.

2, Zayıf Yönleri:

- Büyük ölçekli yapılanma gerektirdiğinden küçük ve orta ölçekli işlemler için uygun olmadıklarından bu tür işletmeler aleyhine haksız rekabet oluşturabilmektedirler,

- Kredi piyasasının denetim ve gözetim etkinliğini azaltmaktadırlar,

- Merkez Bankası'nın para ve kredi kontrolünü zorlaştırabilmektedir,

- Ekonomideki kredi stoklarını aşırı yükselmesine sebebiyet verebilmekte,

- Ülke genelinde sağlıklı finansal raporlamayı zorlaştırmaktadır,

- Ahlaki (moral değer) tehlike ve ters seçim sorununa neden olmak gibi dezavantajlara da sahiptir.⁸⁶

Bu dezavantajları 2008 küresel kriziyle birlikte daha müşahhas şekilde görülebilir hale gelmiştir.

⁸⁶ ALPTEKİN, a.g.e. s. 13.

I. MENKUL KIYMET ÇEŞİTLERİ

Türkiye'de ihraç edilen menkul kıymetlerin başlıcaları şunlardır:

1, Hisse Senetleri: Anonim şirketlerin ihraç ettikleri, anonim ortaklık sermaye payını temsil eden kıymetli evrak niteliğine sahip senettir.

Anonim şirketlerin yanısıra sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler de hisse senedi çıkarabilmekte ancak bunlar halka arz yoluyla satılamamaktadır (SPK, md.4)⁸⁷.

Hisse senetleri sağladıkları haklar ve devir ve dolaşım özellikleri itibarıyla farklı özelliklere sahip olabilmektedirler.

Nama ve hamiline düzenlenebilirler.

Esas sözleşmede hüküm bulunması şartıyla sahiplerine diğer ortaklardan farklı ayrıcalıklar sağlayan imtiyazlı hisse senedi çıkarılabilir.

Hisse senedi ihraç edebilecek kuruluşlar şunlardır:

- Anonim şirketler,
- Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler,
- Özel kanunla kurulmuş bulunan kurumlar; TCMB, Sigorta şirketleri, anonim şirket şeklinde kurulmuş bulunan kamu iktisadi devlet teşekkülleri, bağlı ortaklıklar, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar...

2, Tahviller: TTK md. 420'ye göre anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine "tahvil" denir. Anonim şirketlere uzun vadeli borçlanma imkanı sağlayan, yatırımcısının sabit getiri elde ettiği menkul kıymetlerdir.

Kanuni düzenleme ile anonim şirketlerin çıkaracakları tahvil miktarı, "ödenmiş ve tahvil ihracı esnasında mevcudiyeti anlaşılan sermaye" ile sınırlıdır. (TTK md. 422)⁸⁸

Tahvil yatırımcısına, şirket yönetimine katılma hakkı vermediği gibi, şirketin kâr ve zarar riskine katlanmaz, vade sonunda ihracı ile yatırımcı arasındaki hukuki ilişki sona erer.

Tahviller de değişik tasniflere tabi tutulurlar;

- Nama ve hamiline yazılı tahviller,
- Sabit ve değişken faizli tahviller,

⁸⁷ Resmi Gazete Sayı: 28670, Tarih. 07.06.2013.

⁸⁸ Resmi Gazete Sayı: 27846, Tarih. 14.02.2011.

- Devlet tahvilleri (364 gün ve daha uzun vadeli olan DİBS) ve özel sektör tahvilleri,
- Başabaş (nominal değeri üzerinden ihraç edilen), primli (nominal değerinden yüksek değerde ihraç edilen), iskontolu (nominal değerinin altında bir değerle ihraç edilen) tahviller,
- Garantili (banka ya da holding garantili), garantisiz tahviller...

3, Finansman Bonosu: Vadesi 30 ila 364 gün aralığında olan, ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip ihraç ettikleri nominal değerinin vade tarihinde yatırımcıya geri ödenmesini taahhüt eden menkul kıymettir.

Finansman bonoları, ihraççı tarafından belirlenen vadeye uygun iskonto oranı ile iskonto edilerek bulunan fiyat üzerinden satılırlar.

4, Banka Bonosu: Bankaların sermaye piyasasından borç temin maksadıyla, SPK'nın ilgili tebliğinde belirlenen hükümlere uygun olarak, borçlu sıfatıyla düzenleyip, iskonto esasına göre sattıkları menkul kıymettir.

Halka arz edilecek olan banka bonolarının vadesi 60 günden az 1 yıldan fazla, tahsisli satılacak banka bonolarının vadesi ise; 15 günden az 1 yıldan fazla olamaz

İhraç edilmiş olan banka bonoları ikinci el piyasalarda ihraççı banka tarafından da alınıp satılabilirler. (SPK'nın Seri: II, No:22 sayılı)⁸⁹

5, Gelir Ortaklığı Senetleri: 2983 sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun'un 3'üncü maddesinde, "Gelir Ortaklığı Senedi; Kamu kurum ve kuruluşlarına (Kamu İktisadi Kuruluşları ve İktisadi Devlet Teşekkülleri dâhil) ait altyapı tesislerinin gelirlerine hakiki ve hükmi şahısların ortak olması için çıkarılacak senetler" olarak tanımlanmıştır.⁹⁰

Sermaye Piyasası ile ilgili mevzuatta düzenlenmeyen, Gelir Ortaklığı Senetleri esasında kamu borçlanması aracı niteliğindedir.⁹¹

Gelir ortaklığı senetleri, köprü, baraj, elektrik santrali, telekomünikasyon sistemleri ile sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları, karayolu, demiryolu ve benzerlerinden kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanların gelirlerine, gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılan senetlerdir.

⁸⁹ Resmi Gazete Sayı: 28691, Tarih. 28.06.2013.

⁹⁰ Resmi Gazete Sayı: 18344, Tarih. 17.03.1984.

⁹¹ MAZGİT, a.g.e s. 110.

Gelir ortaklığı senetleri, hukuki statüsü itibarıyla adındaki "ortaklık" ibaresine rağmen, "menfaat sağlayan bir karz akdidir ve caiz değildir"⁹² Yani faizli tahvil özelliği taşımaktadır. İstenildiği an paraya çevrilebilir, Genellikle üç veya beş yıl vadeli olarak çıkarılırlar ve ilk beş yıl boyunca vergiden muaf tutulmuştur.⁹³

GES'lerin ihracındaki temel amaç;

- Altyapı yatırımlarına devlet bütçesi dışında kaynak sağlamak,
- Küçük küpürler halinde yeni bir ürün çıkararak, sermaye piyasasının büyümesi ve yaygınlaşmasına katkıda bulunmak şeklinde özetlenebilir.

6, Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu: Kamunun kaynak ihtiyacının giderilmesi için Hazine Müsteşarlığı tarafından, dönemsel faiz getirecek şekilde ihraç edilen, vadesi bir yıldan uzun (364 gün ve daha uzun) vadeli borçlanma araçlarına devlet tahvili denir.

Yine hazine tarafından ihraç edilen vadesi bir yıldan daha kısa vadeli borçlanma senedine ise hazine bonusu denilmektedir. Hazine bonoları kuponsuz olup, itfa gününde anapara ile birlikte getirisi de ödenmektedir.

Her iki borçlanma senedine birlikte Devlert İç Borçlanma Senedi (DİBS) denilmektedir.

DİBS'lerin genel özellikleri olarak:

- Türk Lirası veya döviz cinsinden ya da dövize endeksli olarak ihraç edilebilmektedirler,
- Kamunun kaynak ihtiyacını karşılamanın yanısıra, para politikası aracı olarak da kullanılabilirler.
- Vadelerinden önce nakde çevrilmezler, ancak vade tarihinde itfa edilirler,
- İkinci el piyasalarda alınıp satılırlar.

7, Gelire Endeksli Senetler: Kamu borçlanmasını temin maksadıyla ihraç edilen GES'ler esas itibarıyla Sermaye Piyasası mevzuatı kapsamında olmayıp, GES'ler ile Devlet gelirleriyle ilişkilendirilen bir yatırım aracı meydana getirilmiş olmaktadır.

İlk ihracı, 28 Ocak 2009 tarihinde gerçekleşmiş olan GES'lerin gelirleri, Kamu İktisadi Teşebbüsü statüsündeki Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı (TPAO), Devlet Malzeme Ofisi (DMO), Devlet Hava Meydanları İşletmeleri (DHMI) ve Kıyı Emniyeti Genel Müdürlüğü'nden (KIYEM) bütçeye aktarılan hâsılat paylarına endekslenmiştir

⁹² BEKİ, a.g.e, s, 280-281

⁹³ Resmi Gazete Sayı: 18344, Tarih. 17.03.1984,

Söz konusu senetlerin getirilerine ilişkin ödemelerin hesaplanmasında TPAO, DMO, DHMİ ve KIYEM tarafından bütçeye aktarılan üç aylık ve altı aylık hâsılat paylarının toplamı esas alınmaktadır.⁹⁴

İhraç edilme amaçları olarak:

- Kamunun kaynak ihtiyacının temini,
- Devlet İç Borçlanma Senetlerinin çeşitlendirilmesi,
- Yatırımcı tabanının genişletilmesi,
- Yurtiçi tasarrufların artırılması sayılabilir.

Dönemsel kupon ödemeli bu senetler özellikle faiz hassasiyeti olan tasarruf sahiplerinin tasarruflarını da menkul kıymet yatırıma dönüştürmeyi amaçlamış olmasına rağmen, GES lerin getirisini, faiz cephesinden kritik eden İslâm hukukçuları “Gelire endeksli senet (GES) olduğu sürece bu senetler de "devlet tahvili gibidir. Gelir ortaklığı senedi (GOS) haline gelmedikçe bunların geliri de faizdir.” Şeklinde görüş bildirmektedir.⁹⁵

8, Diğer Menkul Kıymetler:

- Sukuk (kira sertifikası)
- Geçici ilmühaberler,
- Yeni pay alma kuponları,
- Hisse senedine dönüştürülebilir tahvilleri (HDT),
- Değiştirilebilir tahvilleri (DET),
- Tahvil faiz kuponları,
- Katılma intifa senetleri,
- Kar ve zarar ortaklığı belgeleri,
- Kıymetli maden bonoları,
- Varlığa ve ipotēğe dayalı menkul kıymetler,
- Teminatlı menkul kıymetler,
- Borsa yatırım fonu katılma belgeleri,

⁹⁴ <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/borclanma-araclari>, (21.02.2015)

⁹⁵ <http://www.hayrettinkaraman.net/makale/0850.htm>, (21.02.2015)

- A tipi yatırım fonu katılma belgeleri,
- Ortaklık varantları,
- Kira sertifikaları sayılabilir.

J. İSLÂMDA MENKUL KIYMET

İslami edebiyatta menkul kıymetlere “el-Evraku’l Maliye” denilmektedir.⁹⁶

İslâmın ilk dönemlerinden itibaren, menkul kıymetleştirme faaliyetlerine kısmi de olsa rastlanılmaktadır.

Miladi 639 yılında yaşanan kuraklık sonucu Hicaz bölgesine dışarıdan temel ihtiyaç malları gönderilmiş bu mallar Câr limanında depolanmıştır. Devlet yetkililerince farklı değerlerde düzenlenen mühürlü istihkak belgeleri (sak) ihtiyaç sahiplerine dağıtılmıştır. Bazı hak sahipleri istihkaklarını çekmek yerine ellerindeki belgeleri tüccara piyasa fiyatından satmışlardır.

Tüccarların sak ticaretini artırmasıyla, liman asli faaliyetinin yanısıra adeta borsaya dönüşmüştür.

Tüccarlardan Hâkim b. Hizâm’ın bu şekilde 100.000 dirhemlik işlem yaparak yüzde yüz kâr elde ettiğini, Halife Hz. Ömer bundan haberdar olunca, bu muamelelerin tamamını iptal edip paraları hak sahiplerine dağıtması gerektiğini emretmiştir. Ancak kaynaklarda Halifenin malı kabzetmeden* satma saydığı bu tür işlemleri yasaklayan bir genelgesine kayıtlarda rastlanılmamıştır.⁹⁷

Mademki böyle bir genelgesi yok o zaman bu işlemin iptalini istemesi muamelenin kendisiyle alakalı olmayıp, içinde bulunulan durumla yani kuraklıktan oluşan temel ihtiyaç maddelerinin kıtlığı ve yapılan muameleler sonucu ihtiyaç mallarının pahalılaşmasının önüne geçmek şeklinde bir tedbir olarak mütalaa edilebilir.

Sak’ların alınıp satılması Muaviye (Hilafeti: H: 41-60)⁹⁸ halifeliği döneminde de devam etmiş olmalı ki o dönem Hicaz valiliği yapan Mervan b. Hakem’e şikayetde bulunularak

⁹⁶ BEKİ a.g.e. s, 268

* : Kabz; birşeye malik olmak, mülkiyetini ele geçirmek, bir varlığa hâkim olmak, üzerinde tasarruf imkânı elde etmektir. Kaynak; Hammâd a.g.e. s, 195

⁹⁷ Cengiz KALLEK “Sak” T.D.V. **İslam Ansiklopedisi**, I - XLIV, C. 35, İstanbul, 1993, ss. 584- 586

⁹⁸ Mahmud ŞAKİR, **Hizâm’dan Bugüne İslam Tarihi**, çev. Ferit AYDIN Kahraman Yayınları İstanbul, 1993 s,143

malların kabzedilmeden satışına sebebiyet verdiği için sak ticaretinin yasaklanması istenmiş vali de sakları toplatarak hak sahiplerine iade etmiştir.⁹⁹

Abdülmelik b. Mervan'ın (Hilafeti: H: 73-86)¹⁰⁰ halifelik dönemine kadar sak ticareti kesintiye uğramış bu dönemde tekrar işlemlere konu olmaya başlamıştır.¹⁰¹

Osmanlı İmparatorluğu döneminde devlet hazinesinden veya vakıflardan aylık ya da tahsisat alanların (bu tür gelirler aylık olarak veriliyorsa câmekkiye, altı aylık veya yıllık olarak veriliyorsa buna da atâ denilmektedir) bu gelirlerini elde etmeden önce başkalarına satmaları söz konusu edilmiştir. Bu tür hakların başkalarına satışı İslâm hukukçuları arasında meşruiyet tartışmasına sebep olmuştur. 1878 yılında alınan resmi kararlar, bu tür hakların devredilebileceği resmiyet kazanmıştır.¹⁰²

Modern manada alım satım konu olan menkul kıymetlerden; genel olarak hisse senetleri, sukuklar ve faizli muamale ihtiva etmeyen diğer ürünler İslâm hukuku açısından meşru kabul edilmiştir.

Hisse senetleri ortaklık hakkı sağladığından ve faiz taahhüdü içermediğinden meşru görülmekte fakat hisse senedini arz eden şirketin asli faaliyet olarak İslâmi prensiplere aykırı işlem yapması durumunda bu şirkete ait hisse senetlerinin de alım satımı meşru kabul edilmemektedir.

Bunun yanısıra, menkul kıymet borsalarında rastlanılan; hileli işlem, asimetrik bilgi temelli kazanç, spekülâtif davranışlar da meşru kazanç olarak kabul edilmemektedir.

İslâmi Finansal Kuruluşlar İçin Muhasebe ve Denetleme Organizasyonu- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions- (AAOIFI), belirlemiş olduğu 21 nolu standartla; asli faaliyeti; faiz ve İslâma göre meşru olmayan faaliyetlerden oluşmayan şirketlerin hisse senetlerinin alım satımının caiz olduğu,

Faizli tahvil ve bono ihracının ve bunların alım satımının caiz olmadığı karar altına alınmıştır.¹⁰³

Yine aynı kuruluşun belirlemiş olduğu 17 nolu standartla; elde edilecek arz gelirini, İslam hukukunun onayladığı herhangi bir meşru akde dayalı olarak işletmek ve yatırımlarda kullanmak maksadıyla yatırım sertifikaları ihraç etmek caizdir. Bu maksadın

⁹⁹ KALLEK, a.g.m. ss. 584 -586

¹⁰⁰ ŞAKİR a.g.e, s, 267-268

¹⁰¹ KALLEK, a.g.m. ss. 584 -586

¹⁰² AKGÜNDÜZ, a.g.m, ss. 45-46

¹⁰³ AAOIFI a.g.e. , s. 439

gerçekleşebilmesi için; mevcut mal, menfaat ve hizmet halindeki varlıklar menkulleştirilebilirler.¹⁰⁴

Bu genel ilkeleri belirlenmiş çerçevede olarak: Türkiye’de faaliyet göstermekte olan katılım bankalarının desteği, Katılım Bankaları Birliğinin danışmanlığında, endeks hesaplayıcısı olarak da Borsa İstanbul A.Ş.’nin hesaplamalar yaptığı, katılım endeksi de AAOIFI tarafından belirlenen standartlara yakın şekilde veriler esas alınarak hesaplanmaktadır.

Söz konusu Katılım Endeksi hesaplaması, 2011 yılından itibaren yapılmaktadır.

İlk hesaplanan büyük çaplı ve uluslar arası kabul gören İslâmi endeks, DJIM olarak kısaltılan Dow Jones İslami Piyasa Endeksleri (Dow Jones Islamic Market Indexes)dir.

1999 yılından bu yana endeks hesaplaması yapılmakta olup, hesaplamada iki basamaklı filitreleme sistemi uygulanmaktadır.

Bunlardan birincisi, şeriata uygun olmayan sektörlerde faaliyet gösteren şirketler elenmekte, birinci aşamadan geçen şirketler ikinci aşamaya tabi tutulmakta burada da şirketlerin finansal tabloları faize dayalı filitrelemeye tabi tutulmakta ve belirlenen oranların üzerinde faiz ilişkisi olan şirketler elenmektedir. Faize ilişkin rasyo filitrelemesinde kullanılan ölçütler DJIM şer’i danışma kurulunca belirlenmektedir. Filtreleme işlemi belli zaman aralıklarıyla tekrarlanmaktadır.¹⁰⁵

Bunların dışında, Standart & Poor’s, Global GCC gibi çeşitli kurumlar da İslâmi endeks çalışması yapmaktadırlar.

Mevcut menkul kıymetlere ilave olarak; İslâm hukukuna uygun davranmak isteyen tasarruf sahipleri ile sermayeye ihtiyacı olan müteşebbislerin ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik olarak, son yıllarda geliştirilerek ihraç edilen sukuk (kira sertifikası), hem İslâmi çevrelerde hem de uluslara arası finans çevrelerinde yakın alaka görmektedir.

K. MENKUL KIYMETLERDE DEĞER:

Menkul kıymetlerin genel olarak üç ayrı değeri vardır.

1, Nominal Değer: Menkul kıymetin üzerinde yazılı değerdir. Bu değer sabit olup, hiçbir zaman değişmez. Muhasebe kayıtlarına ve itfa planına esas teşkil eder.

Vade sonunda, borçlanma özelliğinde olan menkul kıymet yatırımcılarına ödenecek olan itfa değeridir.

¹⁰⁴ AAOIFI, a.g.e, s. 375

¹⁰⁵ YANPAR, a.g.e ss. 190 - 191

2, İhraç Değeri: Menkul kıymetin ihraççı tarafından, yatırımcıya satıldığı değerdir. Primli ya da iskontolu tahvil ihracında nominal değerinden farklı fiyatla tahvilin satılması, hisse senedinin ilk ihracında nominal değerinden farklı fiyatla arz edilmesi gibi.

3, Piyasa Değeri: Arz talep dengesine göre oluşan fiyattır.

Bunların dışında menkul kıymetin özelliği gereği olarak ilave değerlemeler de olabilmektedir.

Misalen; hisse senetlerinin bir de borsa değeri sözkonusudur.

L. MENKUL KIYMETLERLE İLGİLİ HUKUKİ DÜZENLEMELER:

Menkul kıymetlere ilişkin düzenlemeler,

- 1) Genel olarak 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu¹⁰⁶ ve adı geçen kanuna istinaden çıkarılan tüzük, yönetmelik ve tebliğlerle düzenlenmiştir.
- 2) Ayrıca kamu tarafından borçlanma maksadıyla çıkarılan menkul kıymetlere ilişkin düzenlemeler, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun¹⁰⁷ ve bu kanuna dayalı olarak çıkarılan tüzük yönetmelik ve tebliğlerle yapılmıştır.
- 3) 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu¹⁰⁸ ve bu kanuna dayalı olarak çıkarılan tüzük, yönetmelik ve tebliğlerin ilgili maddeleri de menkul kıymetlere ilişkin düzenlemeler yapmaktadır.
- 4) Bunlara ilaveten, Kurumlar vergisi, gelir vergisi, medeni kanun ve türk ceza kanununda da doğrudan ya da dolaylı düzenleyici hükümler bulunmaktadır.

M. MENKUL KIYMETLERLE İLGİLİ ULUSLAR ARASI KURUM VE KURULUŞLAR:

Menkul kıymetlerin yaygınlaşmasını ve etkinliğini artırabilmek için; menkul kıymet pazarı (borsa) oluşturabilen ülkeler, düzenleyici ve denetleyici mekanizmalar kurarak muhtemel riskleri asgariye indirmeye çalışmaktadırlar.

Ülkemizde Borsa İstanbul'un yanısıra, Sermaye Piyasası Kurumu, Takasbank, Kamuyu Aydınlatma Platformu, Merkezi Kayıt Kurumu gibi müesseseler doğrudan ya da dolaylı olarak menkul kıymetler piyasası için hizmet sunmaktadırlar.

¹⁰⁶ Resmi Gazete Sayı: 28513, Tarih. 30.12.2012.

¹⁰⁷ Resmi Gazete Sayı: 24721, Tarih. 09.04.2002.

¹⁰⁸ Resmi Gazete Sayı: 27846, Tarih. 14.02.2011.

Ülke düzeyindeki bu kurum ve kuruluşlara ilave olarak uluslararası işlemlere açık, akredidasyonu muteber sayılan ve işlem hacmi yüksek (New York Menkul Kıymetler Borsası, Londra Menkul Kıymetler Borsası, Tokyo Menkul Kıymetler Borsası...) borsaların yanısıra, bölgesel veya küresel düzeyde etkinliğe sahip kurum ve kuruluşlar da bulunmaktadır.

Bunlardan bazıları:

1, Uluslararası Menkul Kıymet Hizmetleri Birliği (ISSA-International Securities Services Association):

1979 yılında Citibank, Deutsche Bank ve UBS önderliğinde kurulmuştur.

Faaliyetleri:

- ISSA menkul kıymet hizmetleri sektöründeki gelişmenin ve şeffaflığın artırılmasının teşvik etmekte,
- Sektör katılımcıları arasında işbirliğine yönelik olarak iletişim kanallarının oluşmasını sağlamaya çalışmakta,
- Sektör katılımcılarının ve yatırımcı kitlesinin profesyonel bilgi düzeyinin artırılmasına yönelik çalışmalar yapmakta,
- Finans sektörü kurumları ile ortak çalışmaları için altyapı hazırlamaktadır.

2, Ulusal Numaralandırma Kuruluşları Birliği (ANNA-Association of National Numbering Agencies)

Dünya genelinde ülkelerin numaralandırma kuruluşlarının üye olduğu uluslararası bir organizasyondur. Ülkelerinde menkul kıymetlere ISIN* kodu tahsis etmekle görevli ulusal numaralandırma kuruluşları bu organizasyonun üyesi olabilmektedir.

Ülkemizin ulusal numaralandırma kuruluşu olan Takasbank 1995 yılından bu yana Ulusal Numaralandırma Kuruluşları Birliği'nin aktif bir üyesidir. Bu veri tabanı, dünya çapındaki en büyük ISIN veri tabanı olarak uluslararası finans piyasaları için değerli bir kaynak durumundadır.

* ISIN: Uluslararası Menkul Kıymet Kimlik Numarası

3, İslam Konferansı Organizasyonu (OIC-Organization of Islamic Conference Member States' Exchanges Forum) Üye Ülkelerin Borsaları Forumu:

2005 yılında kurulan "İslam Konferansı Organizasyonu'na Üye Ülkelerin Borsaları Forumu'nun temel amacı, OIC ülkelerinde faaliyet gösteren borsalar arasında işbirliğini teşvik etmektir. Bu asli fonksiyonuna ilaveten, üye ülkelerin sermaye piyasalarının geliştirilmesi çerçevesinde; sermaye piyasalarında hizmet veren takas ve saklama kurumlarının işbirliğine yönelik olarak aralarında çeşitli konularda çalışmalar yapmak üzere bünyesinde çalışma grupları oluşturulmuştur.

4, Avrupa Merkezi Saklamacılar Birliği (ECSDA-European Central Securities Depositories Association-ECSDA)

Merkezi takas ve saklama kuruluşları arasında ortak projeler oluşturulması amacıyla kurulmuş bir birliktir.

Avrupa Merkezi Saklamacılar Birliği'nin ana amacı, Avrupa ülkelerinde ihraççıların, yatırımcıların ve diğer piyasa katılımcılarının menfaatleri doğrultusunda saklama, ön takas ve takas ile ilgili nakit hareketlerinde riskin azaltılması ve etkinliğin artırılabilmesi için; teknik, ekonomik, finansal ve yasal düzenlemeler konusunda danışmanlık etmek ve çözümler sunmaktır.

Takasbank 2006 yılında ECSDA üyesi olmuştur.

5, Avrasya Borsalar Federasyonu (FEAS-Federation of Euro-Asian Stock Exchanges)

Mayıs 1995 tarihinde 12 kurucu üye ile kurulan Avrasya Borsalar Federasyonu, Avrasya bölgesinde faaliyet gösteren ülkelerin sermaye piyasalarını daha etkin ve güvenilir bir yapıya kavuşturacak mekanizmaların kurulmasını sağlamak ve sınır ötesi işlemleri teşvik etmek amacıyla kurulmuştur.

Takasbank, FEAS'a bağlı ortak statüsünde üyedir. Bu üyeliği ile Takasbank, FEAS nezdindeki diğer takas ve saklama kurumları ile mevcut ilişki ve işbirliğini daha da geliştirme imkânı bulmuştur.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

III. MENKUL KIYMET OLARAK SUKUK

A. TANIM:

Sukuk Arapça “Sak” kökünden gelmektedir. Sak, kelime anlamı olarak sertifika veya vesika anlamlarını içinde barındırır. Sukuk ise Sak’ın cem’i (çoğulu) olduğundan saklar, sertifikalar anlamına gelir.

Arap ülke piyasalarında; bono ve tahviller için “senet” kelimesi kullanılırken, İslâmi finansman bonoları olan saklar için ise “sukuk” denilmektedir.

Teknik olarak, varlık senedi şeklinde de isimlendirilebilen (securitized assets) sukuklar, diğer senetlerden farklı olarak varlığa dayanmak zorundadırlar.

Ülkemizde ise sukuklar, yasal dayanağı oluşturan Sermaye Piyasası Kurulunun III-61 nolu Kira Sertifikaları Tebliğinde “kira sertifikası” olarak isimlendirilmekte ve şu şekilde tanımlanmaktadır: Kira sertifikası: Her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymetir,¹⁰⁹

Genel olarak sukuk; İslâmi prensiplere uygun (faizsiz) menkul kıymet olarak tanımlanmaktadır.

En basit şekliyle sukuk bir varlığa sahip olmayı veya ondan yararlanma hakkını gösterir. Sukukun temsil ettiği hak, sadece nakit akışı hakkı değil, aynı zamanda belirli bir varlığın mülkiyet hakkıdır. Bu özelliği, sukuku geleneksel bonolardan ayırır. Geleneksel bonolar faiz taşıyan menkul kıymetlerden oluşurken, sukuklar temel olarak varlık sepetinde yer alan varlıkların sahiplik hakkına dayalı olarak oluşturulan yatırım sertifikalarıdır.

Sukuklar, varlığı ve onun getirisinden yararlanma hakkını temsil ettiklerinden asli belge özelliğindedirler.

Sukuk, elde birtakım varlıkların bulunmasına rağmen ihtiyacı olan fakat gerekli likiditeye sahip olmayan iktisadi birimlere veya bir iş yapmak için yeterli nakit imkânı bulunmayanlara bu likidite imkânlarını temin etmek üzere sermaye piyasasından kaynak sağlamaya yarar.¹¹⁰

¹⁰⁹ Resmi Gazete 07.06.2013 tarih sayı 28670

¹¹⁰ Kenan DEDE, “Sukuk (Kira Sertifikaları) 2013” Türkiye Katılım Bankaları Birliği- Sunum, İstanbul, [http://www.tkbb.org.tr/araştırma-ve-yayınlar-önemli-başlıklar\(20.08.2014\)](http://www.tkbb.org.tr/araştırma-ve-yayınlar-önemli-başlıklar(20.08.2014))

Faizin yasak olduğu İslâm dünyasında, menkul kıymetleştirme uygulamaları faizsiz İslâmi yatırım araçları piyasasının temel unsurlarından birini teşkil etmiştir. Bu kapsamda üzerinde durulması gereken, temel araçlardan birisi de” İslâmi finansman sertifikası” olarak da nitelendirilen sukuktur.

Sukuk, esas olarak varlık ve/veya proje finansmanı için çıkarılmakta olup, sukuk ihracı ile elde edilen fonla alınan varlık veya yapılan yatırımdan elde edilecek gelirin sukuk sahiplerine belli dönemlerde ödenmesi esasına dayanmaktadır.

Litaratürde daha ziyade “Yatırım sertifikası” olarak da isimlendirilen sukuklar, İslâm hukukunun onayladığı meşru bir akde dayalı olarak ihraç edilirler. Sertifikaların ihracında ve ikincil piyasalarda işlem görmesinde de yine İslâm hukuku kuralları esas alınır.

B. SUKUK'UN GENEL İŞLEYİŞ SÜRECİ

Sukukla alakalı mevzuat altyapısı ve diğere ÷lke uygulamaları ile akademik bilgiler bir araya getirildiğinde ÷lkemiz uygulaması şekilde olduğu gibi işlerlik kazanmıştır.

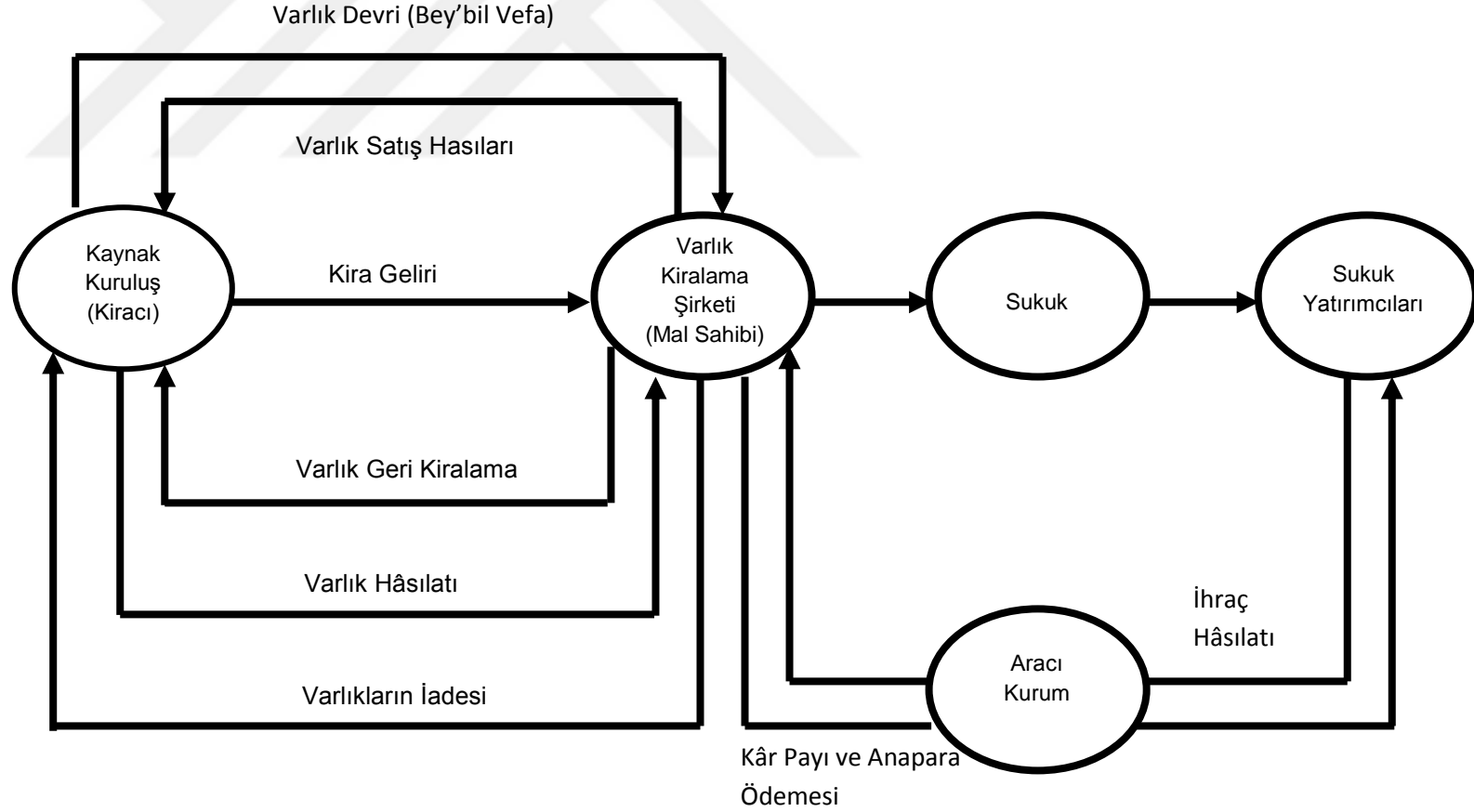
Öncelikle; kira sertifikalarının ihraç edilebilmesi için sadece bu amaçla bir varlık kiralama şirketinin kurulması gerekir. Bu şirketin kurulmasının ardından süreç işlerlik kazanmaktadır.

Kira sertifikalarının farklı çeşitleri olmakla birlikte en yaygın olarak kullanılan icara (leasing) sukuk modeli üzerinden işleyiş anlatılmıştır.

İlerleyen bölümlerde diğere modeller hakkında da bilgi verilecektir.

İşlem basamakları şu şekilde devam etmektedir:

Şekil: 1:Sukuk İhracının Genel İşleyişi:



1. adım: İhraç yapacak olan varlık kiralama şirketi, kaynak kuruluş ve ihraç etmeyi planladığı kira sertifikalarının varlığını oluşturacak olan gayrimenkullere ait belgeleri ve onay müessesesinin (ülkemizde bu müessese SPK'dır) izin için istemiş olduğu diğer bilgi ve belgeleri temin ederek, kira sertifikası için izin müracaatında bulunur.
2. adım: İzin vermeye yetkili kuruluş olan SPK, gerekli incelemeleri yaptıktan sonra, talebi uygun bulması durumunda "Sermaye Piyasası Aracı Notu" belgesini onaylar ve ihraca izin vermiş olur.
3. adım: İhraç için teknik destek verecek olan aracı şirketler ile gerekli antlaşmalar yapılır
4. adım: VKŞ belli bir varlık portföyünü kendi adına ve Kira sertifikası** Sahipleri hesabına satın almak üzere Kira Sertifikası ihraç eder.
5. adım: Kaynak Kuruluş (Fon Kullanıcısı) kiralamaya konu varlıklarının mülkiyetini vade sonunda geri almak şartıyla (bey'bil vefa- vefalı satış)* VKŞ, ne devreder.
6. adım: Kira sertifikası sahiplerinden sağlanan fonlar kiralamaya konu varlıkların devri karşılığında Kaynak Kuruluş'a ödenir.
7. adım: Kaynak Kuruluş varlık portföyünü yönetmek için, VKŞ ile arasında vekalet sözleşmesi imzalanır. Kaynak Kuruluş bu sözleşmeye istinaden varlıkları yönetmeyi taahhüt eder ve karşılığında cüzi bir bedel alır.
8. adım: Kaynak kuruluş kira sertifikasına esas teşkil eden varlıkların kullanımı karşılığı olarak, önceden belirlenen dönemler itibarıyla belirlenen tutarlarda kira ödemelerini VKŞ'ye yapar.
9. adım: VKŞ, kaynak kuruluştan aldığı kira bedellerini, yatırımcılara kira sertifikalarının getirisi olarak yapacağı ödemelerde kullanılır.
10. adım: Kira sertifikalarında belirtilen vadenin sonunda; kaynak kuruluş, mülkiyetini VKŞ'ne devrettiği varlığın mülkiyetini geri almak üzere satış bedeli olan tutarı VKŞ'ne öder ve kiralamaya konu varlıkları geri satın alır.
11. adım: VKŞ, Kaynak Kuruluş'un devralma taahhüdü kapsamında varlıkları iade bedeli üzerinden Kaynak Kuruluş'a geri devrederek tahsil ettiği bedeli Kira Sertifikaları (sukuk)ların itfasında kullanır ve sertifikaları geri alarak süreci tamamlamış olur.

* Bey'bil vefa(vefalı satış) konusunda Bkz. s, 14

C. SÜRECİN TARAFLARI VE ASGARİ UNSURLARI:

1) Kaynak Kuruluş: Sahip olduğu veya üçüncü kişilere kiraladığı varlıkları, kiralamak üzere varlık kiralama şirketine devreden anonim şirkettir.

2) Kira sertifikası: Varlık kiralama şirketinin, satın almak suretiyle devraldığı varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlediği ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymet, yani kira sukukudur.

3) Varlık: Varlık kiralama şirketinin satın alacağı ve kiralayacağı her türlü menkul veya gayrimenkul mallar ve maddi olmayan varlıklardır.

4) Varlık Kiralama Şirketi (VKŞ): Aracı kurumlar, bankalar ve kaynak kuruluşlar tarafından münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere kurulmuş olan anonim şirkettir.

5) Devir Sözleşmesi: Kaynak kuruluşun, kira sertifikasına konu her türlü menkul ve gayrimenkul varlıklar ile alacak belgelerini VKŞ ye devretmesine esas teşkil edecek sözleşmedir.

Devredilecek varlıkların devri için ayrıca yapılması gereken işlemler varsa, o işlemlerin de yerine getirilmesi gerekir.

Misalen: Devredilecek olan varlık gayrimenkul ise ilgili tapu sicil müdürlüğünden satış işleminin yapılması gerekir.

6) Devralma Taahhüdü: VKŞ'ye devredilen varlıkların vade sonunda Kaynak Kuruluş tarafından geri alınması taahhüdünü ihtiva eden sözleşmedir.

Uygulamada devir sözleşmesinin bir cüzü olabildiği gibi müstakil bir sözleşme de olabilmektedir.

7) Garanti Sözleşmesi: Kaynak kuruluşun devrettiği varlıkların bir alacak belgesi (leasing, ipotek vb.) olması durumunda alacakların tahsilinin gayrikabili rücu olarak, varlıkların menkul ya da gayrimenkul olması durumunda varlıkta meydana gelecek kaybın ilavelerle telafi edileceğinin Kaynak Kuruluş tarafından garanti edilmesini sağlayan sözleşmedir.

8) Vekâlet ve Yönetim Sözleşmesi: Kaynak Kuruluş VKŞ'ne devrettiği varlıkları bu sözleşmeye istinaden sevk ve idare eder.

9) Aracı kurum: Kira sertifikası ihracı öncesinde, danışmanlık ve tanıtım ilan gibi aracılık faaliyetleri sunan, ihraç aşamasında ve sonrasında ise alım satıma aracılık eden, yatırımcılar adına alım satım faaliyetlerini yürüten yetkili şirketlerdir.

10) Yatırımcı: Tasarruflarını kira sertifikası satın alarak değerlendirmek ve bu yolla gelir elde etmek isteyen gerçek ve tüzel kişilerdir.

11) Borsa: Ülkelerin milli borsaları başta olmak üzere ilgili ülkelerin mevzuatları ve tarafların nitelikleri itibarıyla kira sertifikaları uluslararası borsalara kote edilerek ikinci el ticarete konu olabilmektedirler.

Ülkemizde; Borsa İstanbul A.Ş.'ne kote edilerek, kira sertifikalarının ikinci el işlemlere konu edilmesi bir yandan sertifikaları cazip hale getirirken, diğer yandan da borsada ürün çeşitliliğinin artmasına katkı sağlamaktadır.

D.SUKUK VE DİĞER MENKUL KIYMETLERİN MUKAYESESİ

1, Sukuk, Tahvil Mukayesesi:

Tahviller; devletin ya da özel sektör şirketlerinin (anonim şirketlerin) borçlanarak orta ya da uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla ihraç ettikleri borç senetleridir.

- Tahvil ihraç eden kuruluş belli bir faiz ödeme taahhüdü karşılığında finansman ihtiyacını karşılar, tahvil satın alanlar faiz geliri elde ederler.

Sukuk yatırımcısı, faiz yerine finanse edilen varlıktan elde edilen gelirden kâr payı alır. Yani birisi faize dayalı, diğeri kâr payı elde etmeye dayalı menkul kıymettir.

- Sukuklar ihraçlarına konu varlıklar üzerinde yatırımcısına mülkiyet hakkı sağlarken, tahviller borç teminine yönelik olarak ihraç edildiklerinden bu şekilde bir mülkiyet hakkından söz edilemez.

Yani, tahvil borca dayalı, sukuk ise varlığa dayalı menkul kıymettir.

- Tahvil, ihraç edenin borcunu temsil ederken, sukuk ilgili varlıkta payı oranında malikliği temsil etmektedir.

- Sukuka konu varlıklar Varlık Kiralama Şirketinin diğer borçlarından dolayı üçüncü şahıslar tarafından icra takibine konu edilemezken, kaynak kuruluşun ekonomik sıkıntıya düşmesi ve/veya faaliyetine son vermesi durumunda sukuk yatırımcısı sadece varlık sepetine dâhil edilmiş bulunan varlıkların paraya çevrilmesi yoluyla alacağını tahsil edebilir. Kaynak kuruluşun ya da varlık kiralama şirketinin diğer varlıkları üzerinde hak talep edemez.

Oysa tahvil yatırımcısı, dönemsel getirilerin ödenmemesi veya itfanın yapılmaması durumunda borçlu şirketin tüm varlıklarını icra takibine konu edebilir.

- Tahvil yatırımcısı finansman sağladığı şirketin, sağlanan finansmanı nerede kullandığını bilmez, ihraççı şirketler de bu konuda bilgilendirme yapmazken, sukuk yatırımcısı sağladığı fonların nerelerde kullanılacağından haberdardır. Bu fonlar, İslâmi kurallara göre yasaklanan iş ve işlemlerin finansmanında kullanılamaz.

2, Sukuk, Hisse Senedi Mukayesesi:

Hisse senetleri, ilgili mevzuat dâhilinde çıkarılan, şirket sermayesinin birbirine eşit paylara bölünmüş dilimlerinden her birini temsil eden kıymetli evraktır.

- Hisse senetleri, yatırımcısına ihraç eden şirkette ortaklık hakkı vermekte olup, süresiz olarak ihraç edilirler, sukuklar belli itfa tarihi ihtiva edecek şekilde ihraç edilirler.

Hisse senetleri süresiz, sukuklar sürelidirler.

- Hisse senetleri şirketin tüm mal varlığı üzerinde hissesi nispetinde mülkiyet hakkını temsil ederken, sukuklar sadece varlık sepetine dâhil edilen varlıklar üzerinde mülkiyet hakkını temsil ederler.

- Hisse senetleri, yatırımcısına şirket yönetimine oy kullanmak suretiyle ya da oy kullanmanın yanısıra yönetimde temsil hakkı verirken, sukuklar böyle bir hak sağlamazlar,

- Hisse senedi yatırımcısı, ancak yıl sonunda oluşacak bilanço bakiyesi üzerinden tahakkuk etmiş olan kâr/zarardan önceden belli olmayan tutarda pay sahibi olurken, sukuk yatırımcısı, dönemsel olarak elde edeceği kârı önceden bilmekte ve kaynak kuruluşun ya da varlık kiralama şirketinin zararına iştirak etmemektedir.

- Hisse senedi ihracında şirketin asli faaliyeti dikkate alınmazken, sukuk ihracında kaynak kuruluşun asli faaliyetinin ve sukuk ihracıyla elde edilecek fonların kullanım alanlarının İslâma aykırı olmaması gerekmektedir.

3. Sukuk, Gelir Ortaklığı Senedi Mukayesesi:

- Değişken fazili, menkul kıymetler olduğundan getiri olarak sukuklardan farklılık taşımaktadırlar.

- Gelir ortaklığı senetleri, Kamu kurum ve kuruluşlara ait olan, baraj, köprü, karayolu, elektrik santrali, demiryolu, deniz ve hava limanı gibi projelerden elde edilecek gelirlere, gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılan ve senetlerdir. Senetlerde “gelir ortaklığı” ibaresi geçmesine rağmen, hukuki olarak Kamuya ait olan

altyapı tesislerinin mülkiyeti ve işletmesi ile ortaklık senedi alanlarının hiçbir ilgisi yoktur. Senet sahipleri sadece senedin gelirlerine sahiptir. Oysa sukuk yatırımcıları varlık sepetine dâhil olan varlıkların mülkiyetine sahiptirler.

- Gelir Ortaklığı Senetleri istenildiği an nakde çevrilebilir ve genellikle üç veya beş yıl vadeli dirler. Sukuklar ancak itfa tarihinde nakte çevrilebilirler.

4, Sukuk, Gelire Endekli Senetler (GES) Mukayesesi:

Devletin, bazı iktisadî kuruluşları (KİT), yıllık dönem gelirini karşılık göstererek, gelire endekli senetler (GES) çıkarıp, bunları halka arz etmektedir. Bu senetlerde yıllık gelir miktarı tahmin edilerek yüzde olarak belirlenmekte, eğer belirlenen oranda gelir elde edilemezse Devlet aradaki farkı ödemeyi taahhüt etmektedir.

- Gelire endekli senetler, "devlet tahvili gibidir, bunların geliri de faizdir."¹¹¹ Geliri faiz olduğundan, getiri olarak, sukuktan farklılık arz etmektedir.

- KİT'lerin gelirine endekslenen bu senetler, bir varlık üzerinde mülkiyet hakkı da sağlamamaktadırlar.

- GES yatırımcıları sağladıkları fonların nerelerde kullanıldığı ile de ilgili değildirler.

5, Sukuk, Diğer Menkul Kıymetler Mukayesesi:

Getiri, mülkiyet, ihraççı şirketin ana faaliyet konusu, sağlanan fonun kullanım alanları gibi hususlar esas alınarak sukuklarla mukayese edilebilir.

Uygulama geçmişi ve yaygınlıkları da dikkate alınarak, sukuk tahvil ve hisse senedi arasındaki mukayese tablo şekline getirilmiştir.

¹¹¹ <http://www.hayrettinkaraman.net/makale/0850.htm>, (05.04.2015).

Tabo: 3 Sukuk ve Konvansiyonel Menkul Kıymetler Mukayesesi

	SUKUK	BONO	HİSSE SENEDİ
İHRAÇCI	Asıl faaliyeti İslâmi hükümlere uygun olan şirketler tarafından ihraç edilebilirler.	Ticari faaliyetlerine ilişkin bir sınırlama sözkonusu değildir.	Ticari faaliyetlerine ilişkin bir sınırlama sözkonusu değildir
İHRAÇ KONUSU	Belirlenmiş varlık, alacak ya da proje sözkonusudur.	İhraç edenin borcu sözkonusudur.	Şirketin hissesinden sahiplik hakkı söz konusudur.
VARLIĞA DAYALI OLMA DURUMU	Varlık havuzunu oluşturan varlığa ve/veya projeye dayalı olarak ihraç edilirler.	Genellikle gerekli değildir	Gerekli değildir
SAHİPLİK (MÜLKİYET)	Sukuk, ihracın dayanağını oluşturan varlık havuzunun mülkiyetine sahiplik hakkı verir.	Mülkiyet hakkı sağlamayıp, ihraç edenin finansal borcunu temsil eder.	İhraççı şirketin tüm aktif ve pasifine ilişkin mülkiyet ve sorumluluk hakkını temsil eder.
TEMİNAT	Dayandığı varlıklar ya da proje üzerindeki sahiplik hakkı ve bu varlıkların üçüncü kişilerin takibinden hukuken korunmuş olması.	Banka garantili ve teminatlı olanları dışındakiler genellikle teminattan mahrumdurlar.	Teminat içermezler.
ANAPARA ve GELİR	İhraççı tarafından garanti edilmemiştir.	İhraççı tarafından garanti edilmiştir.	İhraççı tarafından garanti edilmemiştir.
AMAÇ	Sadece İslâm hukukuna uygun amaçlar için ihraç edilebilir	Her türlü amaç için ihraç edilebilir.	Her türlü amaç için ihraç edilirler.
SENETLERİN SATILMASI	Belirlenmiş varlık ya da proje üzerindeki payın satışı söz konusudur.	Borç senedinin satışı söz konusudur	Şirketin hisselerinin satışı söz konusudur.
SENET HAMİLLERİNİN SORUMLULUKLARI	İhraç eden şirketin aktif ve pasifinin tamamına ya da yönetimine ilişkin herhangi bir sorumlulukları yoktur. Varlık havuzunu oluşturan varlıkların yönetimi ise doğrudan VKŞ, vekâleten ise Kaynak Kuruluşa aittir.	Bono sahiplerinin İhraççının mali durumuyla alakalı herhangi bir sorumlulukları yoktur	Şirketin aktif ve pasifinin tamamına ve/veya yönetiminde sorumluluk vermektedir.

E. SUKUK ÇEŞİTLERİ:

Sukuklar değişik şekillerde olmak üzere tasnife tabi tutulmuşlardır.

Bunlardan genel kabul görmüş olanları:

1, AAOIFI Tarafından Tanımlanan / Onaylanan Sukuk Çeşitleri:

İslami Finansal Kuruluşlar için Muhasebe ve Denetleme Organizasyonu (Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions - AAOIFI) tarafından tanımlanan ve onaylanan esas itibarıyla 12 adet sukuk çeşidi bulunmaktadır

a, Kiradaki Malların Aslına Malik (Sahip) Olmayı Sağlayan Sukuk: Kiraya verilmiş veya kiralanması vaad edilmiş bir malın, sahibi ya da vekili olarak hareket eden bir finansal aracı kuruluşun, birbirine eşit değerde ihraç ettiği sertifikalardır.

Bu sertifikaları satın alan yatırımcılar sözkonusu varlığın aslına sahip/malik olurlar.

b, Menfaate Malik Olmayı Sağlayan Sukuk: Bu sukukun değişik türleri vardır

(1) Mevcut malların menfaatine (kazancına/getirisine) sahip olmayı sağlayan sukuk:

(a) Mevcut mala sahip olan tarafça malın menfaati esas alınarak ihraç edilen sukuk: Mevcut malın sahibi ya da onun vekili tarafından birbirine eşit değerde ihraç ettiği sertifikalar olup, ihraçtan maksat ilgili varlığı kiraya vererek ve arz gelirlerinden kira bedelini tahsil etmektir. Bu sertifikaları satın alan yatırımcılar, ilgili varlığın kullanım hakkına /getirisine sahip olurlar.

(b) Mevcut malların getirisine sahip olan tarafça, malın getirisine dayalı olarak ihraç edilen sukuk: Mevcut bir malın getirisine (menfaatine) sahip olan tarafın(kiracının) veya onun vekili olan finansal kuruluşun, birbirine eşit değerde ihraç ettiği sertifikalardır. Buradan maksat varlığın kullanım hakkını (menfaatini) alt kiralama yöntemiyle yeniden kiralamak ve arz gelirlerinden kira bedelini tahsil etmektir. Bu sertifikaları satın alan yatırımcılar ilgili varlığın menfaatine(getirisine) sahip olurlar.

(2) Üretilmeyi bekleyen, nitelikleri belirlenmiş malların menfaatine sahip olmayı sağlayan sukuk: Bu tür malların kiraya verilmesi ve arz gelirlerinden kira bedelinin tahsil edilmesi amacıyla birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır. Bu sertifikaları satın alan yatırımcılar üretilmeyi bekleyen, nitelikleri belirlenmiş varlığın getirisine sahip olurlar.

Misal: Sipariş edilmiş yük ya da yolcu gemisinin imalat aşamasında çalıştırıcı tur operatörü tarafından muhtemel kârları esas alınarak sukuk ihraç edilmesi gibi...

(3) Standartları ve tarafları belirlenmiş, bir tarafın sunacağı hizmete malik olmayı sağlayan sukuk: Bu tür hizmetlerin belirli bir kişi ya da kurum tarafından sunulması ve arz gelirlerinden hizmet bedelinin tahsil edilmesi amacıyla birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır. Bu sertifikaları satın alan yatırımcılar, standartları belirlenmiş hizmete sahip olurlar.

Misalen: Tanınırlığı yüksek kişiler tarafından verilecek pazarlama semineri organizasyonu gibi...

(4) Standartları belirlenmiş bir tarafın sunacağı gelecekteki hizmete sahip olmayı sağlayan sukuk: Bu tür hizmetlerin nitelikleri belirli bir tarafça sunulması ve arz gelirlerinden hizmet bedelinin tahsil edilmesi maksadıyla, birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır. Bu sertifikaları alan yatırımcılar, nitelikleri belirlenmiş ve gelecek dönemlerde sunulacak hizmete sahiplik hakkı kazanmış olurlar.

Misalen: Uzun vadeli olarak her yıl tekrarlanan tatil paketi satışı yapan tur operatörünün kaynak kuruluş olarak kira sertifikası ihraç etmesi.

c. Selem Akdine Dayalı Sukuk: Arz gelirlerinden selem sermayesini temin etmek maksadıyla birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır. Bu sertifikaları satın alan yatırımcılar selem konusu malın maliki olurlar.

Misalen: Standartları belirlenmiş bir yolcu uçağı yapımı için selem akdi ve bu akde dayalı olarak da sukuk ihraç edilmesi gibi...

d. Eser Sözleşmesi/ İstisna Akdine Dayalı Sukuk: Sukuk ihracından elde edilen gelirle eser sözleşmeye (istisna akdine) konu projeyi gerçekleştirmek ve/veya akit konusu malın imalatını sağlamak amacıyla, birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır. Bu sertifikaları satın alan yatırımcılar istisna konusu projenin /malın maliki olurlar.

Bu sukuk türünde ihraç edilen sukukların ikinci el piyasada satışı caiz görülmemiştir.

Misalen: Ünlü bir yönetmene belli konuda film sipariş etmek ve ardından bu sipariş sözleşmesine dayalı olarak sukuk ihraç edilmesi gibi...

e, Murabaha Akdine Dayalı Sukuk: Murabaha konusu malın alımını fonlamak maksadıyla, birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır ki; sertifikaları satın alanlar murabaha konusu malın sahibi olurlar.

Murabaha akdine dayalı olarak ihraç edilen sukukların en önemli farkı; ikinci el piyasalarda işlem görmesinin caiz olmamasıdır.

f, Ortaklığa Dayalı Sukuk: Bir ortaklık sözleşmesi esas alınarak, ortaklık konusu iktisadi faaliyeti gerçekleştirmek (bir mal üretmek, ticaretini yapmak, bir projeyi gerçekleştirmek) maksadıyla birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır. Sertifikaları satın alan yatırımcılar ortaklık konusu varlığa malik olurlar.

Misalen: Büyük bir inşaat projesini gerçekleştirmek için, birden çok inşaat mütahidinin “yapı ortaklığı” kurarak, sözkonusu projeyi gerçekleştirmek istemeleri ve bu projenin finansmanını temin maksadıyla sukuk ihraç etmeleridir.

g, Müşareke /Sermaye Ortaklığına Dayalı Sukuk: Müşaraka sukuku, sukuk yatırımcılarının projede kullanılan varlıklara nispi sahipliğini gösteren eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır. Müşareke sukuku ihracı yoluyla elde edilen fonlar, ortaklığın maksadını gerçekleştirmek için lüzum duyulan varlıkların alınması ve/veya kiralanması, işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması gibi ihtiyaçların temininde kullanılmaktadır.

Fon sağlayıcılar, yani kira sertifikası yatırımcıları müşaraka sözleşmesinde ortak konumdadırlar.

Müşareke sözleşmeleri sabit vadelidirler ve kâr/zarar paylaşımını içerdiğinden aşağı eğimli bir riske sahiptir.

Bu tür sukuk ihracında diğerlerinden farklı olarak, sertifika yatırımcılarına sermaye garanti edilmez.

h, Mudaraba / Emek - Sermaye Ortaklığına Dayalı Sukuk: Kira sertifikası yatırımcılarının sermaye sahibi sıfatıyla sermayeyi tedarik ettiği, ihraççının ise «Mudarib» sıfatıyla bilgi ve tecrübelerine dayanarak söz konusu sermayeyi yatırımlarda değerlendirdiği ve getirinin önceden belirlenen paylaşım oranı üzerinden dağıtıldığı eşit değerde ihraç edilen yatırım sertifikalarıdır.

ı, Yatırım Vekâletine Dayalı Sukuk: Sukuk yatırımcıları adına hareket edecek olan bir vekilin, ücret-i vekâlet esasına göre yönetmek üzere görevlendirildiği projeleri veya iktisadi faaliyetleri temsil eden ortaklık sertifikalarıdır..

j, Müzaraa / Ziraat Ortaklığına Dayalı Sukuk: Kararlaştırılan projenin gerçekleştirilebilmesi için ihtiyaç duyulan fonları temin maksadıyla birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır ki; sertifikaları satın alanlar, projenin sonunda elde edilen mahsulden/parasal değerinden sözleşmede belirlenen oranlarda pay alırlar.

Misalen: Büyük bir arazide çilek yetiştirilmesi için arazi sahibi ile işletmeci arasında ortaklık yapılması, işletmecinin ise işletme sermayesini temin maksadıyla kira sertifikası

ihraç etmesidir. İhraç edilen sertifika yatırımcıları, yetiştirilen ürünlerin satışı sonrası elde edilen hâsıllardan sözleşmede belirlenen oranlarda gelir elde ederler.

k, Müsakat / Bağ – Bahçe Ortaklığına Dayalı Sukuk: Yapılacak tarımsal faaliyetin giderlerini karşılayabilmek için birbirine eşit değerlerde olmak üzere ihraç edilen sertifikalardır ki; sertifikaya yatırım yapanlar proje sonunda elde edilen ürünlerden sözleşmede belirlenen oranlarda pay alırlar.
Misalen: Ceviz ağacı yetiştiriciliği gibi...

l. Muğarese /Ağaç Dikip Yetiştirme Ortaklığına Dayalı Sukuk: Bunun müsakat ortaklığından farkı, bir ürün elde etmek değil bizzatıhi ağacın yetiştirilip kereste ya da başka maksatlarla kesilip satılması maksadına dayalıdır.

İktisadi faaliyetin gerçekleştirilebilmesi için lüzumlu olan sermayeyi temin maksadıyla birbirin eşit değerinde ihraç edilen sertifikalar olup, sertifikaya yatırım yapanlar sözleşmede belirlenen oranlarda olmak üzere, elde edilen üründen paya sahip olurlar.¹¹²

Misalen: Mobilya dekorasyon işlerinde kullanılmak üzere sert kabuklu ağaç yetiştirilmesi, viskon üretiminde kullanılmak üzere kavak ağacı yetiştirilmesi gibi...

Bu sınıflandırmanın dışında sukukların değişik şekillerde tasnifleri de yapılmaktadır.

Genel kabul görmüş tasnifler olarak:

2, Sukuk Fonlarının Kullanımına Göre Türleri:

a, Proje Endeksli Sukuk: Belirli bir projenin finansmanı amacıyla geliştirilmiş sukuk türüdür. İhraççı, gerçekleştirmeyi planladığı projenin finansmanını temin maksadıyla, projeyi başlatmadan önce kuracağı özel amaçlı kurum olan “VKŞ” aracılığı ile kira sertifikası ihraç ederek kaynak toplar.

Bunu gerçekleştirebilmek için projenin fizibilitesiyle (projenin ayrıntıları, başlama ve bitiş süreleri, getirisi gibi hususları içeren) alakalı tanıtımlar (medya, toplantı, el ilanlar vb. usullerle) yaparak, potansiyel sukuk yatırımcılar bilgilendirilir.

İhraç edilen sukuklarla projenin finansmanı sağlanır ve elde edilen getiri ile sukuk yatırımcılarına kâr dağıtımı yapılır ve sukuk bedelleri ödenerek sertifikalar itfa edilerek süreç tamamlanmış olur.

¹¹² AAOIFI a.g.e, s,374

Bu sukuk türüne Katar Hükümeti tarafından 2003 yılında Doha'daki Hamad Medikal Merkezi'nin inşaatı için ihtiyaç duyulan kaynağın temini maksadıyla çıkartılan Katar Global Sukuku örnek verilebilir. Bu projenin gerçekleştirilmesi için özel proje ortak girişimi (SPV, Katar Global Sukuku) oluşturulmuştur. Bu amaçla Ekim 2010 vadeli 700 milyon USD değerinde Güvence Sertifikası ihraç edilmiştir. Sukukun yıllık değişken getiri oranı libor + 0.45 olarak belirlenmiştir.¹¹³

Özel sektör şirketleri tarafından “yap – işlet – devret” modeliyle inşa edilen; demiryolu, hava limanı, otoyol projeleri için lüzumlu finansman kaynağının temini için elverişli finansman temin yöntemlerinden biridir.

b, Varlığa Endeksli Sukuk: Bu sukukta, varlıkların kazanç hakkının yatırımcılara satılmasıyla fon sağlanmaktadır.¹¹⁴

Yatırım sertifikaları da denilen sukukların satışı VKŞ aracılığı ile olmaktadır. Genellikle bu modelle eksik projelerin ikmal için gerekli kaynak temin edilmeye çalışılmaktadır.

Malezya Hükümeti icara sukuku sertifikasıyla 2002 yılında 600 milyon USD'lik ihraç gerçekleştirmiştir. Bu düzenlemeye göre, Malezya Hükümeti tarafından özel amaçlı kuruluşa (SPV) satılan arazilerin kazanç hakkı, yatırımcılara beş yıl için yeniden satılmıştır. SPV mülkiyet haklarını güvence altında tutarak ve yatırımcılara değişken oranlı sukuk ihraç etmiştir.¹¹⁵

Varlık Endeksli diğer bir sukuk örneği de Bahreyn havalimanının genişletilmesini fonlamak için ihraç edilen 250 milyon USD değerindeki beş yıllık icara sukukudur.¹¹⁶

Misalen: Hastaneler grubu olan bir şirketin, mevcut hastanelerinden birisinin geliri ya da mevcut hastane binasının VKŞ marifetiyle kiralanması karşılığı olarak, kira sertifikası ihraç etmesi ve elde edilen kaynakla yeni bir hastane inşa etmesi gibi.

c, Bilanço Endeksli Sukuk: Bu sukuk türünde esas itibarıyla banka veya ticari işletmelerin bilançolarındaki öz varlıklar esas alınarak sertifika ihraç edilmektedir.¹¹⁷

Bu usulle birden çok projeye birlikte fon temin etmek için sukuk ihraç edilmektedir.¹¹⁸

¹¹³ TOK, a.g.m, s. 17.

¹¹⁴ İlhami SÖYLER, **Hukuki ve Mali Boyutlarıyla Sukuk (Kira Sertifikaları)**, Seçkin Yayınları, Ankara 2014

¹¹⁵ Hamdi DÖNDÜREN, “Faiz Yasağı ve Finansman Sağlama Yöntemleri”, Tartışmalı İlimi İhtisas Toplantısı, İstanbul 2010, s. 245

¹¹⁶ Hamdi DÖNDÜREN Invest & Finans'ın İstanbul Shareton Hotel'de 22-23 Kasım 2012 tarihinde düzenlediği “Sukuk Forumu” nda sunulan bildiri, s. 22

¹¹⁷ SÖYLER, a.g.e. s,124

¹¹⁸ Hakan ASLAN, Alternatif Bir Yatırım ve Finansman Aracı Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler,, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul,2012

Misalen; bir bankanın, müşterilerinin çeşitli projelerini finanse etmek için ulusal ya da uluslararası sermaye piyasalarından kaynak temin maksadıyla sukuk ihraç edebilir.

Bu tür sukuka, İslâm Kalkınma Bankası tarafından 2003 Ağustosunda ihraç edilen sukuk örnek verilebilir. Banka, üye ülkelerin çeşitli projelerini finanse etmek için sukuk ihraç etmiştir. Banka, projenin kaynağını uluslararası sermaye piyasasına 400 milyon USD değerinde 2008 vadeli beş yıllık sukuk ihraç ederek sağlamıştır.

3, Esas Alınan Sözleşmelerin Türüne Göre Sınıflandırma:

a, Ortaklık Sözleşmesine Dayalı Olan Sukuklar:

(1) Mudaraba Sukuk:

Sertifika yatırımcısının sermaye sahibi sıfatıyla sermayeyi tedarik ettiği, ihraççının ise «Mudarib» sıfatıyla bilgi ve tecrübelerine dayanarak söz konusu sermayeyi yatırımlarda değerlendirdiği ve getirinin önceden belirlenen paylaşım oranı üzerinden dağıtıldığı eşit değerde ihraç edilen yatırım sertifikalarıdır.

Bu sukuk uygulamasında, mülkiyetin tam olduğu ve getiri sahip olunan hisse oranına göre belirlendiğinden dolayı, sukuk yatırımcısına koyduğu sermayenin geri ödenmesi garanti edilmemektedir.

Mudaraba sukukunda, kâr payı garantisi verilmediğinden, bu sertifikalar sabit getiri sağlamamaları açısından hisse senetlerine benzemektedirler.

Projelerin kârlılığı ile yakından ilişkili olduklarından, kalkınma finansmanı süreçlerinde faydalı olabilmektedir.¹¹⁹

Mudaraba sukuku, daha ziyade büyük yatırım projelerinin finansmanını geniş kitlelerin katılımı ile sağlamaya yönelik olarak kullanılmaktadır. Mudaraba sukukunun belirgin özellikleri şunlardır:

- 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 İslâmi kurallara uygunluğunu gösteren tüm bilgilerin yer aldığı, ihracın tanıtımındaki resmi bildirimde dayandığından, bu konular bilgilendirme maksadıyla hazırlanan izahnamelerde (SPK Aracı Notunda) açık ve net ifadelerle yer almalıdır.
- İkincil piyasalarda alınıp satılabilirler.

¹¹⁹ Necla KÜÇÜKÇOLAK, "Faizsiz Finansman Sertifikası Sukuk'un Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi", *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt 45, Sayı 520, Haziran 2008, ss. 23 - 45

- Mudaraba sukuku izahnamesinde, ihraç eden veya fonun yöneticisi tarafından sermaye, sabit getiri konularında bir garanti yer almamalıdır.

- Projenin bitiminde oluşan kâr ve zarara ilişkin bilgiler yayımlanır ve oluşan kâr ya da zarar sukuk yatırımcılarına hisseleri oranında dağıtılır.

İşlem Adımları;

— Mudarip, proje sahibiyle projenin gerçekleşmesi için anlaşmaya varır.

— VKŞ, fon sağlamak için sukuk ihraç eder.

— Mudarip, temin edilen fonları projenin gerçekleştirilmesi için lüzumlu olan giderlerin finansmanında kullanır.

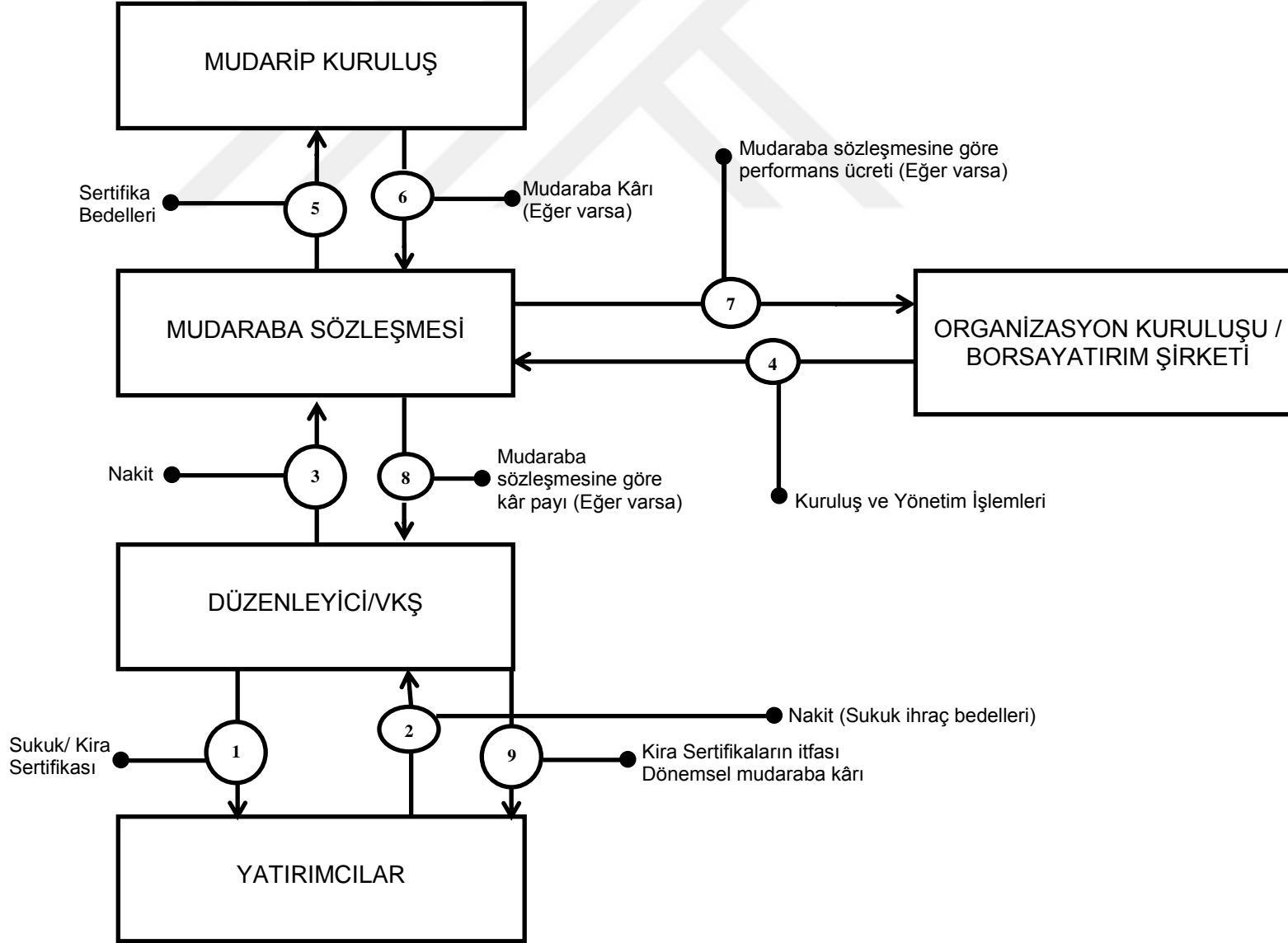
— Mudarip, projeyi tamamlar ve tamamlanan projeyi sahibine teslim eder.

— Proje gelirinden elde edilen hâsılatı sukuk sözleşmesinde belirtilen oranlarda olmak üzere VKŞ ye öder.

— VKŞ tahsil ettiği bedeli, sukuk yatırımcılarına getiri olarak yapılacak ödemelerde ve sukukların itfasında kullanır. Sukukları yatırımcılardan geri alarak süreci tamamlamış olur.

Mudaraba Sukuku Uygulaması:

Şekil:2: Mudaraba Sukuk İhraç Süreci



Uluslar arası derecelendirme kuruluğu Moody's'in yaptığı araştırmaya göre; Ortadoğu, Afrika ve Asya Pasifik lkelerindeki sukuk işlemelerinde mudaraba sukuku toplam sukuk ihracatında üçüncü sırayı oluşturmaktadır.¹²⁰

(2) Muşaraka Sukuk:

Muşaraka sukuku, sukuk sahiplerinin projede kullanılan varlıklara oransal sahipliğini gösteren eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır. Muşaraka sukuku yoluyla elde edilen fonlar ihtiyaç duyulan varlıkların alınması ve / veya kiralanması, işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması gibi ihtiyaçların temininde kullanılabilirlerdir.

Bu sukuk türünde sukuk yatırımcıları fon sağlayıcılar olarak, muşaraka sözleşmesinde ortak konumdadırlar. Muşaraka sözleşmeleri sabit vadelidirler ve kâr/zarar paylaşımını içerdiğinden aşağı eğimli bir riske sahiptir.

Sukuk yatırımcılarına sermaye garanti edilmez, fakat şirketler tarafından önerilen getirilerin yksekliti, yatırımcılar nezninde kira sertifikalarını cazip kılmaktadır.

Talep oluşturabilmek için, kr paylaşımını açık bir şekilde çekici olmak zorundadır.

Sukuk belgeleri, katılımcıların, muşaraka sermayesine olan katkısını hisse olarak temsil etmektedir. Sukuk sahipleri ortaklığın varlıklarının da sahibi olup, gerçekleşecek kârda hak sahibidirler. Yatırımdan elde edilen kâr önceden belirlenmiş oranlarda dağıtılır, zarar ise yatırılan sermayeyle ile orantılı olarak paylaşılır.¹²¹

Muşaraka sertifikaları ciro edilebilir enstrüman olarak işlem görür ve ikincil piyasalarda alınıp satılabilirler.¹²²

İşlem Adımları:

Sabit bir dönem ve anlaşılan kr paylaşımını için VKş ve projeyi gerçekleştirecek şirket muşaraka anlaşması yaparlar. şirket periyodik olarak VKş'nin muşaraka hisselerini satın almayı garanti eder.

— şirket (Muşarık olarak) Muşarakaya konu olan toprağa veya diğer fiziksel aktiflere katkıda bulunur

— VKş, muşarık olarak, muşarakaya yatırım yapanlardan elde edilen ihraç geliri ile ortaklığa nakit olarak katkıda bulunur.

¹²⁰ Gökben ALTAş, "İslami Finans Sistemi", **Sermaye Piyasasında Gündem**, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Aylık İletişim Organı, Sayı. 69 Mayıs 2008, ss. 19 - 29

¹²¹ DEDE, a.g.m.s,31

¹²² TOK, a.g.e. s,19

— Muşarık, ortaklığa eklenen ilave nakitlerle toprağı veya fiziksel değerleri geliştirmesi için ve geliştirilen değerleri Muşaraka namına satıp/kiralaması için bir şirketi yetkili acente olarak görevlendirir. Yetkili acente (şirket), sabit acenta ücretine ilave olarak teşvik edici değişken ücret de elde eder.

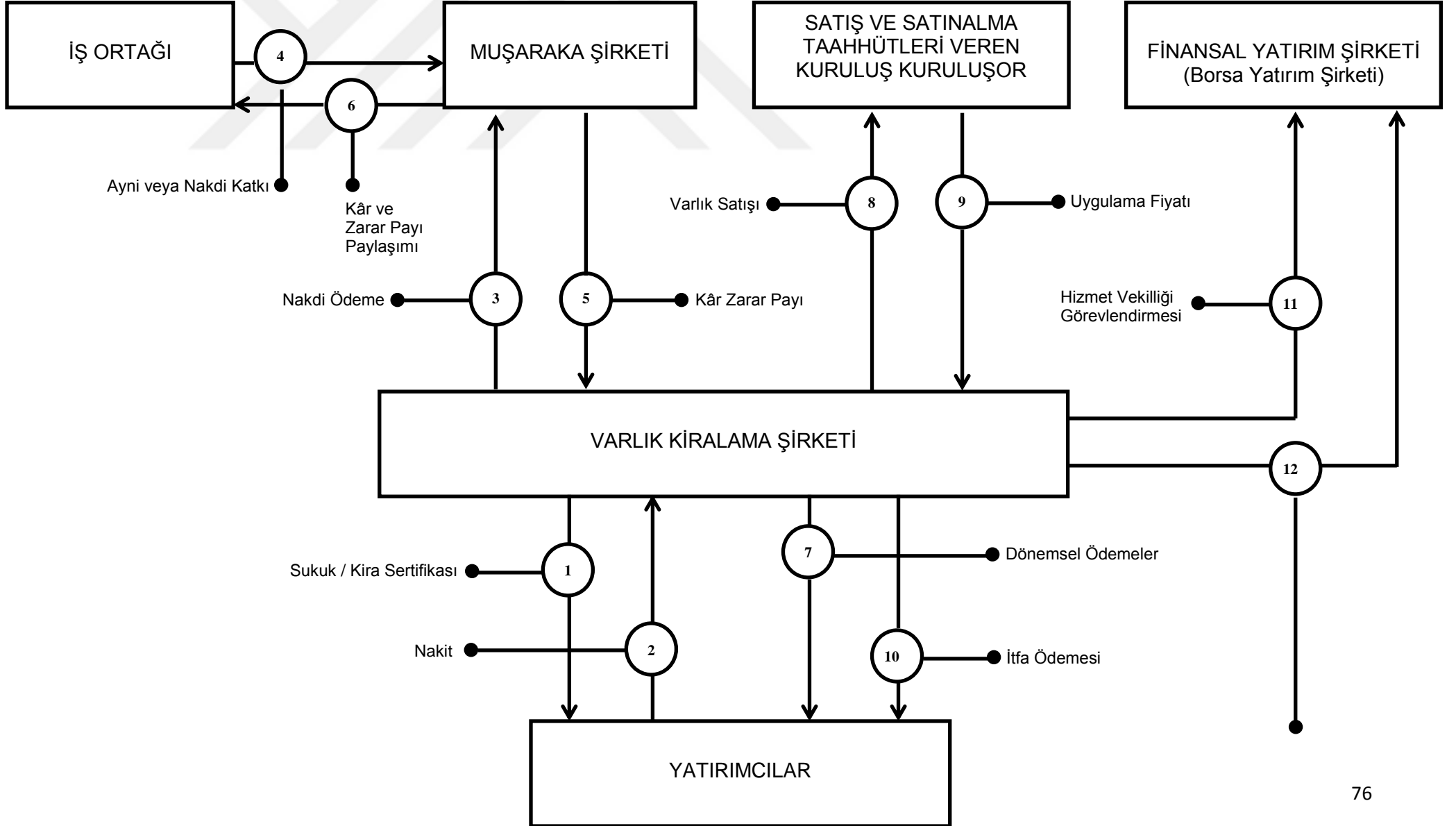
— Proje tamamlandığında ya da süre dolduğunda, kârlar sukuk hissedarlarına dağıtılır.

— şirket, VKŞ'nin muşaraka hisselerini önceden anlaşılan fiyat üzerinden satın almayı gayrikabili rücu şekilde garanti ettiğinden, belirlenen dönemin sonunda VKŞ'nin muşarakada hiçbir hissesi kalmaz.

Muşaraka sukuk uygulaması:



Şekil: 3: Muşaraka Sukuk İhraç Süreci



Uluslar arası derecelendirme kuruluğu Moody's'in yaptığı araştırmaya göre; Ortadoğu, Afrika ve Asya Pasifik lkelerindeki sukuk işlemlerinde; muşaraka sukuku toplam sukuk ihracının %40'ını oluşturmaktadır.¹²³

(3) Hibrid / Karma-Melez Sukuk:

Sukuk'kun ulusal ve uluslar arası kabulünün yaygınlık kazanması sonucunda yatırımcıların farklı talepleri dikkate alınarak; daha kapsamlı bir sukuk olan "hibrid ya da karma-melez sukuk" olarak isimlendirilen menkul kıymet çeşidi ihraç edilmeye başlanmıştır.

Hibrid sukukta; varlık havuzu istisna, murabaha ve icara'dan oluşmaktadır. Farklı niteliklerdeki enstrümanlardan oluşan bir varlık havuzuna sahip olmak, genellikle fonlara daha yüksek hareket kabiliyeti kazandırmaktadır.

Sukuk pazarının aşırı ve ani büyümesinden dolayı sukuk sertifikaları ve ticaretinin önemi her geçen gün artmaktadır.

Pazarın gelişmesi sonucu icara, mudaraba ve diğer sukuk sertifikası eşitleri talepleri karşılamada yetersiz kaldı ve ihraççıların yeni sertifika modeli geliştirme çalışmalarının sonucunda; icara, murabaha ve istisna sukukunun özelliklerini barındıran hibrid sukuk ortaya ıktı.

Hibrid sukuk yapısı, istisna sukukunun geniş mal havuzunu, icara ve mudaraba sukukunun fonlarının daha büyük seyyaliyet özellikleri bir araya getirilerek üretilmiştir.

Hibrid sukukların hareket kabiliyetini dolayısıyla cazibesini artırmak için ikincil piyasalarda tedavül imkânı olmayan murabaha ve istisna sözleşmeleri varlık havuzunda %49'undan daha az olmalı, ekseriyet olan % 51 icara varlıklarından oluşmalıdır ki ikincil piyasada alım satıma konu olabilsin.

Murabaha ve istisna sözleşmelerinin varlık havuzunun birer parçası olmasından ötürü bu belgelerin getirisi sadece önceden belirlenmiş sabit bir oranda olabilir.

İşlem Adımları:

- Koordinatör kuruluş maddi varlıkları ve murabaha işlerini VKş'ye transfer eder.
- VKş, sukuk sahiplerine katılım sertifikası yayımlar ve fonları toplar.Bu fonlar koordinatör kuruluş tarafından kullanılır.

¹²³ YILMAZ a.g.m., s,88

- Koordinatör kuruluş VKŞ'den bu varlıkları anlaşılması bir zaman dilimi üzerinden satın alır.

- Kira sertifikası yatırımcıları bu varlıklar üzerinden sabit bir getiri elde ederler.
Hibrid Sukuku Uygulaması:

İlk sukuk İslâm Kalkınma Bankası tarafından ihraç edilmiş olup ve içeriği %68 icara sukuk, %28,6 murabaha ve %3,4 istisna sukuk şeklindedir. Piyasa sürülen bu sukukun uluslararası pazarlanabilirlik sağlamak için ilaveten IDB tarafından garantörlük de verilmiştir.

b, Satış Sözleşmesine Dayalı Olan Sukuklar:

(1) Murabaha Sukuk:

Murabaha konusu malın alımını fonlamak maksadıyla birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır ki; sertifikaları satınalanlar murabaha konusu malın sahibi olurlar.

Sertifika sahipleri, murabaha emtiasına sahip olduklarından 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 İslâm hukukçuları tarafından caiz (uygun) görülmemiştir.

Çünkü sertifikalar, emtia alıcısının sertifika sahiplerine borcunu temsil etmektedir ve borcun vadeli olarak alınıp satılması faizle sonuçlanacağından, izin verilmemiştir.

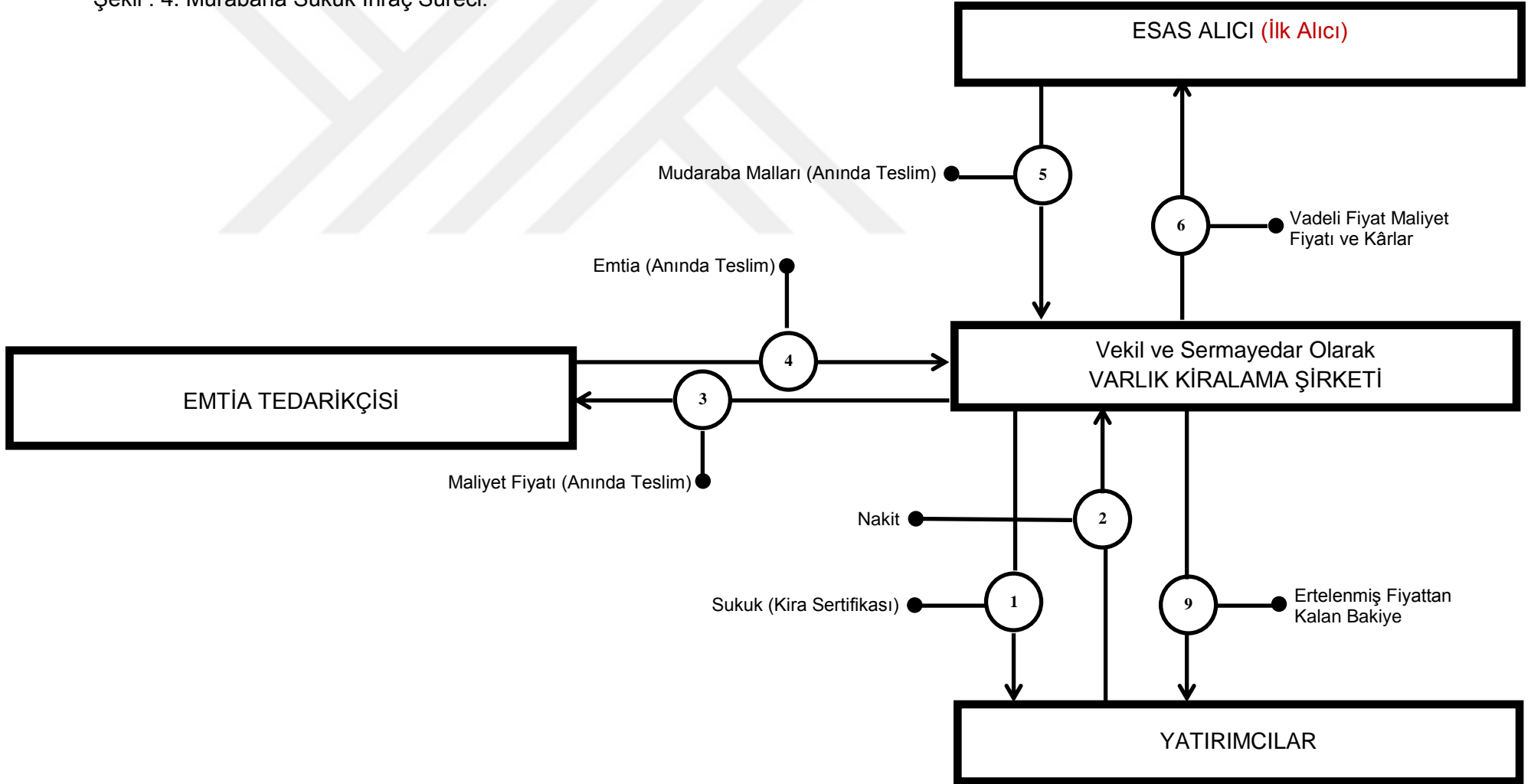
Borç enstrümanı olmasına rağmen, büyük bölümü muşaraka veya icara sukuku gibi ciro edilebilir enstrümanlardan oluşan ve bir portföyün küçük bir parçasını oluşturursa, (hibrid hale dönüşürse) murabaha sukuku ciro edilebilir.¹²⁴

İşlem adımları:

- VKŞ ve borçlu arasında ana sözleşme imzalanır.
- VKŞ yatırımcılara sukuk ihraç eder ve bu usulle fon temin eder,
- VKŞ emtia satıcısından spot usulle emtia satın alır.
- VKŞ emtiayı kâr marjını ekleyerek, anlaşılan zaman diliminde bedeli ödenmek üzere taksitli olarak borçluya satar.
- Borçlu, emtiayı spot usulde emtia alıcısına satar.
- Yatırımcılar nihai satış bedeli üzerinden getiri elde ederler.

¹²⁴ DÖNDÜREN, İSAV Sempozyumu, a.g.m.,s,28

Şekil : 4: Murabaha Sukuk İhraç Süreci:



(2) *Selem Sukuk:*

Selem sermayesi temin etmek maksadıyla birbirine eşit değerde ihraç olunan sertifikalardır. VKŞ tarafından ihraç edilen sukuk ile tasarruf sahiplerinden fon sağlanır. Sertifikalara yatırım yapanlar, selem akdine dayalı olarak satılan malların mülkiyetine sahip olurlar.

Sertifika ihraç edenler, bu malların satıcısıdır. Kira sertifikası yatırımcıları malların alıcılarıdır. Ödenecek sukuk bedelleri malların satın alma fiyatıdır.

Selem belgelerini ihraç edenler mal sahipleri olduklarından, mal sahipleri selem konusu malları ihraç edilen selem sukuk belgeleri ile satmaya yetkilidirler.¹²⁵

Selem'e dayalı yatırım sertifikaları bir VKŞ aracılığı ile çıkarılıp satıldığından, VKŞ sözleşmede evsafı belirtilen emtiayı teslim zamanında daha yüksek fiyattan pazarlaması için bir aracı ile anlaşma yapabilir. Alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki fark VKŞ'nin ve sukuk yatırımcılarının kârıdır.

Selem akdi için gerekli olan temel esaslar selem sukuk için de gereklidir.

Bunların başlıcaları:

- Alıcının ödemeyi tam olarak yapması,
- Seleme konu edilecek malın standart özelliklere sahip olması,
- Malın miktarının, kalitesinin, teslim tarih ve yerinin açıkça belirlenmiş olması...

İlaveten selem sukuklar, alınan malın teslim tarihi gelmeden ikinci bir satışa konu edilemezler. Yani mal teslim alınmadan o mala dayalı olarak ihraç edilen sukuklar ikincil piyasada işlem göremezler. Aksi halde bu durum yani ikincil piyasada satışa konu edilmesi borç satışı olarak değerlendirilir ki bu caiz değildir.

Bu sebepten dolayı da selem sukukların likiditesi düşük kalacağından, yatırımcılar için cazibesi de azalacaktır. Ancak, yatırımcının selem akdine dayalı malın teslim tarihindeki beklentisi, selem sukuk yatırımını cazip hale getirebilir.

Selem sözleşmeleri, genellikle tahıl, petrol, demir ve benzeri ölçülebilir ve standartlaştırılabilir emtia üzerine yapılmaktadır.¹²⁶

¹²⁵ Ahmed Ausaf, Khan Tarigullah, *Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization*, Islamic Research and Training Institute, IDB, Jeddah 1997

¹²⁶ KÜÇÜKÇOLAK, a.g.m. s, 34.

Selem temelli sukuk sertifikaları genellikle kısa dönemli finans sağlama aracı olarak kullanılır. Selem sukuku bankalardan ziyade bireysel yatırımcılar tarafından tercih edilen bir sertifikadır.

Bu tür sertifikalar beklentilere dayalı olarak cazibe kazandığından, belli dönemlerdeki beklentiler paralelinde yoğun talep görebilmektedir.

Misalen; petrol fiyatlarındaki yükselme beklentisi, buğday fiyatlarında mevsimsel etki dolayısıyla yükselme tahminleri, çimento fiyatlarındaki mevsimlik yukarı yönlü hareketlilik beklentisi gibi beklentiler selem sukuka olan talebi artırmaktadır.

İşlem Adımları:

- VKŞ bir yükümlü ile hem malları hem de alıcıları bulmak için anlaşma imzalar. Yükümlü, sukuk yatırımcıları adına malları almayı ve sonrasında yine sukuk yatırımcıları adına kâr etmek için malları satmayı taahhüt eder.
- Sukuk belgeleri yatırımcılara verilir ve VKŞ bu belgelere istinaden fon tahsilâtlarını yapar,
- VKŞ topladığı fonları yükümlü kuruluşa aktarır,
- VKŞ yükümlü' den malları alır.
- Yükümlü kuruluş, sukuk sahipleri adına kâr elde etmek için malları satar.
- Satış bedelleri VKŞ ye aktarılır
- VKŞ kendisine aktarılan bedeli sertifika yatırımcılarına getiri ve anapara olarak ödeyerek sertifikaların itfasını gerçekleştirir.

Selem Sukuk Uygulaması:

Selem sukuk uygulaması, Bahreyn hükümetinin de içinde bulunduğu bir organizasyon tarafından şu şekilde gerçekleştirilmiştir:

Bahreyn Hükümeti tarafından "Selem Sözleşmesinde", Selem Sukuk'un esas varlığı alüminyum olarak belirlenmiştir.

Sözleşmede; alıcıya peşin ödeme yapması karşılığında, belirlenmiş ileriki bir tarihte alüminyum satılacağı taahhüt edilmiştir.

Bahreyn İslâm Bankası (BIB), Selem Sözleşmesine katılmak isteyen diğer bankaları temsil etmek üzere görevlendirilmiştir.

BIB sözleşmeleri ve gerekli dökümanları diğer bankalar adına imzalamaya yetkili kılınmıştır.

Aynı zamanda, alıcı Selem'e konu malı dağıtım kanalları ile pazarlaması için Bahreyn Hükümetini acente olarak görevlendirmiştir.

Bahreyn Hükümeti, BIB'nın selem sahiplerine diğer geleneksel kısa vadeli para piyasası enstrümanlarının getirisine eşit getiri getirecek şekilde kazanç temin edecek bir fiyattan alüminyum pazarlamıştır.

VKŞ satış gelirinden alması gereken cüzi kısmı aldıktan sonra bakiyesini sukuk yatırımcılarına hisseleri oranında ödemiş ve sukuk sertifikalarını geri alarak işlemi tamamlamıştır.¹²⁷

(3) İstisna Sukuk:

İstisna sukuku, belirli bir ürünü üretmek için gerekli olan fonları temin maksadıyla çıkarılan, eşit değerdeki borçluluğu temsil eden sertifikalarıdır.

Sertifika alıcıları, ürüne sahip olurlar ve sertifikanın satış bedeline veya paralel istisna ile satılan ürünün satış bedeline hak kazanmaktadırlar.

İstisna sukuk ihracı, büyük altyapı projelerinin finanse edilmesinde daha tercih edilir olmaktadır. Alt yükleniciyle paralel istisna sözleşmesi yapması için İstisna sözleşmesine taraf olan yükleniciye izin vermesinden dolayı, İstisna sukuk finansal aracılığa uygundur. Bu nedenle bir finansal kuruluş kâr amaçlı bir inşaat işlemini yüklenilebilir ve altyüklenici sözleşmesiyle inşa işlemini uzmanlaşmış bir firmaya devredebilir.¹²⁸

İslâm hukuku, bu tür borç senetlerinin ön (ilk) değerinden farklı herhangi bir fiyattan üçüncü bir kişiye satılmasını yasaklamıştır. Bu nedenle bu tür sertifikalar ikincil piyasada işlem görememektedir.¹²⁹

İstisna sukuklar, genellikle bir malın üretimini kolaylaştırmakta kullanılan bir aracı sertifika türüdür.

Hem üretici hem satın alıcı, başlangıçta ödemeler tablosunu malın özelliklerini ve fiyatı üzerinde anlaşma sağlarlar. Böylece hem alıcı hem de arz eden bu durumdan yüksek fayda sağlamaktadır.

Misalen; bir gemi inşa firması yeni tasarladığı bir projenin kaynağını temin için bu tür sukuku ihraç ederek gerekli finansmanını elde edebilir.

Böylelikle yatırım yapacağı projeyi kolaylıkla gerçekleştirme imkanına kavuşur, sukuk yatırımcıları da ellerindeki atıl fonlarını değerlendirme imkanına kavuşmuş olurlar.

¹²⁷ ALTAŞ a.g.m. ss, 19-29

¹²⁸ Türkiye Finans Katılım Bankası A. Ş., Günlük Bülten, Sukuk, 2007, www.turkiyefinans.com.tr, (05.10.2014)

¹²⁹ DÖNDÜREN, İSAV Sempozyumu, a.g.m, s,30

İşlem adımları:

- VKŞ, projeye fon temin etmek amacıyla sukuk ihraç eder.
- Sukuk ihraç getirisi yüklenici/inşacı tarafından inşa ve projeyi gelecekte teslim etmek için kullanılır.
- Malın mülkiyeti VKŞ'ye devredilir.
- Mal nihai alıcıya satılır. Nihai alıcı VKŞ'ye aylık taksitlerle ödeme yapar.
- VKŞ yaptığı taksit tahsilâtlarını, sukuk yatırımcılarına getiri olarak dağıtır.
- Vade sonunda sertifikalı iffa edilerek süreç tamamlanmış olur.

c, Kira Sözleşmesine Dayalı Olan Sukuk:

(1) İcara Sukuk:

İcara sukuk, bir kira kontratına bağlı olan maddi duran varlıkları temsil eden, eşit değere sahip ve İslâmi prensiplere uygun bir menkul kıymet olarak tanımlanmaktadır.

Sözlük anlamı kira olan icara, iktisadi literatürde, leasing olarak yaygınlık kazanmıştır. Yetkili bir finansal kuruluşun dönemsel kira geliri elde etmek amacıyla, müşterisine kiralamak için bir varlığı satın alınması ve mülkiyetini dönem sonunda kiracıya devretmek şartıyla kiraya vermesi işlemidir.

İcara sukuk bir kira kontratına bağlanmış, tanımlı, mevcut ve bilinen varlıkların mülkiyet hakkını sukuk yatırımcılarına verir. Bundan dolayı da kira bedelleri VKŞ aracılığıyla sukuk yatırımcılarına ödenir.¹³⁰

İslâmi menkul kıymetler içerisinde en çok rağbet gören ürünler olma özelliğini sürdüren icara sukuklardır.¹³¹

Bu sukuk türü sahibine kiradaki bir gayrimenkuldeki eşit ortaklığın sahipliğini veya gayrimenkulün intifa hakkını verir.

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 varlığın bakım maliyetlerini üstlenmektedirler.

¹³⁰ TOK, a.g.m.s, 74.

¹³¹ Ahmad Ausaf, Khan Tariqullah, "Islamic Research and Training Institute", **Islamic Development bank**, Seminar Proceedings.

İcara sukuk, kiracının intifa hakkını kullanma dönemi ile doğrudan ilişkili olmayabilir. Tarafların ortak kararı ile kiralamanın öncesinde, kiralanmış durumda iken veya kiraladıktan sonra da sukuka konu edilebilmektedir. Bu esneklik, icara sukukun ihraç ve talebine olumlu katkı sunmaktadır.

İcara sukukun özellikleri:

- 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 marufa uygun şekilde alacağı varlıkların da kiraya verilmesini sağlayarak, sukuka konu edebilir.

Kiraya veren, kiracının varlıktan yararlanma hakkını engellemeyecek şekilde varlığı satabilir. Varlığın yeni sahibi kirayı alma hakkını da elde edecektir.

- Tüketilebilen şeyler üzerine dayalı icara sukuk çıkarılamaz.

- Varlık, kira sözleşmesinde belirtilen şartların dışında kullanılamaz

- Kira tutarı, kiralamanın ilk döneminde açıkça ve sonraki dönemler için yeniden belirlenebilir. Kira sabit bir oranda artabilirken, bilinen bir değişkene bağlı olarak da artabilir veya azalabilir.

- Varlığın esas unsurlarıyla ilgili ödemeler ve maliyetler varlık sahibinin sorumluluğundadır. Kullanımı ile ilgili oluşan bakım onarım giderleri ise kiracının yükümlülüğündedir.

- Varlık üzerine ekleme, çıkarma, onarma gibi şartlar sözleşmeler ile önceden kararlaştırılır

- İcara sukukunun ihraç sürecinde; varlığı satın alan ve yatırımcılara sukuku dağıtan bir VKŞ vardır. VKŞ ödemeyi yaparak, varlık portföyünü satın alır ve daha sonra varlık üçüncü tarafa kullanım için kiraya verilebilir. Kiracı VKŞ'ye periyodik olarak kirayı öder ve VKŞ sukuk sahiplerine kira bedelini dağıtır.

- İcara sukuk ciro edilebilir ve ikincil piyasada alım satımı yapılabilir.¹³²

- İcara sukuk, ihraç edenlere yönetim ve pazarlama açısından yüksek derecede esneklik sağlar.

Merkezi hükümetler, belediyeler özel ve kamu sektöründe faaliyet gösteren varlık sahipleri bu sukuk türünü ihraç edebilmektedirler.

¹³² AAOIFI a.g.e, s. 383

Buna ek olarak finansal aracı kuruluşlar veya doğrudan varlık sahipleri de ihracı gerçekleştirebilirler.

- Bu sertifikaların vadesi dolmadan önce ihraççısı tarafından piyasa fiyatıyla geri satın alınabilir. Geri alma işleminin ihraççı ile sertifika sahibi yatırımcıların işlem tarihinde üzerinde anlaşacakları bir fiyattan da gerçekleşebilir.¹³³

- Kaynak kuruluşun varlığı yanlış kullanmasından kaynaklanan zararlar için, VKŞ kaynak kuruluşa rücu edebilir.

- Ülkemiz mevzuatına göre;

a. Alacaklı üçüncü taraflar, hem VKŞ'nin hem de kaynak kuruluşun borçları için kiralamaya konu varlıklara rücu edemezler.

b. Kiralamaya konu varlıklar, gayrimenkul varlıklar ise ilgili tapu müdürlüğünden VKŞ 'ye devrinin yapılması gerekir.

c. Kiralama konusu varlık sigorta ettirilebilir.

d. Kira konusu varlığın kısmen ya da tamamen zarar görmesi durumunda, sigortadan alınabilecek varlık ile kira devam edebiliyor ise, kira sözleşmesi devam ettirilir veya, sigortadan alınacak tazminat ile yatırımcıların zararı karşılanır. İşlem adımları:

- Kaynak kuruluş, varlıkları önceden anlaşılmış olan fiyattan ve geri alma taahhüdüyle VKŞ'ye satar.

- VKŞ satın aldığı fiyatta eşit değerde sukuk sertifikası ihraç ederek, satınalma maliyetine ilişkin finansmanı temin eder.

- VKŞ, varlığın kullanım hakkını bir sözleşme ile kaynak kuruluşuna devreder,

- VKŞ kaynak kuruluştan dönemler halinde kirayı tahsil eder.

- Kira tutarı sukuk yatırımcılarına dönemsel getiri olarak ödenir.

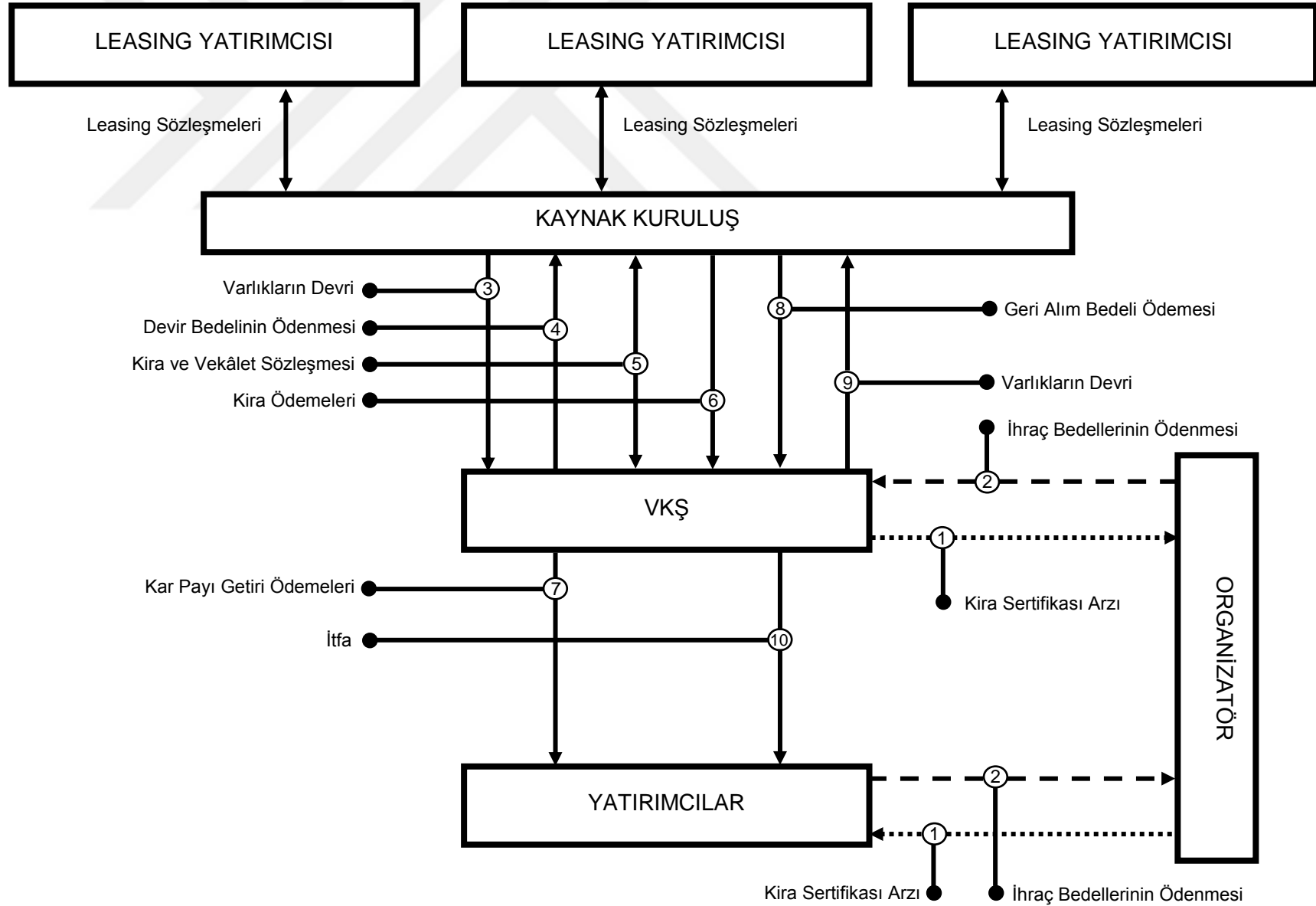
- Vade sonunda, VKŞ önceden belirlenmiş (satınalma fiyatından) fiyattan varlığı kaynak kuruluşa geri satar. Satışta da devir aşamasında olduğu gibi varlıkların devri özel hükümlere tabi ise (gayrimenkullerde tapu sicilinden işlem yapılması gibi) o hükümlerin gereği de yerine getirilir.

- Satış tutarı sukuk yatırımcılarına yatırım sertifika bedeli olarak ödenir, sertifikalar geri alınarak süreç tamamlanmış olur.

Şekil: 4:

¹³³ AAOIFI a.g.e, s,383

Şekil:5: İcra Sukuk İhraç Süreci:



F. SUKUKUN TARİHÇESİ

İslâmi finans sistemi içinde öteden beri kullanılmakta olan ürünlerin yanısıra, son yıllarda etkinliği artan sukuklar İslâmın ilk dönemlerinden itibaren beytülmal (devlet hazinesi)'e yönelik olarak kullanılan, orta çağda ise müslüman tüccarlar tarafından alış-veriş ve diğer ticari faaliyetlerden kaynaklanan finansal yükümlülükleri gösteren bir kâğıt olarak kullanılmıştır.⁷⁷

Sukuk, ikinci Halife Hz. Ömer döneminden itibaren uygulanmaya başlamıştır(Bkz.s, 54).

Günümüzdeki sukuk ilk dönemlerde kullanılan sukuk uygulamalarından farklıdır.¹³⁴ Günümüzdeki sukuk uygulamaları, bu yapıdan farklılaşarak, ilgili varlığın değeri ile orantılı şekilde oluşturulan sertifikalar aracılığıyla, varlığın mülkiyetinin geniş yatırımcı kitlesine transferini sağlayan bir menkul kıymetleştirme mekanizması haline gelmiştir.¹³⁵

Günümüzdeki gelişmiş şekliyle ilk sukuk Malezya'nın buluşu olup, ilk sukuk ihracı 1983 yılında Malezyada gerçekleşmiştir.¹³⁶

İlk defa Malezya hükümeti tarafından ihraç edilen sukukların uygulaması şu şekilde gerçekleşmiştir:

İlk aşamada, bir kamu kurumu olan Federal Malezya Arsa Ofisi elindeki arsalarını kurulan bir SPV'ye (Kamu Varlıkları Şirketi'ne) satılmıştır.

SVP satın aldığı arsaları Malezya Hazinesi'ne kiralayarak kira geliri elde etmiştir

SPV elde ettiği kira gelirlerini, ihraç edilen sukukların satıldığı kişilere gelir olarak ödemiştir.

Vade sonunda Malezya Hazinesi bedellerini ödeyerek arsaları geri almıştır ve bu bedeller sukukların itfasında kullanılmıştır.¹³⁷

Malezya'nın ardından, Kuveyt Merkez Bankası mudaraba usulünde bono ihraç etmiştir.¹³⁸

¹³⁴ Hamdi DÖNDÜREN, "İslâm Hukukuna Göre Tarihten Günümüze Kredi ve Finans Yöntemleri" İSAV tarafından Sabahaddin Zaim Kültür Merkezinde düzenlenen sempozyum müzakere notu, İstanbul, 8-9 Mayıs 2010

¹³⁵ Ahmet TOK, "İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye açısından Değerlendirmeler".Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi, Yeterlilik Etüdü, Ankara 2009, s. 14

¹³⁶ Figen BÜYÜKAKIN – Onur ÖNYILMAZ, "Faizsiz Finansman Bonosu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları" Kocaeli Üniversitesi İktisadi İdr. Bilm. Fakt. (Yayınlanmamış Makale)

¹³⁷ TOK, a.g.e. s. 15.

¹³⁸ BÜYÜKAKIN – ÖNYILMAZ, a.g.e, s. 6.

Bu uygulamalar, Pakistan, Bahreyn, Brunei Sultanlığı, Katar gibi birçok ülkenin sukuka yönelik ilgisini celbetmiş ve bahse konu ülkelerdeki hükümetler ve ticari işletmeler sukuk ihracı için çalışmalar yapmışlardır.

Müslüman ülkelerdeki bu gelişmelerin paralelinde olarak, ekonomik olarak gelişmiş ülkelerin sermaye piyasaları da bu yeni yatırım enstrümanına uygun ortamlar oluşturmak için altyapı hazırlığı yapmışlardır.

Dünya piyasalarında geçerli olan ilk sukuk ihracı ise, 1990'da yine Malezya'da gerçekleştirilmiştir.¹³⁹ Malezya Ringiti (MYR) cinsinden ihraç edilen toplam sukuk büyüklüğü 125 milyon MR (yaklaşık 30 milyon USD) civarındadır ve işlemin en dikkat çeken tarafı ise ihracı yapan Shell firmasının, Malezya'nın, İslâmi esaslara uygun olarak çalışma yapan bir firması olmamasıdır.¹⁴⁰

2002 yılında yine Malezya'da yeni bir sukuk ihracı gerçekleşmiş ve bu sukuk işlemi uluslararası kredi derecelendirme ajansları tarafından puanlanan ilk sukuk olmuştur.¹⁴¹

Uluslararası piyasalarda gerçekleştirilen üçüncü, dördüncü ve beşinci sukuk ihracının yapısını yeniden tanımlayan Bahreyn sukukları olup, ikincil piyasada ilk defa işlem görmebilme özelliğine sahiptirler.

Uluslararası piyasalarda da küresel bir yatırım aracı olarak kullanılmaya başlanan sukuklar, ilk kez Lüksemburg Borsasında daha sonra 20.7.2006 tarihinde ilk defa Londra Borsasına kote edilmiştir.¹⁴²

Dow Jones, 1999 yılında başladığı İslami Piyasa Endeksleri hesaplamasına¹⁴³ ilaveten Dow Jones ve Citi Grup Mart 2006'dan itibaren sukuk İndeks'ini de hesaplamaya başlamışlardır. Bu endeksle ihraç edilen sukukların performansını ölçmektedirler.¹⁴⁴

Dünyadaki sukuk ihraçlarının yüzde 17'si borsalarda işlem görmektedir. Söz konusu sukukların da yüzde 65'i İslam ülkeleri dışında (*10 milyar Amerikan Doları Londra'da, 4,5 milyar Amerikan Doları İrlanda'da...*) işlem görmektedir.

Türkiye'de ise; 2013 yılı itibariyle gerçekleşen sukuk işlem hacmi 585 milyon TL'dir. Bunun önümüzdeki 5 yıl içerisinde 1,5 milyar dolar seviyesine yükselmesi beklenilmektedir.

¹³⁹ <http://www.iifm.net/documents/iifm-sukuk-report>, (02.12.2014)

¹⁴⁰ <http://www.iifm.net/documents/iifm-sukuk-report>,(02.12.2014)

¹⁴¹ <http://www.iifm.net/documents/iifm-sukuk-report> (02.12.2014)

¹⁴² KÜÇÜKÇOLAK, a.g.m, s,27

¹⁴³ YANPAR, s,190

¹⁴⁴ Erdal YILMAZ, "Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi" **The Journal of Accounting and Finance**, January. 2014, ss.81-98

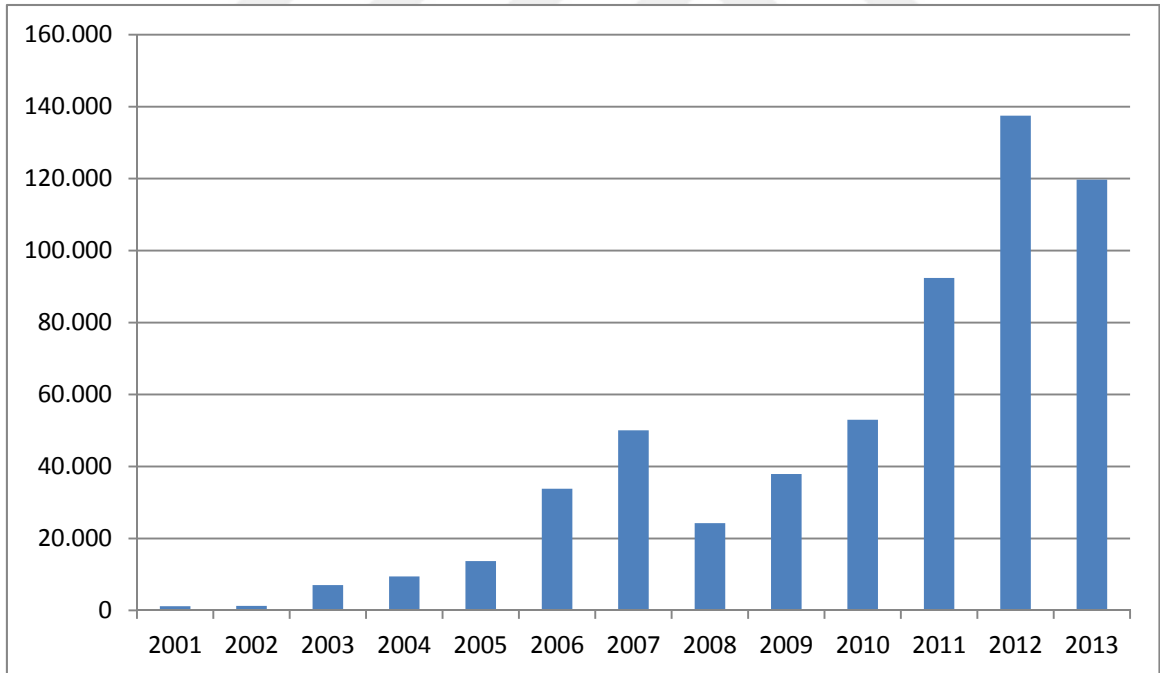
Yatırımcıların tercihlerine dikkat ettiğimiz zaman Borsa İstanbul'da işlem gören sukukların yüzde 92'si yerli, yüzde 8'i yabancı yatırımcılar tarafından alınıp satılmış.¹⁴⁵

Küresel sukuk piyasalarında gözlemlenen gelişmeler İslâm bankacılığının likidite imkânlarını artırırken, uygulamada ortaya çıkabilen sorunların çözümü konularında da uluslararası mekanizmaların gelişmesini zorunlu kılmıştır. Bu zorunluluğun gereği olarak, aralarında TCMB'nin de kurucu olarak bulunduğu "Uluslar arası İslâmi Likidite Yönetimi Şirketi" (International Islamic Liquidity Management Corporation-IILM) kurulmuştur. Bu kuruluşun amacı; İslâmi kurallara uygun gelirleri olan uluslararası bir varlık havuzu oluşturmak ve bu varlıklara dayanan yüksek dereceli, basit tasarımlı, uluslararası geçerliliği ve ikincil piyasası olan, katılımcı ülkelerdeki faizsiz bankacılık kuruluşlarının (İslâm bankalarının) likidite ihtiyaçlarını karşılayacak hacim ve vadelerde düzenli olarak sukuk ihraç edilebilmesinin sağlanması olarak belirlenmiştir.¹⁴⁶

G. DÜNYA EKONOMİSİNDE SUKUKUN ETKİNLİĞİ

1, Global Sukuk İhraçları

Grafik 3: Yıllar İtibarıyla Global Sukuk İhraçları (2001-2013, milyon USD):



Kaynak: <http://www.iifm.net/documents/iifm-sukuk-report>. 20.08.2014

¹⁴⁵ İbrahim TURHAN, "Türkiyede Tüm Yönleriyle Sukuk-2014" İstanbul 29 Nisan 2014, <http://www.dünya.com/finans/finans-diger/sukukta-islem>

¹⁴⁶ YILMAZ, a.g.m. ss.81-98

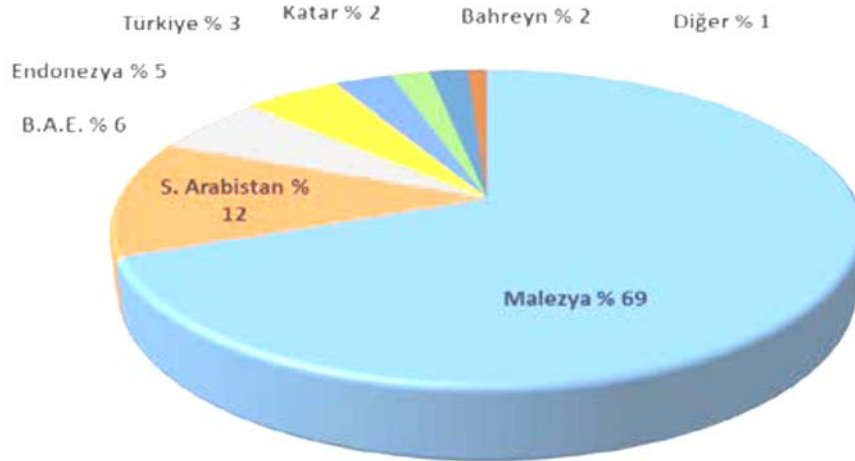
Dünya’da İslâmi finansal aktiflerin ağırlıklı kısmı faizsiz bankacılıktan oluşmakta iken, bu günkü kullanım şekliyle çok daha yeni bir ürün olmasına rağmen sukuk % 14’lük payla ikinci sırayı almış durumdadır.

Grafikte de görüleceği üzere 2001 yılında düşük bir işlem hacmiyle başlayan sukuk ihracı yıllar itibarıyla iki istisna yıl dışında yükselerek devam etmiştir. İstisna olan bu yıllar 2008 ve 2013 yıllarıdır.

2008 yılındaki düşüş küresel krizin dünya piyasalarında meydana getirdiği daralmanın sukuk piyasasına yansımaları olarak yorumlanabilirken, 2013 yılındaki düşüş ise; 2012 yılında bir önceki yıla (2011) göre meydana gelmiş olan %54,22lik artışın ardından bir kabul (hazmetme) döneminin sonucu olarak yorumlanabilir.

2, Sukuk İhraçlarının Ülkeler Arasındaki Dağılımı

Grafik: 4: Global Sukuk İhraçlarının Ülkeler Arasındaki Dağılımı (2013):



Kaynak: Kuwait Finance House Research Islamic Finance 2014 Outlook

Global düzeyde sukuk ihraçlarının gerçekleştirildiği ülkeler ele alındığında, modern manada sukuk’u ilk ihraç kez ihraç eden Malezya açık farkla öne çıkmaktadır. 2013 yılı verilerine göre Malezya kökenli sukuk ihraçları tüm dünyada gerçekleştirilen işlemlerin yüzde 69’una ulaşmıştır. Malezya’yı izleyen S. Arabistan’da ise söz konusu oran yüzde 12’de kalmıştır. Türkiye’de çok yeni bir araç olarak kabul görmeye başlayan sukuk ihraçlarının hızlı bir gelişim gösterdiği ve şimdiden küresel pazarda yüzde 3 seviyesine yükseldiği görülmektedir

Standard&Poor's kredi derecelendirme kuruluğu tarafından yayımlanan Islamic Finance Outlook 2014 raporunda; özellikle Körfez  lkelerinin cari fazlalarının sukuk ihraçlarına yönelecek talebin önemli bir bileşeni olma ihtimali vurgulanmaktadır.

Petrol ihracatından kazanılan ve süreklilik arz eden büyük miktarlardaki fonların sukuk yoluyla, başta Ortadoğu ve Kuzey Afrika olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin kamu açıklarının ve şirketlerin yatırım finansmanı ihtiyaçlarının karşılanmasını finanse etmeye yönelmesi ihtimalinin yüksek olduğuna vurgu yapılmaktadır.

Diğer taraftan Uluslar arası kredi derecelendirme kuruluğu Standart&Poor's (S&P) 2015 yılında sukuk ihraçlarının 100 milyar dolar sınırını aşarak 115 milyar dolara ulaşmasının beklendiğini ifade etmektedir.¹⁴⁷

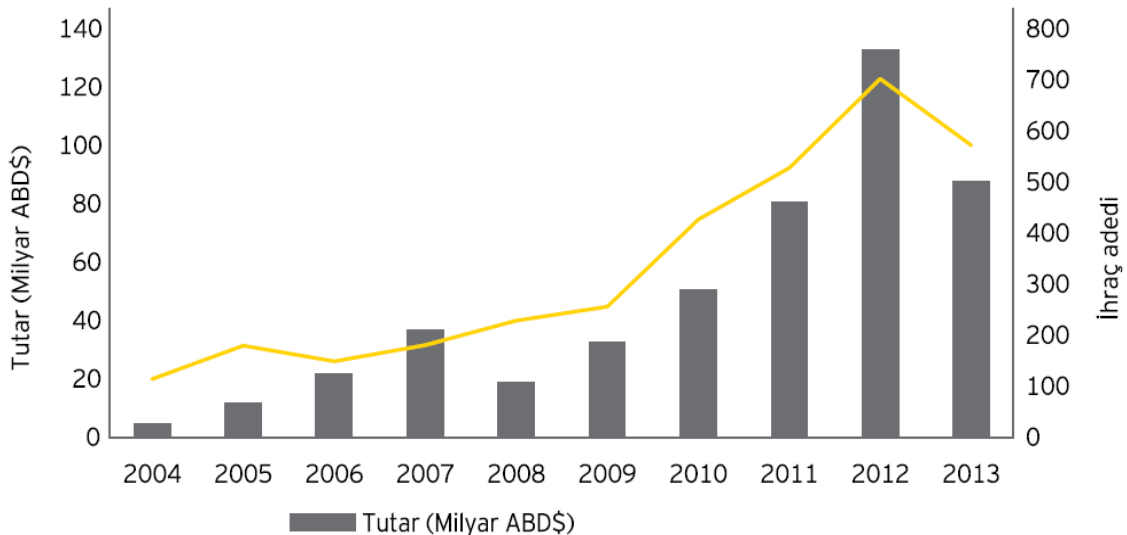
Aynı dönemde konvansiyonel bankacılığın aktif büyüklüğünün 120 trilyon dolar seviyesinde olduğu, faizsiz bankacılığın ortalama olarak daha yüksek oranlı büyüdüğü, bu büyümede sukukun payının nispi olarak yüksekliliği dikkate alındığında sukukun önümüzdeki dönemde artan oranlı büyüme göstereceği sonucu çıkmaktadır.

3. Seçilmiş  lkelerde Sukuk İhraçlarının Yıllar İtibarıyla Gelişimi:

Burada ilk sukuk ihracını gerçekleştiren Malezya ile Türkiye'deki sukuk ihraçlarının yıllar itibarıyla olan gelişimi analiz edilmiştir.

Grafik: 5: Yıllar İtibarıyla Malezya'da Sukuk İhraçları:

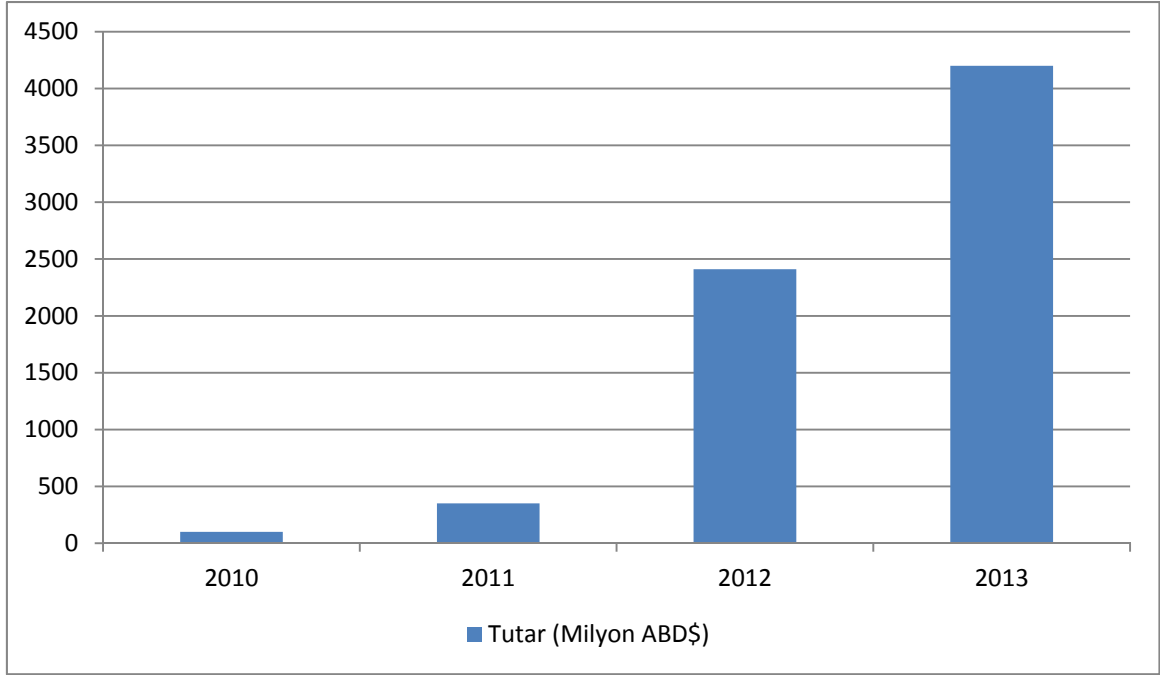
Sukuk ihracı



Kaynak: Dünya İslami Bankacılık Rekabet Raporu 2013-14¹⁴⁸

¹⁴⁷ Dünya Gazetesi, 26 Nisan 2015

Grafik: 6: Yıllar İtibarıyla Türkiye'de Sukuk İhraçları:



Kaynak: Bloomberg HT, www.albarakaturk.com.tr, www.kuveytturk.com.tr, www.turkiyefinans.com.tr

Türkiye'de ilk sukuk ihracı 2010 yılında bir adet olarak gerçekleşmiş olup, 2011 yılında bir adet, 2012 yılında iki adet ve 2013 yılında sekiz adet olarak gerçekleşmiştir.

H. TÜRKİYE'DE SUKUK UYGULAMALARI VE GELİŞİMİ

Günümüz uygulamasıyla sukuk, Türkiye'de ilk sukuk benzeri teşebbüs mudarebe tahvili olarak karşımıza çıkmaktadır. İlk olarak, Albaraka Türk Özel Finans Kurumu A.Ş.'nin 12.11.1984 tarihli kuruluş ana sözleşmesinde mudarabe tahvili çıkarılabileceği kararlaştırılmıştır.¹⁴⁹ Adı geçen Ana sözleşme'nin 11nci maddesine göre;" ilgili kanun, tüzük, kararname ve tebliğlerce müsaade edildiğinde ve ilgili mercilerden izin alınarak on yıla kadar süreli mukarada/mudarebe tahvilleri çıkarılabilecektir."¹⁴⁶

Ancak mudarebe tahvili Türkiye'de uygulama alanı bulamamış ve Albaraka Türk Özel Finans Kurumu A.Ş. bu tahvil çeşidine ilişkin maddesini sözleşme tadilatıyla sözleşmesinden çıkarmıştır.¹⁵⁰

Türkiye'de Sukuk, uzun bir süre devlet(hazine) ihracı temelinde ele alınmıştır.

Türkiye'deki mevzuatın Sukuku net bir şekilde finansal enstrüman olarak tanımlamaması dolayısıyla vergilendirme, muhasebe, dokümantasyon gibi pek çok konuda belirsizlikler söz konusu olmuştur.

Uzun vadeli bir finansman aracı eksikliği Türkiye'deki katılım bankalarının gelecekteki büyüme beklentileri üzerinde de problem teşkil etmekteydi.

Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. Ağustos 2010'da mevcut düzenlemeler altında Wakala (acentalık) yapısını kullanarak Türkiye'nin ilk sukuk ihraç işlemini gerçekleştirmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, yeni sermaye piyasası araçlarının Türkiye finansal piyasalarında işlem görmesine yönelik olarak hazırlanan "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri:III, No:43)" 1 Nisan 2010 tarihinde 27539 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. İlgili Tebliğ'in amacı 1. maddede şöyle açıklanmıştır; "kira sertifikalarının Kurul kaydına alınması, ihracı ve satışı ile varlık kiralama şirketlerinin kuruluş ve faaliyetlerine ilişkin esasları düzenlemektir."

Bu tebliğ ile özel sektör şirketlerinin kira sertifikası ihracı imkânı ortaya çıkmış ve bu yolla sermaye piyasalarından fon temin etmelerine imkân sağlanmıştır.

Kamu sektörü ise, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'un 7/A Maddesi kapsamında, olmak üzere sukuk ihraç etmektedir.

¹⁴⁹ Ticaret Sicil Gazetesi, Sayı: 1134, Tarih 12.11.1984

¹⁵⁰ Ticaret Sicil Gazetesi, Sayı: 6819, Tarih 30.05.2007

Sermaye Piyasası'nın Kira sertifikalı tebliği sukuku "kira sertifikası" olarak tanımlamaktadır. "Kira sertifikası: Her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymetir"(SPK Kira Sertifikaları Tebliği(III-61.1) madde 3/h)¹⁵¹

Türkiye'de başlangıcından 2013 yılı sonu itibarıyla gerçekleşen kira sertifikası ihraçlarına ilişkin veriler şu şekildedir:

Tablo: 4: Türkiye'de Sukuk İhraçları (2010-2013)

KAYNAK KURULUŞ	İHRAÇ TUTARI	PARA CİNSİ	İHRAÇ TARİHİ	VADESİ	ORTALAMA GETİRİ (%)
Kuveyt Türk	100.000.000	USD	24.08.2010	3 yıl	5,25
Kuveyt Türk	350.000.000	USD	31.10.2011	5 yıl	5,875
Hazine Müsteşarlığı	1.500.000.000	USD	26.09.2012	5,5 yıl	2,803
Hazine Müsteşarlığı	1.624.482.560	TL	03.10.2012	728 gün	7,40
Hazine Müsteşarlığı	1.515.326.820	TL	20.02.2013	728 gün	5,70
Hazine Müsteşarlığı	1,250.000.000	USD	10.10.2013	5 yıl	4,557
Hazine Müsteşarlığı	1,817.300.000.	TL	21.08.2013	728 gün	9,00
Albaraka	200.000.000	USD	07.05.2013	10 yıl	7,75
Bank Asya	125.000.000	TL	05.03.2013	364 gün	7,10
Bank Asya	250.000.000	USD	28.03.2013	10 yıl	7,50
Türkiye Finans	500.000.000	USD	02.05.2013	5 yıl	3,95
Aktif Bank	100.000.000	TL	31.05.2013	1 yıl	8,75

Kaynak: Bloomberg HT, www.albarakaturk.com.tr, www.kuveytturk.com.tr, www.turkiyefinans.com.tr

Türkiye'de ilk ihracı gerçekleşen 100 milyon USD tutarındaki sukuka % 45 nispetinde fazla talep gelmiş¹⁵², Kuveyt Türk tarafından ihraç edilen 5 yıl vadeli 500 milyon USD tutarındaki

¹⁵¹ Resmi Gazete 07.06.2013, sayı 28670

¹⁵² Milliyet Gazetesi 26.08.2010

sukuk ihracına 6,5 kat talep gelmiş¹⁵³, Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen 1,25 milyar USD tutarındaki 5 yıl vadeli sukuk ihracına 6 katın üzerinde talep gelmiştir¹⁵⁴

Bu verilerden de anlaşıldığı üzere Türkiye'de şu ana kadar gerçekleştirilen, kaynak kuruluşu özel sektör ve Kamu olan sukuk ihraçları yurt içinden ve yurt dışından beklentilerin üzerinde talep görmektedir.

Ülke içinden gelen yüksek talebin ana sebepleri olarak:

- Son yıllarda ekonomi yönetimi kısa vadeli programlara ilaveten orta vadeli ekonomik programlar yapıp bu programları kamuoyuyla paylaşmaktadırlar. Orta vadeli ekonomi programlarında hedef olarak; enflasyon ve faiz oranlarının düşme eğiliminde olması, kira sertifikası yatırımcılarının bu günkü şartlarla sertifika yatırımı yaparak orta vadede yüksek reel gelir elde etme beklentileriyle örtüşmektedir.

- Yine orta vadeli ekonomik programlamada, başta katılım bankacılığı ve diğer İslâmi finans ürünlerinin teşvik edileceği, İstanbul'un bölgesel finans merkezi olması için gerekli aksiyonların alınmasına yönelik hedeflerin varlığı da kira sertifikası yatırımcılarının talebini teşvik eden unsurlardandır.

- Yurt içinde, Kişi Başı Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'nın onbin doların üzerine çıkması daha fazla kişinin menkul kıymet yatırımına yönelmesine imkan sağlamıştır.

Yurt dışından gelen yüksek talebin sebebi olarak ise:

- A.B.D.'de başlayıp diğer ülkelere yayılan küresel iktisadi krizin etkisini azaltabilmek için başta A.B.D. ve AB ülkeleri ekonomi yönetimlerinin uyguladığı genişletici para politikası tedbirleri sözkonusu ülkelerde para bolluğuna sebebiyet vermiştir. Bollaşan para beraberine yatırımcılar için, alternatif arayışını beraberinde getirmiştir. Diğer yatırım araçlarına göre yüksek getiri imkânı sağlayan kira sertifikaları yatırımcılar tarafından tercih edilir olmuşlardır.

- Uygulanan dış politikalar, özellikle ortadoğu ülkelerindeki yatırımcıların ülkemizi tercih etmesini cazip kılmıştır. Bu durum da İslâmi prensiplere uygun olan kira sertifikalarına olan talebi artırıcı unsur olmuştur.

Talep yönüyle beklenenin üzerinde alaka gören kira sertifikaları, arz yönüyle de büyüme potansiyeline sahiptir.

¹⁵³ Sabah Gazetesi 30.06.2014

¹⁵⁴ <http://bloomberght.com/haberler/haber/1453093-sukuk>

Projelendirilen ve/veya inşası devam etmekte olan büyük ölçekli altyapı (hava limanı, tüp geçit, oto yol, demiryolu..) projeleri başta olmak üzere kamunun ve özel sektör şirketlerinin ihtiyaç duyacağı orta ve uzun vadeli finansman kaynağının temininde, kira sertifikaları tercih edilebilir alternatif olma özelliğine sahiptir.

I. TÜRKİYE'DE SUKUKLA İLGİLİ HUKUKİ DÜZENLEMELER

1, Özel Sektörün Sukuk İhracına İlişkin Düzenlemeler:

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, yeni sermaye piyasası araçlarının Türkiye finansal piyasalarında işlem görmesine yönelik olarak hazırlanan "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: III, No: 43)" 1 Nisan 2010 tarihinde 27539 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. İlgili Tebliğ'in amacı 1. maddede şöyle açıklanmıştır; "kira sertifikalarının Kurul kaydına alınması, ihracı ve satışı ile varlık kiralama şirketlerinin kuruluş ve faaliyetlerine ilişkin esasları düzenlemektir."¹⁵⁵

Bu tebliğle özel sektör şirketlerinin kira sertifikası ihraç ederek sermaye piyasalarından fon temin etmelerine imkân sağlanmıştır.

Tebliğde yer alan bazı kavramlar aynı tebliğin 3. Maddesinde şu şekilde tanımlanmıştır:

Kaynak Kuruluş: Sahip olduğu veya kiraladığı varlıkları, kiralamak üzere varlık kiralama şirketine devreden anonim şirkettir.

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 kıymet, kira sukukudur.

Kurucu: Aracı kurumlar, bankalar ve kaynak kuruluşlardır.

Varlık: Varlık kiralama şirketinin satın alacağı veya kiralayacağı her türlü menkul veya gayrimenkul mallar ve maddi olmayan varlıklardır.

Varlık Kiralama Şirketi (VKŞ): Aracı kurumlar, bankalar ve kaynak kuruluşlar tarafından münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere kurulmuş olan anonim şirkettir.

¹⁵⁵ Resmi Gazete 01.04.2010, sayı 27539

İlgili tebliğin tebliğin 5. maddesinde Varlık Kiralama Şirketlerinin faaliyet konusu şu şekilde tanımlanmaktadır:

- 1) Kira sertifikası ihraç etmek,
- 2) Kendi nam ve kira sertifikası sahipleri hesabına her türlü varlığı devralmak, kiralamak, varlıklardan elde edilen gelirleri payları oranında kira sertifikası sahiplerine ödemek,
- 3) Kira sözleşmesinin sonunda, başlangıçta anlaşılan koşullarda kiraya konu varlığı kaynak kuruluşu devretmek.

Varlık Kiralama Şirketleri, Tebliğ'in 5. maddesinin birinci fıkrasında sayılan faaliyetler dışında herhangi bir ticari faaliyetle uğraşamayacağı gibi aşağıdaki faaliyetlerde de bulunamazlar:

- 1) Her ne ad altında olursa olsun kredi kullanamaz, borçlanamaz, sahip olduğu varlıkları yukarıda ifade edilen faaliyetlerin olağan ifası dışında kullanamaz.
- 2) Sahip olduğu varlıklar üzerinde üçüncü kişiler lehine hiç bir ayni hak tesis edemez.
- 3) Varlığı, kira sözleşmesinden kaynaklanan tüm yükümlülüklerini yerine getiren kaynak kuruluş dışında, başka bir kişiye devredemez.

Tebliğ Varlık Kiralama Şirketleri ve kira sertifikaları ile ilgili düzenlemelerle ilgili olsa da, genel olarak tanımlanan bir kira sukukudur.

İlgili tebliğle yapılan düzenlemelerin genel esasları şu şekilde özetlenebilir:

- 1) Yatırımcıların hakları koruma altına alınmıştır.

Bunu temin için:

- VKŞ tarafından yatırımcılar hesabına devralınmış olan varlıkların veya bu varlıklardan elde edilen gelirlerin amacı dışında kullanılmasının önlenmesini teminen VKŞ esas sözleşmelerinin Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onayı zorunlu kılınmıştır.

- Kira sertifikaları, nakdi kaynak girişine imkan verecek dayanak bir varlığa bağlı olarak ihraç edildiklerinden, benzerleri olan tahvillere göre daha korumalı bir teminat yapısı içermektedir. Dolayısıyla yatırımcılar açısından daha güvenli bir ürün özelliğine sahiptirler.

2) Sistem esas olarak, kaynak kuruluşun VKŞ'ye devrettiği varlıkları daha sonra geri kiralaması suretiyle fon temin etmesi ve bu kira gelirinin pay sahiplerine hakları oranında dağıtılması üzerine inşa edilmiştir. VKŞ, ilk etapta devraldığı bu varlıkların finansmanını ihraç edeceği kira sertifikası ile karşılamakta, sözkonusu sertifikaların dönemsel ödemelerini ise kaynak kuruluştan gelen dönemsel kira gelirleriyle gerçekleştirmektedir.

Vade sonunda ise kaynak kuruluşa geri devredilen sözkonusu varlıklardan elde edilen gelir, kira sertifikası sahiplerine payları oranında dağıtılarak ihraç edilmiş olan kira sertifikası itfa edilmektedir.¹⁵⁶

Mevcut tebliğ Haziran 2013 tarihinde güncellenerek (Sermaye Piyasası Kurulu'nun 07.06.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan III-61,1 sayılı "Kira Sertifikaları Tebliği) beş tür kira sertifikası ihraç edebilme imkânı getirilmiştir.

Tahvil ve bonoda olduğu gibi bankalar ve anonim şirketler bir sermaye piyasası aracı olarak ilgili tebliğ çerçevesinde kira sertifikası ihraç etme imkânına kavuşmuştur.

Bu düzenlemelerden sonra katılım bankaları ve bir yatırım bankası kira sertifikası ihracına başlamıştır. Önümüzdeki dönemde katılım bankalarının faizsiz menkul kıymet ihtiyacını karşılama yoluyla likidite temin etmeleri ve bireysel emeklilik fonlarının faizsiz yatırım fonu oluşturma imkânına kavuşmaları yanında özellikle büyük alt yapı projelerinin kira sertifikası yoluyla finanse edeceği beklentisi yükselmiştir.

2. Kamu Kesiminin Sukuk İhracına İlişkin Düzenlemeler:

4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun 7/A Maddesine yapılan 13.06.2012 tarih ve 6327/32 md ilavesiyle, kamunun sukuk ihracı gerçekleştirilmesi için Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi (HM VKŞ) kurulmuştur.

İlgili şirketin kuruluşuna ilişkin esas sözleşme Türkiye Ticaret Sicil Gazetesinde yayınlanmıştır.¹⁵⁷

Sözkonusu şirketin hisselerinin tamamı Hazine Müsteşarlığına ait olup, şirketin kuruluş amacı ve faaliyet konusu esas sözleşmesinde şu şekilde belirlenmiştir:

- Şirket, 4749 sayılı Kanun'un 7/A maddesi uyarınca devralacağı taşınır ve taşınmazlar ile kullanma, yararlanma, işletme ve sair haklar gibi maddi olmayan varlıkları Hazine Müsteşarlığına kiralamak suretiyle kira geliri elde etmek,
- Sözkonusu varlıklar ve ilgili kira gelirlerine dayalı olarak yurt içi ve yurt dışı piyasalarda kira sertifikası ihraç etmek ve kira süresi sonunda işlem belgeleri gereği oluşan tüm borç ve yükümlülüklerin yerine getirilmesini sağlamak
- Yukarıda sayılan işlemleri müteakiben, söz konusu varlıkları kaynak kamu kurum ve kuruluşlarına devretmek.

¹⁵⁶ YILMAZ, a.g.m. ss.81-98

¹⁵⁷ Ticaret Sicil Gazetesi, Sayı: 8348, Tarih 24.06.2013, s. 269...

Şirket amacını gerçekleştirebilmek için, yürüteceği faaliyetler şu şekildedir:

- 1) Yurt içi ve yurt dışı piyasalarda her biri aynı anda tedavülde olabilecek bir veya daha fazla sayıda kira sertifikası ihraç etmek.
- 2) Kamu varlıklarını, kendi nam ve kira sertifikası sahipleri hesabına ve yararına, mevzuattaki resmi şekil kurallarına tabi olmaksızın devralmak, bu varlıkları kiralamak, devretmek ve varlıklar üzerinde gerekli diğer tasarruflarda bulunmak.
- 3) Söz konusu varlıkların kiralanmasından elde edilen tüm kira gelirlerini kira sertifikalarının şartları uyarınca payları oranında kira sertifikası sahiplerine ödemek.
- 4) Söz konusu kira sertifikası ihraç işlemi ile ilgili yapılması gereken, ilgili sözleşmelerin akdedilmesi dahil, fakat bununla sınırlı olmamak üzere bu maddede belirtilen amaca yönelik her türlü işlemi yapmak.

J. KİRA SERTİFİKALARININ VERGİLENDİRİLMESİ

1, Gelir Vergisi Yönünden:

6111 sayılı Kanunla GVK'nun 75. Maddesinin ikinci fıkrasının 5 numaralı bendinde değişiklik yapılarak, varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen kira sertifikaları da menkul kıymet sermaye iradı olarak sayılmıştır.

GVK'nun geçici 67. Maddesinin 13. Fıkrasına göre, kira sertifikaları sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmış olup, bunlardan elde edilecek gelirlerin 31.12.2015 tarihine kadar vergi tevkifatı yoluyla vergiye tabi tutulacağı hüküm altına alınmıştır. Tevkifat nispeti ise 2011/1854 sayılı Bakanlar Kurulu Kararıyla % 10 olarak tespit edilmiştir.

Tevkifat nihayi vergileme olacak ve mükellefçe beyana dâhil edilmeyecektir.¹⁵⁸

2, Kurumlar Vergisi Yönünden:

6111 sayılı Kanunla KK'nun 5. Maddesinin (e) bendinde yapılan değişiklikle; taşınmazların kaynak kuruluşlarca kira sertifikası maksadıyla varlık kiralama şirketine satışı ile bu varlıkların varlık kiralama şirketince taşınmazın devralındığı kaynak kuruluşta satışından doğan kazançlar, tamamen ve süresiz olarak kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

Bu istisna gayrimenkullerle sınırlı olup, kira sertifikalarına konu olabilecek menkul kıymetlerle, maddi olmayan varlıklar için uygulanmayacaktır.¹⁵⁹

¹⁵⁸ Uğur UĞURLU, Yeni Bir Yatırım Aracı Olan Varlık Kiralama Şirketlerine Ait Kira Sertifikalarının Vergilendirilmesi, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı. 223, Temmuz 2011, s. 111.

¹⁵⁹ SÖYLER, a.g.e., s, 6

KVK'nun geçici 1. Maddesine göre sermaye piyasası aracı olan, kira sertifikası gelirlerine GVK'nun geçici 67. Maddesine göre %10 nispetinde vergi tevkifatı yapılacağından, ayrıca kurumlar vergisi tevkifatı yapılmayacaktır. Söz konusu gelirler için kurumlar vergisi beyannamesi verilmeyeceğinden yapılan tevkifat nihayi vergi olacak %20 nispetinde kurumlar vergisi yerine %10 vergi ödenmiş olacaktır.

3, Katma Değer Vergisi Yönünden:

Katma Değer Vergisi Kanununun 17. Maddesininin dördüncü fıkrasına eklenen (u) bendi ile; Varlık Kiralama Şirketlerince ihraç edilecek kira sertifikalarının teslimi ile kira sertifikalarının kaynağını oluşturan varlıkların, varlık kiralama şirketlerine devrinde ve bu varlıkların kaynak kuruluşu kiralınması ve devir işlemlerinde katma değer vergisi istisnası getirilmiştir.

Bu istisnanın kira sertifikalarının ilk ihracından sonra taraflar arasında sonradan el değiştirmesinde de geçerli olduğunu kabul etmek gerekir.¹⁶⁰

4, Damga Vergisi Yönünden:

Damga Vergisi Kanununda istisnaları düzenleyen (2) sayılı tablonun “ IV-Ticari ve Madeni İşlerle İlgili Kâğıtlar” başlıklı bölümü genişletilerek, menkul ve gayrimenkul mallarla maddi olmayan varlıkların;

- Varlık kiralama şirketlerine devri,
- Bunların kaynak kuruluşu iade işlemleri,
- Bu devirlere bağlı olarak yapılan ipotek işlemleri,
- Bunların varlık kiralama şirketlerince kiralınması nedeniyle düzenlenen kâğıtlar,
- Kira sertifikaları damga vergisinden istisna edilmişlerdir.

5, Harçlar Kanunu Yönünden:

Harçlar Kanunu'nda “Harçtan müstesna tutulan işlemler” başlıklı 59. Maddesini mülga (r) bendi yeniden düzenlenerek;

- Menkul, gayrimenkul ve maddi olmayan varlıkların, varlık kiralama şirketlerine devri,
- Bunların kaynak kuruluşu devri
- Bu devirlere bağlı olarak yapılan ipotek işlemleri harçtan istisna edilmiştir.

¹⁶⁰ SÖYLER, a.g.e. s, 6

6, Banka Sigorta Muameleleri Vergisi Yönünden:

Banka ve sigorta muameleleri vergisi (BSMV) oranları 2011/1854 sayılı Bakanlar Kurulu Kararıyla 98/11597 sayılı BKK'nın (f) ve (g) bentlerinde yapılan değişiklik uyarınca, ihraç edilen kira sertifikaları nedeniyle lehe alınan paralar %1 nispetinde BSMV'ye tabi olacaktır.

Söz konusu kıymetlerin itfasına yönelik olarak düzenleme yapılmadığından, itfa dolayısıyla elde edilecek gelirlerden %5 nispetinde BSMV uygulaması devam edecektir.¹⁶¹

K. KİRA SERTİFİKA İHRACI UYGULAMA ÖRNEKLERİNİN ANALİZİ

Ülkemiz uygulamasında, şu ana kadar ağırlık icara sukuk olduğundan bu konuda örnek uygulama üzerinde analiz yapılması faydalı olacaktır.

Analize esas uygulamalardan biri özel sermayeli bir kuruluşun kira sertifikası ihracı diğeri de kamu kurumunun (TC Hazine Müsteşarlığı) kira sertifikası uygulamaları analiz edilecektir.

1, Özel Sermayeli Kuruluşun Kira Sertifikası İhracı

Ülkemizde ilk sukuk ihracını gerçekleştiren Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.' nin 07 Kasım 2013 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulunca onaylanan Sermaye Piyasası Aracı Notu kapsamında, ihracını gerçekleştirdiği 200.000.000.-TL tavanlı, 100.000.000.-TL nominal değerli sukuk ihrac işlemleri analiz edilecektir.

¹⁶¹ SÖYLER, a.g.e. s, 7

Tablo: 5: Özel Sektör Kira Sertifikası İhraç Özeti:

KİRA SERTİFİKASI	
İhraççı Şirket	KT Kira Sertifikaları Varlık Kiralama A.Ş.
Kaynak Kuruluş	Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.
Halka Arza Aracılık Eden Yetkili Kuruluş	Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Sermaye Piyasası Kurulu Onay Tarihi	07 Kasım 2013
ISIN KODU	TRDKTVKK1411
Talep Toplama Tarihleri	13-14-15 Kasım 2013
Gelir Dönemi Başlangıç Tarihi	19 Kasım 2013
Kira Sertifikası Bedeli Geri Ödeme Tarihi	18 Kasım 2014
Kira Sertifikası Süresi	364 gün
İhraç Miktarı	150.000.000.-TL
Konu Varlıklar	Leasing Varlıkları
Marj	9,10 %
Kupon Ödemesi	91 gün x 4 adet
İhraç Hedefi	Kaynak kuruluş ihaçtan elde edeceği kaynağı, bankanın portföyündeki müşterilere kurumsal finansman desteği ve finansal kiralama gibi finansman imkânları sağlamak için kullanacaktır.
İhraç Piyasası	Yurt İçi
İhraç Yöntemi	Halka Arz % 65 Bireysel yatırımcı, % 35 Kurumsal yatırımcı
Borsa İstanbul'da İşlem Görmeye Başladığı Tarih	20 Kasım 2013

Sözkonusu işlemler gerçekleştirilmeden önce işleme onay vermeye yetkili kurum olan Sermaye Piyasası Kurumu tarafından istenilen bilgi ve belgelerin tedariki gerçekleştirilmiştir.

Bunlar sırasıyla:

1) Kaynak kuruluşu ilişkin olarak:

- a) Kuruluşa ilişkin esas sözleşme belgeleri,
- b) Sermaye yapısı ve sermaye sahiplerine ilişkin tafsilatlı bilgi,
- c) Yönetim Kurulu ve üst yöneticilere ilişkin özet bilgiler,
- d) Mali durumuna ilişkin mukayeseli tablolar ve bu tablolara ilişkin bağımsız denetim raporları,
- e) Uluslar arası derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu notlar...

2) VKŞ'ne ilişkin olarak:

- a) Kuruluşa ilişkin esas sözleşme belgeleri,
- b) Sermaye yapısı ve sermaye sahiplerine ilişkin tafsilatlı bilgi,
- c) Yönetim Kurulu ve üst yöneticilere ilişkin özet bilgiler,
- d) Mali durumuna ilişkin mukayeseli tablolar ve bu tablolara ilişkin bağımsız denetim raporları,

3) İhraç edilecek kira sertifikalarına ilişkin olarak;

- a) Halka arzın gerekçesi ve arz gelirlerinin kullanım yerlerine ilişkin tafsilatlı bilgi,
- b) İhraç edilecek kira sertifikalarının türü ve işlem diyagramı
 - Vade başlangıç tarihi,
 - Periyodik ödeme tarihleri,
 - İtfa tarihi
- c) Dayanağı oluşturan varlıklara ilişkin bilgiler,

4) Risk faktörleri

- a) Şirketin (VKŞ) kira sertifikasına ilişkin yükümlülüklerini yerine getirme gücünü etkileyen risklere ilişkin bilgilendirme,
- b) Kira sertifikalarına ilişkin risk faktörleri,

c) Borçların ifasında temerrüde düşülmesi durumunda meydana gelebilecek gelişmelere ilişkin bilgilendirme,

d) Sertifika yatırımcılarının sorumluluklarına ilişkin bilgilendirme,

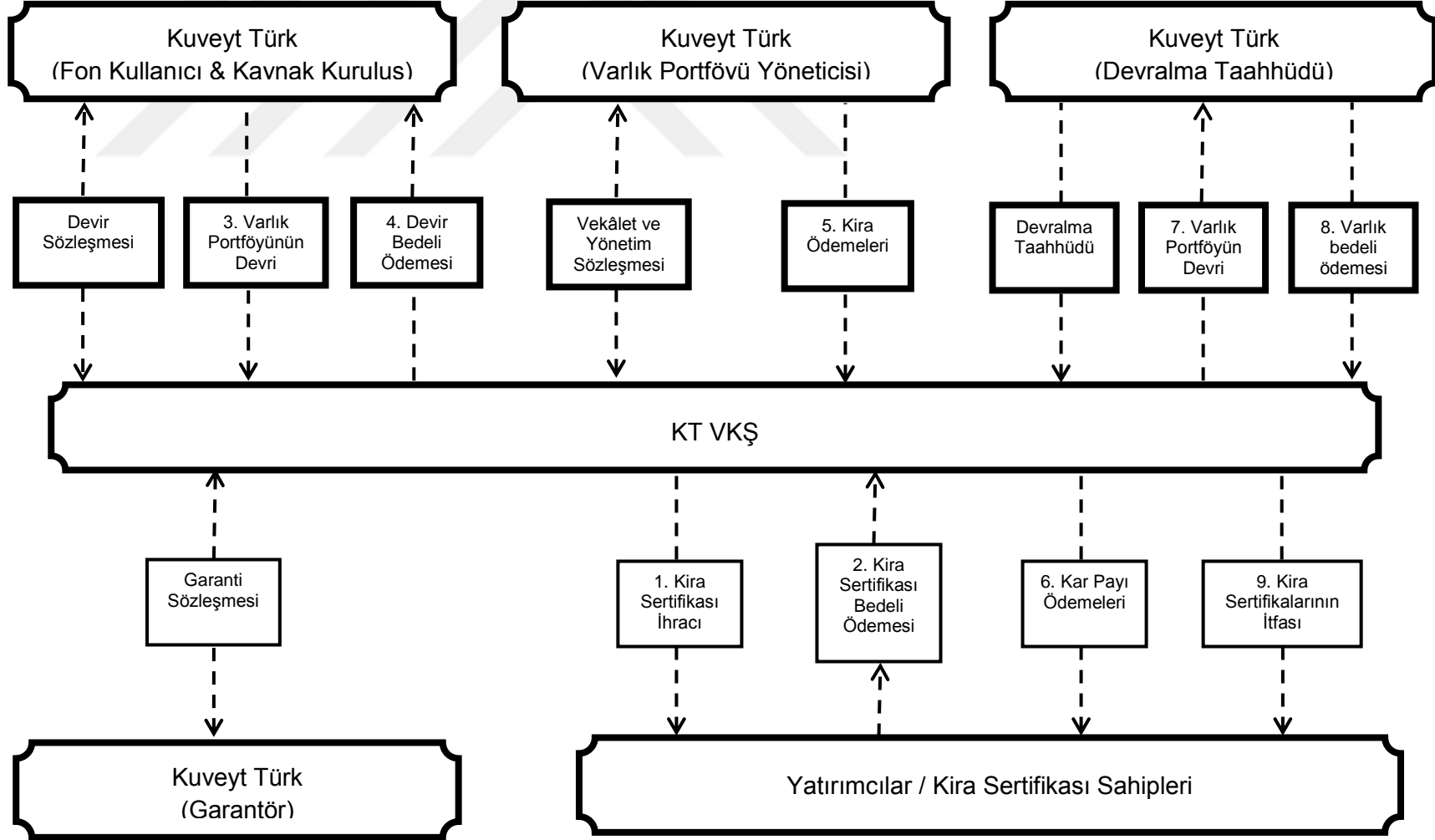
e) Sertifikaya konu varlıkların hasar veya zayi olması durumunda ortaya çıkacak riskler,

f) Kaynak kuruluşun, kira sertifikasına ilişkin yükümlülüklerini yerine getirme gücünü etkileyebilecek riskler...

Detay şekilde oluşturulan bilgi ve belgeler, hazırlayan kuruluşlarca imzalandıktan sonra, ihraççı kurum tarafından "Sermaye Piyasası Aracı Notu"na dönüştürülerek, yetkili kurum olan Sermaye Piyasası Kurulunun onayına sunulmaktadır.

İlgili kurumun gerekli incelemesi sonrası, onay vermesinin ardından işlemler gerçekleştirilmektedir.

Şekil: 6: Özel Sektör Kira Sertifikası İhraç Süreci



İşlem adımları ve gerçekleşme şeması şu şekildedir:

1. adım: Kuveyt Türk Varlık Kiralama Şirketi (KT VKŞ), kaynak kuruluş olan Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.'nin belirli bir varlık portföyünü (söz konusu portföy nominal değeri 150.000.575,65-TL olan, değişik makine ekipmanı konu alan toplam 31 adet leasing sözleşmesine bağlanmış varlıklardan oluşmaktadır) kendi namına ve kira sertifikası yatırımcıları adına satın almak üzere kira sertifikası ihraç eder.

2. adım: KT VKŞ kira sertifika bedellerini sertifika yatırımcılarından tahsil eder. (bu tutar 150.000.000.-TL'dir)

3. adım: Kaynak kuruluş olan Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. varlık portföyünü defter değeri (nominal değerleri üzerinden) KT VKŞ'ye devreder.

Söz konusu varlıkların devrine ilişkin olarak kaynak kuruluş olan Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. ile KT VKŞ arasında satış şartlarını içeren bir devir sözleşmesi imzalanır.

Devir sözleşmesi: SPK'nın konuya ilişkin tebliği kapsamında ihraç edilecek, Kira Sertifikası'na konu olacak Varlık Portföyü'nün, İhraççı (KT VKŞ) lehine yönetilmek üzere söz konusu tebliğ ve ihraca ilişkin düzenlenen (SPK tarafından 07.Kasım 2013 tarihinde onaylanan) sözleşmedir. Sözleşmede yer alan şartlarla, Banka ve KT VKŞ'ye devir ve temlik şartları belirlenmiştir..

4. adım: Kira sertifikası yatırımcılarından sağlanan fonlar, varlık portföyünün devrine istinaden, devir bedeli olarak kaynak kuruluş olan Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.'ne KT VKŞ tarafından ödenir.

Kaynak kuruluş ile VKŞ arasında devralma taahhütnamesi imzalanır. Bu taahhütnameye istinaden kaynak kuruluş olan Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. devrettiği varlıkları ifta tarihinde devir bedeli üzerinden KT VKŞ'den almayı taahhüt etmektedir.

Devralma taahhüdü: Kira Sertifikası'na konu edilen ve VKŞ tarafından kaynak kuruluştan Devir Sözleşmesine istinaden devir alınan Varlık Portföyünün, İhraççı Bilgi Dökümanı şartları uyarınca her türlü takyidattan arî olarak, Kaynak Kuruluş tarafından geri devir ve temlik alınacağına taahhüt edilmesi amacıyla imzalanan taahhütnamedir.

Vekâlet ve Yönetim Sözleşmesi: Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. ile KT VKŞ arasında Vekâlet ve Yönetim Sözleşmesi imzalanır. Bu sözleşme ile; konu varlık portföyünün yönetilmesi ile ilgili olarak KT VKŞ, kendisini temsil etmek üzere Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.'ni vekil tayin etmiştir.

Buna karşılık Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. 'de KTVKŞ'nin temsilcisi olarak sözleşme konusu varlık portföyünü yönetmeyi ve sözleşmede belirlenen hizmetleri sunmayı taahhüt etmiştir. Bu iş ve işlemler karşılığında cüzi bir ücret alacaktır (bu işlemle ilgili belirlenen vekâlet ücreti 100.-TL'dir).

Ayrıca varlık portföyünün getirisi, sertifika yatırımcılarına taahhüt edilen ödemeler toplamının üzerinde ise bu fark vekâlet ücreti olarak Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. 'ne kalacaktır. (Kira sertifikaları % 9,10 getiri ile ihraç edilmiştir bu durumda yatırımcılara ödenecek tutar 13.620.000.-TL olacaktır. Oysa sertifikalara konu varlıkların itfa dönemine kadar olan süredeki getirileri toplamı 34.576.076.-TL olacağı Sermaye Piyasası Aracı Notunda belirtilmiştir. Bu durumda 100.-TL'ye ilaveten brüt 20.956.076.-TL (ihraç giderleri düştükten sonra net tutara ulaşılacaktır) vekâlet teşvik ücreti olarak Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.'ne bırakılacaktır.

Devralma Taahhüdüne istinaden; kira sertifikalarının itfa tarihinden önce KTVKŞ'nin temerrüde düşmesi halinde, kaynak kuruluş olan Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. varlık portföyünü geri alacaktır.

5. adım: KT VKŞ kaynak kuruluş olan Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. 'den dönemsel ödeme tutarlarını tahsil eder.

Garanti sözleşmesi: KT VKŞ tarafından ihraç edilen Kira Sertifikası'na konu olacak Varlık Portföyü'nün, Devir Sözleşmesi çerçevesinde VKŞ'ye devredilmesiyle ilgili olarak, Yönetim Sözleşmesi kapsamında üçüncü şahıslardan olan alacakların tahsilinin Kaynak Kuruluş tarafından yapılacağına garanti edildiği sözleşmedir.

Bu sözleşmeye istinaden kaynak kuruluş olan Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.

a. Leasing varlıkların kira gelirlerini tahsil etmeyi garanti etmektedir.

b. Leasing sözleşmelerinden bir ya da bir kaçının sona ermesi durumunda ve/ veya sözkonusu varlıkların kısmen veya tamamen kaybı halinde ikame varlıkları KT VKŞ'ye devredecektir.

6. adım: KT VKŞ aldığı ödemelerden payları oranın da kira sertifikası yatırımcılarına ödeme yapar.

18 Şubat 2014: 3.405.-TL

20 Mayıs 2014: 3.405.-TL

19 Ağustos 2014: 3.405.-TL

18 Kasım 2014: 3.405.-TL

7. adım: İtfa tarihinde Devralma Taahhüdü kapsamında ve sözleşmelerde belirlenen tüm ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilmiş olması şartıyla, KT VKŞ kira sertifikalarına konu varlık portföyünü kaynak kuruluş olan Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.'ne devreder.

8. adım: kaynak kuruluş olan Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. daha önce belirlenmiş olan iade bedelini, KTVKŞ'ye öder.

9. adım: KT VKŞ tahsil ettiği itfa bedelini ve dönemsel kâr payını da ilave ederek sertifika sahiplerine (18 Kasım 2014 tarihinde toplam 153.405.000.-TL) ödeme yapar ve sertifikaları geri alınarak süreç tamamlanmıştır.

Oluşabilecek Muhtemel Risk Faktörleri:

Kira sertifikasının ihracında kaynak kuruluşun özel sektör kuruluşu olması dolayısıyla, oluşabilecek muhtemel riskler kamu kuruluşunca ihraç edilecek kira sertifikalarına göre daha farklı olacaktır.

Kira sertifikası ihracına ilişkin izin vermeye yetkili kuruluş, müracaat ile ilgili bilgi ve belgeleri taraflardan temin eder, inceler ve "Sermaye Piyasası Aracı Notu" adı altında bir araya getirerek onaylar.

Bu onaylar kira sertifikası yatırımcılarına bir kamu kuruluşunun ödeme garantisi vermediği hususu yine bu belgede belirtilmektedir. Yani kira sertifikası sahiplerine yönelik olarak herhangi bir kamu garantisi sözkonusu değildir.¹⁶²

Bu sebepten dolayı kira sertifikası sahiplerinin karşılaşılabilecekleri muhtemel riskleri şu şekilde sıralamak mümkündür:

1) VKŞ ler sembolik sermayeler ile kurulduğundan (misalen Kuveyt Türk Varlık Kiralama Şirketi A.Ş. nin kuruluş sermayesi 50.000.-TL, Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama A.Ş. nin sermayesi 50.000.-TL dir.) ihraççı VKŞ nin sahip olduğu kıymet kendi nam ve kira sertifikası sahipleri adına devraldığı varlık portföyüdür.

VKŞ nin sertifika sahiplerine yapacağı ödemelerin tamamı, kaynak kuruluşun yapacağı ödemelere bağlı olduğundan, kaynak kuruluştan kaynaklanan her türlü risk doğrudan sertifika yatırımcılarına yansiyacaktır.

Bu riskler; kaynak kuruluşun faaliyetlerinin yetkili kurumlarca durdurulması (kaynak kuruluşun banka olması durumunda BDDK tarafından faaliyet izninin iptali ya da TMSF ye devri sözkonusu olabilir), çalışma lisansının iptali, ödeme gücünde geçici olarak meydana gelebilecek aksamalar şeklinde olabilir.

¹⁶² 25.10.2013 Tarihli Sermaye Piyasası Aracı Notu.

Bu durumda; VKŞ sertifikaya konu varlıkları üçüncü kişilere devrederek elde edilen gelirle sertifika sahiplerinin zararlarını gidermeye çalışır. Bu devirden elde edilecek gelir sertifika sahiplerinin kira ve itfa bedellerinin tamamını karşılamayabilir ve/veya ödemelerde gecikmeye sebebiyet verebilir.

2) Kira sertifika sahipleri ödemelerde aksama meydana gelmesi durumunda sertifika konusu varlıklar dışında olarak VKŞ nin diğer varlıkları ve kaynak kuruluşun varlıkları üzerinde doğrudan talepte bulunamazlar. Kira sertifikası yalnızca varlık portföyündeki hakları temsil ettiğinden, varlık portföyünden elde edilen gelirler, sertifika sahiplerine yapılacak ödemelerin yegâne kaynağıdır.

Risk oluşması durumunda da varlık portföyünün satışı yegâne tahsilât kaynağını oluşturur. Dolayısıyla, varlık portföyünün satışından elde edilecek gelirlerin sertifika sahiplerine yapılması öngörülen ödemeleri karşılamaması durumunda eksik tutar için sertifika sahiplerinin VKŞ ve kaynak kuruluşu müracaat hakları yoktur.

3) Kaynak kuruluş ya da VKŞ nin işlemler esnasında hata, kusur ya da ihmalinden kaynaklanan bir zararın ortaya çıkması durumunda; meydana gelebilecek zararın ve gerekli durumlarda tazminatın tespit ve tahsili için dava açılması sözkonusu olabilir. Bu yöntem hem masraflı gerektiren hem de zaman alıcı olabilmektedir. Bu durum diğer yatırım araçları için de sözkonusu olabilmektedir.

4) Kaynak kuruluş, varlıkları VKŞ ye devrini yaptıktan sonra, sertifika konusu varlıkları vekalet sözleşmesine istinaden yönetmekte ve sözleşme gereği olarak diğer tasarruflarda bulunmaktadır. Kaynak kuruluşun vekâletle üstlendiği vazifesini yerine getirmemesinden dolayı varlık portföyünün zarar görmesi, yok olması, beklenen geliri sağlayamaması gibi durumlarda aksaklığın giderilmesi ve zararın tazmini için müracaat edilecek dava ve takip yolları da masraflı ve zaman alıcı olabilmektedir.

5) Kaynak kuruluş ile VKŞ arasında, kira sertifikası ihracına yönelik olarak her aşamada imzalanan sözleşmelere (devir sözleşmesi, vekalet, yönetim sözleşmesi, geri alım sözleşmesi...) ilişkin hususlarda ihtilaf çıkması durumunda, sorunun çözümü için müracaat edilecek dava ve hukuki takip yolları masraflı ve zaman alıcı olabilmektedir.

6) Kira sertifikasının kaynağını oluşturan varlık portföyü muhtemel risklere karşı sigorta ettirilmektedir. Muhtemel riskin doğması durumunda ilgili sigorta şirketinden tazmin edilecek hasar bedeli kira sertifikası sahiplerine yapılacak ödemelerin tamamını karşılamayabilir.

2, TC Hazine Müsteşarlığı Kira Sertifikası İhracı:

Hazine Müsteşarlığı, SPK 'nın kira sertifikasına ilişkin düzenlemeler yapan tebliğine göre değil, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun 7/A Maddesi ve eki olan 13.06.2012 tarih ve 6327/32 kanun kapsamında, sukuk ihracı gerçekleştirmektedir. İlgili kanunun kira sertifikası ihracını düzenleyen maddesi son değişikliklerle şu şekildedir:

Kira sertifikası ihracı:

Madde 7/A - (Ek: 13/6/2012-6327/32 md.)

(Değişik birinci fıkra: 3/4/2013-6456/2 md.) Bu Kanun kapsamındaki halka açık olmayan kurum ve kuruluşlara ait taşınır ve taşınmazlar ile kullanma, yararlanma, işletme ve sair haklar gibi maddi olmayan varlıklara ilişkin, ilgili kurumların görüşleri alınarak alım, satım, geri alım, kiraya verme, geri kiralama, bedelli veya bedelsiz devir ve benzeri işlemleri mevzuatta yer alan şekil kurallarına tabi olmaksızın tesis etmeye ve bu işlemleri aynı usule tabi olarak yapmak üzere 13/1/2011 tarihli ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununun kuruluş, tescil, denetleme, sermaye, tasfiye ve işleyişe ilişkin hükümlerine bağlı olmaksızın “özel hukuk tüzel kişiliğini haiz varlık kiralama şirketleri kurmaya veya özel hukuk tüzel kişiliğini haiz varlık kiralama şirketleri kurmak” üzere kamu sermayeli kurumları görevlendirmeye Bakan yetkilidir. Bakan tarafından kurulmasına karar verilen ve sermayesinin tamamı Hazine Müsteşarlığına ait olan varlık kiralama şirketlerinin ana sözleşmesi ve değişiklikleri Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde yayımlanır. Bu şirketler 2/7/1964 tarihli ve 492 sayılı Harçlar Kanununa bağlı (1) sayılı tarifinin “C) Ticaret Sicili harçları:” başlıklı bölümünde sayılan, ticari işletme rehni dâhil her türlü ticaret sicili harçlarından ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde yapılacak her türlü ilana ilişkin ilan ücretlerinden muaftır. Bu şirketlerin yurt içinde ihraç ettiği kira sertifikalarına ilişkin şirket ile gerçek ve tüzel kişiler arasındaki ihtilaflarda Ankara Asliye Ticaret Mahkemeleri yetkilidir. “Bu şirketler söz konusu taşınır ve taşınmazlar ile maddi olmayan varlıklara dayalı olarak, hasılatı Müsteşarlığa aktarılmak üzere yurt içi ve yurt dışı piyasalarda kira sertifikası ihraç edebilir. Bu ihraçlara konu olan varlıklar üzerinde, ihracın vadesi süresince ihraç koşullarına aykırı herhangi bir hukuki işlem tesis edilemez.” Bu husus, ilgili taşınmazın tapu kütüğüne şerh edilir. İlgili kurumlar, bu madde kapsamındaki varlık kiralama şirketlerinin bu madde kapsamındaki taşınır ve taşınmazlar ile haklar ve diğer maddi olmayan varlıklarda tasarruf etmesini teminen tapu sicilinde değişiklik dâhil gerekli her türlü işlemleri münhasıran Müsteşarlığın yazılı başvurusu üzerine gerçekleştirirler.

Bu fıkra kapsamındaki işlemlere konu olan kamu varlıklarının kullanımıyla ilgili bakım, onarım, işletme, inşaat ve benzeri iş ve işlemler ilgili kurum ve kuruluşlar tarafından yapılır ve buna ilişkin harcamalar kendi bütçelerinden karşılanır. Bu fıkra kapsamındaki kira sertifikaları, 14/1/1970 tarihli ve 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu ve sermaye piyasası mevzuatı bakımından Müsteşarlık tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin olarak ilgili mevzuatta yer alan usul ve esaslara tabidir. Bu sertifikalar, 4/1/2002 tarihli ve 4734 sayılı Kamu İhale Kanununun uygulamasında teminat olarak kabul edilir.

(Ek fıkra: 3/4/2013-6456/2 md.) Bakan tarafından kurulmasına karar verilen ve tamamı Hazine Müsteşarlığına ait olan varlık kiralama şirketlerinin denetimi Hazine Müsteşarlığının denetimi çerçevesinde yapılır. Bu şirketler, 6102 sayılı Kanun, 4/1/1961 tarihli ve 213 sayılı Vergi Usul Kanunu ve ilgili diğer mevzuat uyarınca defter tutma ve diğer yükümlülüklerden muaftır. Bu şirketlere, 18/5/2004 tarihli ve 5174 sayılı Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği ile Odalar ve Borsalar Kanunu, 8/6/1984 tarihli ve 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ve 22/1/1990 tarihli ve 399 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Personel Rejiminin Düzenlenmesi ve 233 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname hükümleri uygulanmaz. Bu madde kapsamında kurulan varlık kiralama şirketlerine ait her türlü taşınmazlar 9/5/2012 tarihli ve 6305 sayılı Afet Sigortaları Kanunu ile ihdas edilen zorunlu deprem sigortasına tabi değildir.

Bu madde kapsamında kurulan varlık kiralama şirketlerine ait mallar ve her çeşit varlıklar, ceza ve takip hukuku başta olmak üzere ilgili diğer mevzuat uygulaması bakımından devlet malı hükümlerine tabidir. Bu madde uyarınca yapılacak kiralama işlemleri, 11/1/2011 tarihli ve 6098 sayılı Türk Borçlar Kanununun kira sözleşmelerine ilişkin hükümlerine tabi değildir ve söz konusu işlemler hakkında bu madde uyarınca taraflar arasında düzenlenecek sözleşme hükümleri uygulanır.

Bu maddenin birinci fıkrasındaki iş ve işlemler ile Devlet iç borcu, Devlet dış borcu ve nakit yönetimi kapsamında yapılan iş ve işlemler 8/9/1983 tarihli ve 2886 sayılı Devlet İhale Kanunu ile 4734 sayılı Kamu İhale Kanunu hükümlerine tabi değildir.

Bu maddenin uygulanmasına ilişkin usul ve esaslar Bakan tarafından belirlenir.¹⁶³

¹⁶³ Resmi Gazete, Tarih 18.4.2013, sayı,28622

Bu kanunla yapılan düzenlemelerin en önemlileri olarak:

- 1) İhtiyaç duyulabilecek kamu finansmanını yurt içi ve yurt dışı piyasalardan temin maksadıyla Hazine Müsteşarlığına kira sertifikası ihraç etme yetkisi verilmiştir.
- 2) Kira sertifikası ihraç edebilmek için varlık kiralama şirketi kurma izni ve görevi verilmiştir.
- 3) Varlık kiralama şirketine; faaliyetleri esnasında yapacağı iş ve işlemlerde birtakım muafiyet ve istisnalar (VKŞ nin sahip olduğu malların deprem sigortasından muaf olması, kuruluşu esnasında ilan ücreti alınmaması, defter tutma muafiyeti gibi..) tanınmıştır.
- 4) Varlık kiralama şirketlerine ait mallar ve her çeşit varlıklar, ceza ve takip hukuku başta olmak üzere ilgili diğer mevzuat uygulaması bakımından "devlet malı" hükümlerine tabi kılınmıştır.

Bu durum kira sertifikası yatırımcılarının yegâne teminatını oluşturan varlıkların üçüncü şahıs alacaklarına ve icra takibine karşı koruma zırhı oluşturarak kira sertifikası yatırımcılarına koruma zırhı oluşturmaktadır.

- 5) Kira sertifikaları, 4734 sayılı Kamu İhale Kanunu uygulamasında teminat olarak kabul edilecektir.

Yapılan kanuni düzenlemenin ardından "Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Anonim Şirketi" (HM VKŞ) ünvanıyla, tek hissedarı Hazine olan 50.000.-TL sermayeli varlık kiralama şirketi kurulmuştur.¹⁶⁴

Kurulan şirketin merkezi Ankara olup, faaliyet alanı şu şekilde belirlenmiş ve sınırlandırılmıştır:

a) Faaliyet konuları:

- Yurt içi ve yurt dışı piyasalarda her biri aynı anda tedavülde olabilecek bir veya daha fazla sayıda kira sertifikası ihraç etmek,
- Kamu varlıklarının, kendi nam ve kira sertifikası sahipleri hesabına ve yararına, mevzuattaki resmi şekil kurallarına tabi olmaksızın, mülkiyetini devralmak, bu varlıkları kiralamak, devretmek ve varlıklar üzerinde gerekli diğer tasarruflarda bulunmak,
- Söz konusu varlıkların kiralanmalarından elde edilen tüm kira gelirlerini kira sertifikalarının şartları uyarınca payları oranında kira sertifikası sahiplerine ödemek,

¹⁶⁴ Ticaret Sicil Gazetesi, Sayı: 8348, Tarih 24.06.2013, s. 269

- Kira sertifikası ihracı işlemi ile ilgili yapılması gereken, ilgili sözleşmelerin akdedilmesi dâhil, şirketin maksadına yönelik her türlü işlemi yapmak.

b) Faaliyet alanının sınırları:

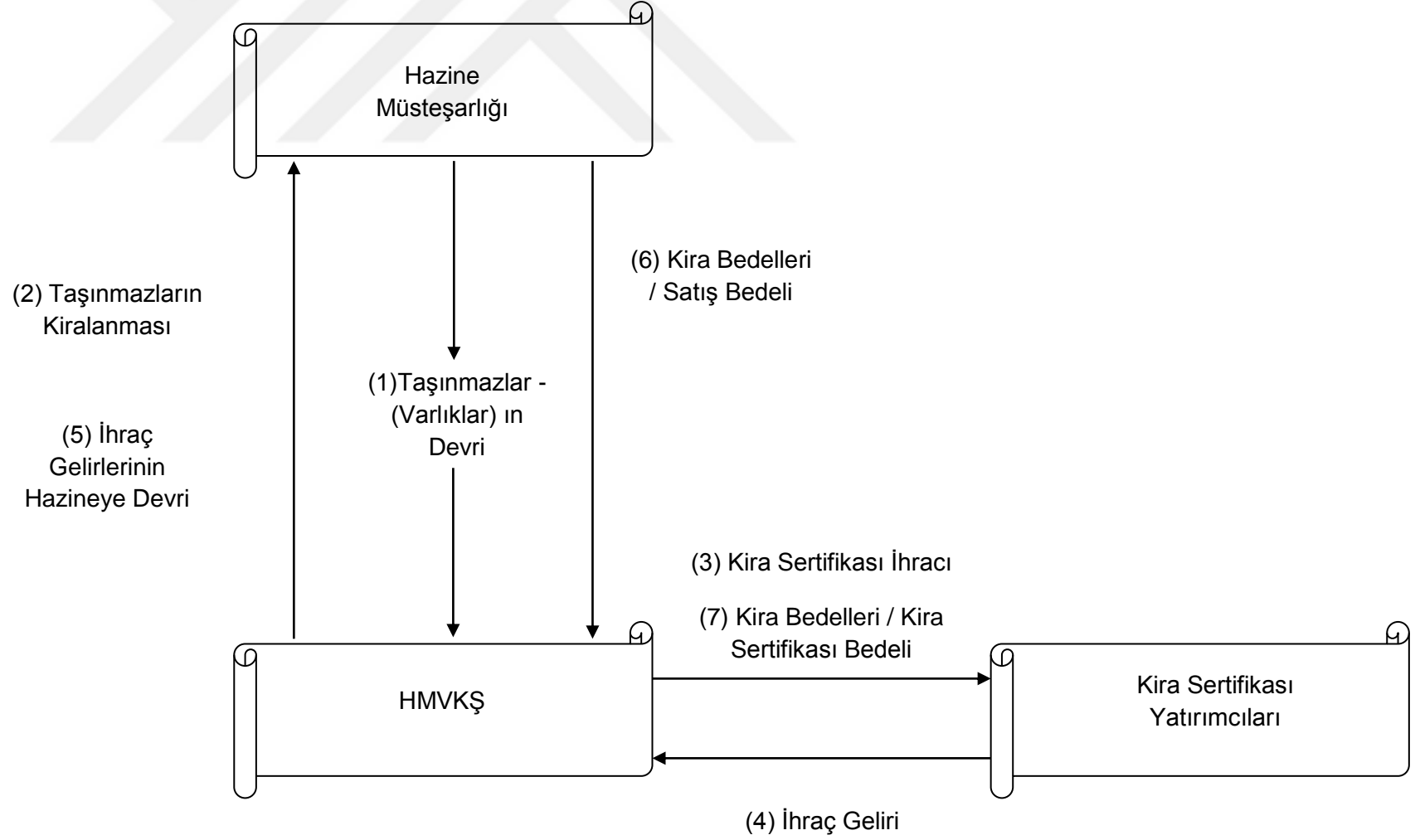
Yukarıda sayılan faaliyet konularının dışında olarak;

- Herhangi bir iktisadi veya ticari faaliyetle uğraşamaz,
- Sahip olduğu varlıkları yukarıda sayılan faaliyetlerin olağan ifası dışında kullanamaz,
- Sahip olduğu varlıklar üzerinde üçüncü Kişiler lehine hiçbir ayni hak tesis edemez,
- Mülkiyetinde bulunan varlıkları, ilgili kamu kurum veya kuruluşu dışında hiçbir gerçek veya tüzel kişiye devredemez.

Yasal düzenlemeleri müteakiben 2013 yılı sonuna kadar, TC Hazine Müsteşarlığı kamu finansmanda kullanılmak üzere beş kez sukuk ihraç etmiş (bkz. Tablo 4) tir.

Hazine müsteşarlığı tarafından ihraç edilen kira sertifikalarının, ihraç süreci şu şekildedir:

Şekil: 7: Hazine Müsteşarlığı Kira Sertifikası İhraç Süreci



1. adım: İhracın öncesinde Hazine Müsteşarlığı tarafından, ihracı gerçekleşecek kira sertifikalarına ilişkin genel bilgileri ihtiva eden “Kira Sertifikası Yatırımcı Klavuzu” düzenlenip yayımlanmaktadır.

2. adım: HMKŞ tarafından satın alınacak varlıkların, Hazine Müsteşarlığı'na kiralanması karşılığında, sertifika sahiplerinin payları oranında kira geliri elde etmelerini sağlayan kira sertifikası ihraç edilmektedir.

3. adım: Yatırımcılar, satın alacakları kira sertifikası bedellerini HMKŞ'ye ödemektedirler.

4. adım: : HMKŞ tarafından kira sertifikası ihracından elde edilen hâsılatı, devralınacak varlıklara karşılık Hazine Müsteşarlığı'na ödemektedir.

5. adım: Kamuya ait taşınmazların HMKŞ'ye satış yoluyla devri yapılmaktadır. Aynı zamanda, tapu kayıtlarında taşınmazların HMKŞ adına tescil işlemi gerçekleştirilmektedir.

6. adım: HMKŞ'ye devri yapılan taşınmazların ilgili kurumlarca kullanımları aynen devam etmek üzere, Hazine Müsteşarlığı ile HMKŞ arasında; satış yoluyla devir işleminden bağımsız olarak; ayrı bir “kira sözleşmesi” yapılmaktadır. Ayrıca, söz konusu taşınmazların kira süresi sonunda geri alımına ilişkin Hazine tarafından “geri alım taahhütnamesi” düzenlenmektedir.

7. adım: Hazine Müsteşarlığı ile HMKŞ arasında yapılan kira sözleşmesi çerçevesinde, Hazine Müsteşarlığı tarafından HMKŞ'ye kira sözleşmesi süresince kira ödemeleri yapılmaktadır.

8. adım: HMKŞ sertifika sahiplerine dönemler halinde getiri ödemesi yapmaktadır.

9. adım: Hazine Müsteşarlığı ile HMKŞ arasında yapılan geri alım taahhütnamesi çerçevesinde, Hazine Müsteşarlığı tarafından HMKŞ'ye kira sözleşmesinin vadesi dolduğunda taşınmazların geri alımı karşılığında taşınmaz satış bedeline ilişkin ödeme yapılmaktadır.

10. adım: HMKŞ Hazine Müsteşarlığından tahsil ettiği bedeli, kira sertifikalarının itfasında kullanarak sertifikaları geri almakta ve süreci sonlandırmaktadır.

Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi tarafından, yurt içi pazarda ihraç edilen kira sertifikası analiz edilecektir.

Tablo: 6: Hazine Müsteşarlığı Kira Sertifikası İhraç Özeti:

KİRA SERTİFİKASI	
İhraççı Şirket	Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi
Kaynak Kuruluş	Hazine Müsteşarlığı
Halka Arza Aracılık Eden Yetkili Kuruluş	Bankalara Doğrudan Satış
Talep Toplama Tarihleri	18.02.2014
Gelir Dönemi Başlangıç Tarihi	19.02.2014
Kira Sertifikası Bedeli Geri Ödeme Tarihi	17.02.2016
Kira Sertifikası Süresi	2 Yıl
İhraç Miktarı	Nominal 1.604.047.101,26 TL tutarına kadar
Konu Varlıklar	Kamu varlıkları
Marj	Dönemsel % 5,30
Kira Ödemesi	1. Kira ödemesi 20/08/2014 2. Kira ödemesi 18/02/2015 3. Kira ödemesi 19/08/2015 4.Kira ödemesi 17/02/2016
İhraç Hedefi	Kamu finansmanı ihtiyacı
İhraç Piyasası	Yurt içi
İhraç Yöntemi	Doğrudan satış
İşlem göreceği Borsa	Borsa İstanbul

Oluşabilecek risk faktörleri:

Sertifika ihracında kaynak kuruluş ve Varlık Kiralama Şirketi Kamuya ait olduğundan, özel sektörün sertifika ihracında ortaya çıkabilecek muhtemel riskler burada ortaya çıkmayacaktır.

Mevcut uygulamada Hazine Müsteşarlığının kira sertifikası ihraçlarında, sertifikaya konu varlıklar Kira Sertifikası Yatırımcı Klavuzunda yer almamaktadır.

Yani HMVKŐ tarafından ihracı gerçekteştirilen kira sertifikası yatırımcıları, satın aldıkları sertifikaların mesnedini oluşturan varlıklar konusunda bilgi sahibi olmadıklarından bu durum sertifika ihracının fıkhi boyutunun da yeniden tartışılmasını gerekli kılmaktadır.

Analimize konu kira sertifikası ihraçlarında; sertifikaların konusu varlıkların cinsi, nerede ne vasıfta oldukları, ekonomik değerlerinin ne olduğu gibi konunun esasına dair hususlarda, Kira Sertifikası Yatırımcı Klavuzunda bilgilere yer verilmediğinden, detay risk analizi yapılamamaktadır.

SONUÇ ve DEĞERLENDİRMELER

İslâm ülkelerinde, yetmişli yıllardan itibaren özellikle artan petrol fiyatlarının ardından oluşmaya başlayan tasarrufların değerlendirilmesi, hem tasarruf sahipleri hem de tasarrufa ihtiyacı olan ekonomik birimler tarafından arzu edilir bir durum meydana getirmiştir.

Ekonomik birimlere ilaveten, tasarrufları ellerinde bulunduranların mensubu oldukları ülke yönetimleri de bu tasarrufları ekonomiye kazandırarak ülkelerinin refahının artmasına katkı sağlama gayreti göstermektedirler.

Petrol fiyatlarındaki ani artışla belirginleşip, devamında değişik ekonomik kaynaklardan gelen varlıklarla birleşerek oluşan tasarrufların, bir kısmı konvansiyonel yöntemlerle ekonomiye dâhil olurken bir kısmı ise İslâmi kurallar çerçevesinde ekonomiye dâhil olmakta, ya da atıl kalmaktadır.

Bu gelişmelerle birlikte artış trendine giren tasarrufların ekonomiye dâhil olabilmesini temin amacıyla, İslâmi kurallara uygun ürünler geliştirilme çabaları yoğunlaşmıştır.

İslâmi kurallara uygun şekilde çalışan müstakil bankaların (İslâm bankaları) yanısıra mevcut faaliyetlerine ilave olarak İslâmi kurallara uygun birimler oluşturan bankalar da yaygınlık kazanmıştır.

Bu faaliyetler, İslâm ülkelerinin yanısıra ekonomik bakımdan gelişmiş başta ABD olmak üzere Avrupa ülkelerinde de hız kazandı.

İslâmi kurallara uygun faaliyet gösterilebilmesi için hukuki düzenlemeler yapan ülkelerin yanısıra, gelişmiş menkul kıymetler borsalarında İslâmi endeksler yayınlanmaktadır.

Ana faaliyet konusu İslâmi bankacılık olan müesseseler, emek-sermaye (mudaraba) usulüyle topladıkları fonları, peşin alıp vadeli satış yoluyla menkul ya da gayrimenkul varlıkların ticareti (murabaha), finansal kiralama (icara), proje ortaklığı (muşaraka)... gibi usullerle ekonomiye kazandırmaya çalışmaktadırlar.

İslâm bankaları başta faiz yasağı olmak üzere İslâmi kurallara göre faaliyet gösterirken, faaliyetlerinin uygunluğunu kontrol maksadıyla danışma heyetleri ile istişare etmektedirler.

Kuruluşlarından itibaren işlem hacimleri sürekli artış trendinde olan faizsiz bankacılığın işlem hacmi son 5 yılda ortalama yüzde 16 oranında büyüyerek, 2013 yılında 1,7 trilyon dolar seviyesine ulaşmıştır. İşlem hacminin önümüzdeki yıllarda daha büyük bir ivme ile artacağı tahmin edilmektedir. Bu tahminde 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizin ardından ortaya çıkan yeni arayışların da etkisi bulunmaktadır.

İslâmın ilk yıllarından itibaren ticaret ve üretim teşvik edilmiş ve bu konuda kurallar konularak fertlerin ve toplumların huzur ve refahı korunmaya çalışılmıştır.

Devlet yönetiminde İslâmi kuralların ağırlığını hissettirdiği dönemlerde, ekonomik hayatta da İslâmi kurallar belirleyici olmuştur. İslâmın iktisada yönelik prensipleri; düzenleyici ve teşvik edici kurallar bütünü olarak tasnif edilmektedir. Düzenleyici iktisadi kurallar olarak; faiz yasağı, emeğin hakkının korunması, mülkiyetin muhafazası, zekat, karaborsacılığın yasaklanması gibi hususlar öne çıkmaktadır.

Teşvik edici olarak; sadaka verme, karz-ı hasen, tabiatın muhafazası gibi hususlara vurgu vardır.

İslâm ülkelerinin güçlü olduğu dönemlerde güçlü ordu ve güçlü sosyal yapının yanısıra güçlü ekonomi de tamamlayıcı saç ayaklarından birini oluşturmuştur.

İslâm iktisadında menkul kıymet uygulaması, İslâmi kurallara uygun olarak ihraç edilmesi durumunda caiz görülmüştür.

Nitekim esas faaliyet konusu İslâmi kurallara aykırı olmayan şirketlerin hisse senetlerinin ticareti caiz görülmüş, çıkarılış gayesi ve işleyişi faize dayalı olan tahvillerin ticareti caiz görülmemiştir.

İslâm ülkelerinde ilk dönemlerden itibaren, ekonomik işleyişi verimli hale getirmek için, menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin de varlığını sürdürdüğü bilinmektedir. İkinci Halife Hz. Ömer döneminden itibaren, varlığı tarihi kaynaklarda sabit olan menkul kıymetleştirme uygulamaları, bazı dönemlerde geçici olarak kesintiye uğramıştır. 19. Asrın başına kadar, İslami esaslara uygun olarak ihracı ve ticareti yapılan menkul kıymetler, bu dönemden itibaren özellikle kamunun dış kaynak ihtiyacının artması ve bunu temin maksadıyla yabancı ülke borsalarına yönelik ihraçlarla karşı karşıya kalınması, beraberinde faiz hassasiyetini de azaltmıştır. Osmanlı İmparatorluğu döneminde kurulan Esham ve Tahvilat Borsası zaman içinde değişikliklere uğrayarak, en son şekliyle Borsa İstanbul A.Ş.'ye dönüşmüştür.

İslam ülkelerinde tasarrufların artışıyla beraber, fon sahiplerinin menkul kıymetlere olan taleplerini artırmak maksadıyla, ulusal ve uluslar arası menkul kıymet borsalarında değişik kurumlarca “İslami Endeks”ler yayımlanmaktadır.

Klasik menkul kıymet uygulamalarına ilaveten, 1990 yılında ilk olarak Malezya’da “Sukuk” olarak isimlendirilen menkul kıymet ihraç edilmeye başlanmıştır.

Bu uygulamanın ardından, sukuk Kuveyt ve diğer körfez ülkelerinden başlayarak İslâm ülkelerinde yaygınlık kazanmıştır. İslâm ülkelerinin yanısıra, ekonomik olarak gelişmiş bazı Avrupa ülkelerinde de işlem görmektedir.

Sukuk, kelime manası itibarıyla; belge vesika manasına gelmekte olup, uygulanış biçimiyle, likit olmayan varlıkların İslâmi kurallara uygun şekilde menkul kıymetleştirme yoluyla gerekli likidite temin edilmesine yarayan, sertifikalara dönüştürülmesidir.

”İslâmi finansman sertifikası” olarak da nitelendirilen sukuklar, esas olarak varlık finansmanı için çıkarılmakta olup, sukuk ihracı ile elde edilen fonla alınan varlık ve yapılan yatırımdan elde edilecek gelirler sukuk yatırımcılarına belli dönemlerde getiri olarak ödenmektedir.

Litaratürde daha ziyade “Yatırım sertifikası” olarak da isimlendirilen sukuklar, İslâm hukukunun onayladığı meşru bir akde dayalı olarak ihraç edilirler. Sertifikaların ihracında ve ikincil piyasalarda işlem görmesinde de yine İslami hukuk kuralları esas alınır.

Bu itirazlar, sukukun uygulanışının İslâmi kurallara uygun olmadığı ya da içinde bulunulan ekonomik şartların gereği olarak geçici durumlar ve geçici dönemler itibarıyla olmuştur.

Günümüzde İslâm İktisadıyla doğrudan ilgilenen akademisyenler ve kurumların üzerinde ittifak ettikleri sukuk çeşitleri 1990’lı yıllardan itibaren ihraç edilmeye başlanmıştır.

Nitekim İslâmi Finans Kuruluşları İçin Muhasebe ve Denetleme Kurumu (AAOIFI) adıyla 1991 yılında kurulan ve İslâmi finans kuruluşları için standartlar belirleyen uluslar arası kuruluş; belirlemiş olduğu 17 nolu standardında, “elde edilecek arz gelirlerini, İslâm hukukunun onayladığı herhangi bir meşru akde dayalı olarak işletmek ve yatırımlarda kullanmak amacıyla, yatırım sertifikaları ihraç etmek caizdir” şeklinde karar alarak sukukun caiz olduğunu kabul ve ilan etmiştir.

Standardı belirlerken, sukukları hisse senedi ve borç senetlerinden ayırmak için “yatırım sertifikası” adıyla tanımlamışlardır.

Sukukların ihracında, taraflar olarak; fon temin maksadıyla mevcut varlık ya da alacağını, sırf sertifika ihraç maksadıyla kurulmuş olan varlık kiralama şirketine devreden kaynak kuruluş, bu işlemlere aracılık eden menkul kıymet yatırım şirketi, kamu adına izin ve denetim görevinde bulunan kuruluş (ülkemizde Sermaye Piyasası Kurumu bu görevi ifa etmektedir) ve sertifika yatırımcıları bulunmaktadır.

Sukuklar, gerekli hukuki düzenlemelerin yapıldığı ülkelerde kamu ya da özel sektör kuruluşları tarafından ihraç edilmektedir.

Sukuk, bir varlığa dayanarak ihraç edildiğinden, dayandırıldığı varlık ya da ihraç gelirin kullanım alanları esas alınarak sınıflandırılmakta ve ikincil piyasalarda işlem görebilmesi de dayandırıldığı varlığa istinaden mümkün olabilmekte ya da ikincil piyasalarda işlem görmesine izin verilmemektedir.

Misalen, murabaha alacağına dayalı olarak ihraç edilen sukukların ikincil piyasalarda işlem görmesi caiz görülmemektedir.

Klasik menkul kıymetlerden tahviller, orta ya da uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılamak için, ihraççı kuruluş tarafından belli bir faiz taahhüdü karşılığı olarak ihraç edilmelerine karşın, sukuklar; mülkiyet hakkına dayalı olarak, finanse edilen varlığın gelirinden kâr payı alma hakkı sağlayan menkul kıymetlerdir.

Yani tahviller borca dayalı, faiz getirisi sağlayan, sukuklar ise varlığa dayalı mülkiyet hakkı sağlayan ve kar olarak getiri sağlayan sertifikalardır.

Diğer taraftan hisse senetleri, belli bir varlığa değil ihraç eden şirkete ortaklık hakkı sağlayan, kârın yanında zarara da katlanma mecburiyeti oluşturan süresiz menkul kıymetler olup, sukuklar belli sürelerle ve belli bir varlığa dayandırılarak çıkarılmaktadırlar.

Hisse senedi ihraç eden kuruluşun tüm varlıkları üçüncü kişiler nezninde icraya konu edilebilirken, sukukun kaynağını oluşturan varlıklar üçüncü kişiler tarafından icra takibine konu edilememektedir.

Hisse senedi ihraç eden şirketin ana faaliyet konusu ve hisse senedi ihracından elde edilecek olan fonların kullanımında ve ikincil piyasalarda işlem görmesinde teknik bir sınırlama sözkonusu değilken, sukuk ihracında ve ihraç sonrası işlemlerde sınırlamalar mevcuttur.

Sukuk, ihracının taraflar açısından faydalarını şu şekilde özetlemek mümkündür:

- İhraççı şirkete daha geniş tabanlı yatırımcılar vasıtasıyla orta ve uzun vadeli fon temin imkânı sağlar,
- Özellikle İslâmi kurallara bağlılıkları sebebiyle tasarruflarını atıl tutan yatırımcılara getiri imkânı sağlamaktadır.
- Atıl fonların ekonomiye aktarılmasına imkân vererek, ülkenin refahına katkı sağlamaktadır.
- Faiz hassasiyeti taşıyan yabancı fonların yurda getirilmesine imkân sağlamaktadır.

- Borsada işlem çeşitliliği oluşturarak işlem hacminin artmasına ve yatırımcı tabanının genişlemesine katkı sağlamaktadır.

Başta Malezya olmak üzere sukuk ihraç eden ülkelerdeki ve uluslar arası piyasalardaki gelişmeler dikkate alınarak, ülkemizde de sukuk ihraç girişimleri başlatılmış ve ilk ihraç, kaynak kuruluş Kuveyt Türk Katılım Bankası tarafından Wakala (acentalık) yapısını kullanarak Ağustos 2010 ta gerçekleştirilmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, yeni sermaye piyasası araçlarının Türkiye finansal piyasalarında işlem görmesine yönelik olarak hazırlanan “Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri:III, No:43)” 1 Nisan 2010 tarihinde 27539 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

Bu yönetmelikle özel sermayeli anonim şirketlerin, sukuk ihraçlarının yasal zemini hazırlanmıştır.

Sermaye Piyasası tarafından çıkarılan yönetmelik sukuku, “kira sertifikası” olarak isimlendirmektedir.

Başta katılım bankaları olmak üzere özel sermayeli anonim şirketler, iç ve dış piyasalarda kira sertifikası ihraç etmeye başlamışlardır.

Kamunun ihtiyaç duyduğu kaynakları temin maksadıyla borçlanma araçlarını çeşitlendirme talebine istinaden, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun’un 7/A Maddesi kapsamında, yapılan düzenlemeye istinaden Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi kurulmuş ve Hazine Müsteşarlığı tarafından, kira sertifikası ihraç edilmeye başlanmıştır.

Gerek özel gerek kamunun ihraç etmiş olduğu kira sertifikalarına, hedef pazarlardan sertifika arzının fevkinde talepler gelmektedir.

Kira sertifikalarının ihracı finansal bir konu olmanın yanısıra moral değerlerle de doğrudan alakalı olduğundan, ihracı öncesi ve sonrasına ilişkin olarak yapılacak hukuki düzenlemelerin, ülkenin genel hukuki prensiplerine uygunluğu noktasında hassasiyete tabi olduğu gibi, İslâmi finans prensiplerinde de uyumluluğu konusunda incelemeye tabi tutulmalıdır.

Uygulamada ortaya çıkabilecek muhtemel vakalar da bu konuda analiz edilmeli ve konunun taraflarında güven zaafiyeti oluşturulmamalıdır.

Asimetrik bilgi oluşumunun önüne geçecek düzenleme ve denetlemeler, kamu otoritesi tarafından hassasiyetle yerine getirilmelidir.

Ülkemizdeki kira sertifikası mevzuatı ve şimdiye kadar olan uygulamalar dikkate alındığında şu husuların yeniden değerlendirilmesi ve gerekli düzenlemelerin yapılması gerekliliği ortaya çıkmaktadır:

1. Hazine Müsteşarlığının kaynak kuruluş olarak HMKŞ tarafından kira sertifikası, ihracı öncesinde yayımlanan Kira Sertifikası Yatırımcı Klavuzunda, mevcut bilgilere ilaveten, kira sertifikasına konu olan varlık/varlıklar hakkında ayrıntılı bilgiye yer verilmelidir. Şimdiye kadarki uygulamalarda bu tür bilgilere yer verilmemektedir.

2. Kamu ya da özel sermayeli anonim şirketler tarafından, gayrimenkul varlığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından sertifikalı olan bağımsız kuruluşlar tarafından gayrimenkulün değeri ve emsal kira getirisine ilişkin rapor düzenlenmeli ve bu bilgi de yatırımcı klavuzunda yer almalıdır.

3. Ana faaliyet konusu İslâmi kurullara uymayan anonim şirketlere kira sertifikası ihraç izni verilmemelidir.

4. Ülkemiz uygulamasında leasing sözleşmesi; bir varlığın hem kiralanmasını hem de aynı varlığın satışını birlikte belirlemektedir. Marufa göre ülkemizdeki leasing uygulamasından maksat, bu usulle varlığın satışı olduğundan, leasing sözleşmesine dayanılarak kira sertifikası ihracı uygulamalarında:

- Sözleşmenin satış yönüne ağırlık verilip, murabaha sukuku kapsamında değerlendirme yapılmalı ve ikincil piyasalarda alınıp satılmasına müsaade edilmemelidir.

- Kira sertifikası varlık sepeti oluşturulurken; sepete dâhil edilecek leasing sözleşmelerinin her biri sertifikaların itfa tarihinden daha kısa olmamalıdır. Daha kısa vadeli leasing sözleşmelerinin sepete dâhil edilip, "süresi dolduğunda muadiliyle değiştirilme sorumluluğu kaynak kuruluşa aittir" taahhüdüyle yatırımcının bilgilendirilmesi, hem ticari zaafiyet içermekte hem de tarafların aleyhine sonuç meydana getirebilecek potansiyel taşımaktadır.

Şöyleki:

- Süresi dolan leasing sözleşmesinin yerine kaynak kuruluş, ekonomik ya da konjoktrüel gerekçelerle yenisini koymakta güçlük çekebilir,

- Öncekinin yerine konulacak yeni sözleşmenin borçlusu önceki sözleşmenin borçlusuna göre daha zayıf ticari moraliteye sahip olabilir,

5. Benzer gerekçeler dolayısıyla, murabaha alacağına dayalı olarak ihraç edilecek kira sertifikalarında, alacak vadesi sertifikaların itfa tarihinden daha kısa olmamalıdır.

6. Kira sertifikasına konu varlığın getirisi, sağlam bilgi ve belgelere dayalı olarak, ihraç öncesinde belirlenerek, söz konusu getiriye göre ihraç işlem sürecinin düzenlenmesi yani işlem adımlarının yeniden tanzimi gerekmektedir.

7. Kira sertifikası ihracı ile elde edilen fonların, İslâmi kurallara uygun olmayan işlemlerde kullanılması da sukuk ihracını meşru kılan şartların ortadan kalkması anlamına gelmektedir. Bu husus dikkate alınarak, ihraç öncesinde söz konusu fonların nerede kullanılacağına dair tafsilatlı bilgi ve belge temin edilmeli ve bunlar da yatırımcı kalavuzunda yer almalıdır.

8. Yatırımcıları hem iktisaden hem de moral değerler olarak yakından ilgilendiren sukuk ihraçlarında, ihraç iznine yetkili kurumun mevcut mevzuat yanında moral değerler itibarıyla da denetim yapacak mekznizmayı kurması ve bunun işlerliğinin artırılması, ihraç öncesi ve sonrası sürecin sıkı denetime tabi tutularak muhtemel istismarların önüne geçilmesi gerekmektedir.

Son 5 yılda ortalama yüzde 16 oranında büyüyen faizsiz bankacılık işlemlerinin işlem hacmi 2013 yılı sonu itibarıyla 1,7 trilyon dolara ulaşmıştır. Aynı tarih itibarıyla bu ulaşılan hacmin %14'ü kira sertifikalarından oluşmaktadır.

Aynı dönemde konvansiyonel bankacılığın toplam işlem hacminin ise 120 trilyon dolar olduğu düşünülürse, aynı büyüme seyrinin devam etmesi durumunda kira sertifikalarının toplam işlem hacmi önemli büyüklüklere ulaşabilecektir.

Bu potansiyelden daha fazla pay alabilmek için, tarafların ve ilgili ülkelerin denetim otoritelerinin asimetrik bilginin oluşmasını önlemeleri gerekmektedir.

Özellikle 2008 küresel finans krizinin ortaya çıkardığı tahribat yeni arayışları da beraberinde getirmiş olduğundan, kira sertifikasına önümüzdeki yıllarda olan talep aratarak devam edecektir.

KAYNAKLAR

Kitaplar

- A. SAMUELSON Paul, **İktisat**, çev. Demir DEMİRGİL, 2. b, Mentş Kitabevi, İstanbul,1982
- AAOIFI Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, **Faizsiz Bankacılık Standartları**, Çev. İshak Emin AKTEPE - Mehmet ODABAŞI, Türkiye Katılım Bankaları Birliği Yayını, İstanbul, 2012.
- AKYÜZ Vecdi, **Bütün Yönleriyle Asr-ı Saadet'te İslâm**, C. IV, Beyan Yayınları, İstanbul 2006
- BEKİ Abdulaziz, **İslâm'da Güncel Ticari Meseleler**, 2. b, Bekke Yayınları, Kayseri, 2005
- CANAN İbrahim, **Kütüb-i Sitte Muhtasarı Tercüme ve Şerhi**, C. XIIX, 1. b, Akçağ Yayınları, Ankara, 1988.
- CİVAN Mehmet, **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2007
- ÇİZAKÇA Murat, **İslâm Dünyasında ve Batıda İş Ortaklıkları Tarihi**, çev. Şehnaz LAYIKEL, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 1999
- DİNLER Zeynel, **Mikro Ekonomi**, 23. b, Ekin Yayın Dağıtım, Bursa, 2012
- DÖNDÜREN Hamdi, **Delilleriyle Ticaret ve İktisat İlmihali**, Erkam Yayınları, İstanbul
- DÖNDÜREN Hamdi, **Ticaret Rehberi**, Erkam Yayınları, İstanbul
- Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, **Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü**, 8. b, Dünya Yayıncılık A.Ş., İstanbul, 2002
- ERKAL Mehmet, **99 Soruda Zekât**, Nun Yayıncılık, İstanbul, 1998
- ERTÜRK Emin, **İktisat, Kavram, İlke, Politika**, Alfa Akademi Yayınları, Bursa 2011
- ERTÜRK Emin, **Küresel Ekonomide Makroekonomik Analize Giriş**, Aktüel Yayınları, Bursa, 2004
- ES-SADR Muhammed Bakr, **İslâm Ekonomi Doktrini**, çev. Mehmet KESKİN – Sadettin ERGÜN 3. b, Şelale Yayınevi, İstanbul,
- Ez-ZERKÂ M. Ahmet - A. Muhammed Abdulaziz en-NECCÂR, **İslam Düşüncesinde Ekonomi, Banka ve Sigorta**, 2. b, çev. Hayrettin KARAMAN, İz Yayıncılık, İstanbul 2009.
- GÜNGÖREN Muaz, **Bir Finansal Enstürman Olarak Sukuk Katılım Bankalarına Uyum Modellemesi**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, İstanbul, 2013

- HAMMÂD Nezh, **İktisadi Fıkıh Terimleri**, çev. Recep ULUSOY, İz Yayıncılık, İstanbul, 1996.
- HEPŞEN Ali, **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul Ticaret Odası Yayını, İstanbul, 2005
- İLHAN Cengiz, **Günümüz Türkçesiyle Mecelle(Mecelle-i Ahkâm-ı Adliye)**, Yetkin Yayınları, Ankara 2011
- İNALCIK Halil – Günsel RENDA, **Osmanlı Uygarlığı**, C. II, TC Kültür Bakanlığı, Ankara, 2009
- KARAMAN Fikret- İsmail KARAGÖZ- İbrahim PAÇACI, **Dini Kavramlar Sözlüğü**, Diyanet İşleri Başkanlığı Yayını, İstanbul,2009
- KARAMAN Hayreddin – Ali ÖZEK – İbrahim Kâfi DÖNMEZ – Mustafa ÇAĞRICI – Sadrettin GÜMÜŞ – Ali TURGUT, Kur'an-ı Kerim ve Açıklamalı Meali, 18. b, Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları, Ankara, 2007.
- KARAMAN Hayreddin, **Ana Hatlarıyla İslâm Hukuku**, C III, Ensar Neşriyat, İstanbul 1986
- KORKMAZ Turhan – Ali CEYLAN, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, 6. b, Ekin Basın Yayın, Bursa, 2012
- M. PERLOFF Jeffrey, **Mikro Ekonomi**, çev. Ahmet ÇAKMAK – Mehmet ŞİŞMAN – Suat YAVUZ – Deniz ŞİŞMAN, 8. b, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 2013
- ÖZCAN Tahsin, **Vakıf Medeniyeti ve Para Vakıfları**, Türkiye Finans Kültür Yayınları, İstanbul 2010
- ÖZSOY İsmail, **Türkiye’de Katılım Bankacılığı**, Türkiye Katılım Bankaları Birliği Yayını, İstanbul 2012
- PARASIZ İlker, **İktisada Giriş**, Ezgi Kitabevi, Bursa,2008
- SÖYLER İlhami, **Hukuki ve Mali Boyutlarıyla Sukuk (Kira Sertifikaları)**, Gazi Kitabevi, İstanbul, 2014
- ŞAKİR Mahmud, **Hz. Âdem’den Bugüne İslâm Tarihi**, çev. Ferit AYDIN, C. IIX, Kahraman Yayınları, İstanbul 1993
- Türk Ticaret Kanunu, **6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu**, Yaklaşım Yayıncılık, Ankara, 2012
- YANPAR Atilla, **İslâmi Finans İlkeler, Araçlar ve Kurumlar**, Scala Yayıncılık, İstanbul,2014.

ZERKA M.Ahmet – Muhammed Abdülaziz en-NECCAR, **İslam Düşüncesinde Ekonomi, Banka ve Sigorta**, Çeviri, Hayreddin KARAMAN, İz Yayıncılık, İstanbul 2003

ZUHAYLİ Vehbe, **İslâm Fıkıhı Ansiklopedisi**, C. X, çev. Ahmet EFE - Beşir ERYARSOY – H.Fehmi ULAŞ, 2.b, Risale Yayınları, İstanbul, 1992.

Makaleler

AKGÜNDÜZ Ahmet, “Câmekiyye”, **T.D.V. İslam Ansiklopedisi**, I- XLIV, C,7, İstanbul 1993, ss, 45-46

ALPTEKİN Erdem, “Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü” **İzmir Ticaret Odası AR&GE Bülteni**, Nisan 2009, İzmir

BAYINDIR Servet, “Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları ve Fıkıhtaki Yeri” İstanbul Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi sayı 16, Yıl 2007, ss, 249 -273, İstanbul

BEŞİRLİ Mehmet, “Osmanlı’da Borsa: Dersaadet Tahvilat Borsası’ndan Esham ve Tahvilat Borsası’na Yeni Düzenleme Girişimleri”, Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 19, sayı 1, ss 185 – 208, Elazığ, 2009

BÜYÜKAKIN Figen – Onur ÖNYILMAZ, “Faizsiz Finansman Bonosu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları” **Kocaeli Üniversitesi İktisadi İdr. Bilm. Fakt.** (Yayınlanmamış Makale) Kocaeli

ÇANAKÇI Mehmet, “Çok Kutuplu Dünyada İslami Finans Piyasalarının Gelişimi ve Sukuk İhraçları” **Türkiye İslam İktisadi Dergisi** cilt,1, sayı 2, Ağustos 2014, ss 43-58, İstanbul

DEDE Kenan, **Sukuk (Kira Sertifikaları) Sunum**, Türkiye Katılım Bankaları Birliği İstanbul 2013

DÖNDÜREN Hamdi, “İslâm Hukukuna Göre Tarihten Günümüze Kredi Ve Finans Yöntemleri” **İSAV tarafından düzenlenen İslâm Hukuku Açısından Tarihten Günümüze Kredi ve Finans Yöntemleri konulu sempozyum müzakere notu**, Sabahaddin Zaim Kültür Merkezi’nde 8-9 Mayıs 2010, İstanbul.

DÖNDÜREN Hamdi, “İslâmi Finans Enstürmanları ve Sukuk”bildiri, **Invest &Finans Sukuk Forumu**, Shareton Hotel 22-23 Kasım 2012 İstanbul

Erçetin HAKKI, çev. “Mega Sukuk Temerrütleri İslami Finans İçin Bir Asit Test mi?” **Malezya İslami Sermaye Piyasası Bülteni**, Aralık 2009

ERDÖNMEZ Pelin Ataman, “Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi” **Bankacılar Dergisi**, sayı 57, ss 75-84, İstanbul, 2006

EROĞLU Erhan, “Mortgage Sisteminde İkincil Piyasa Ürünleri ve Dünya Uygulamaları”
İşletme Araştırmaları Dergisi, cilt 2, sayı 4, 2010, ss 19-38,
<http://isarder.org/www/2010-cilt-2-say-4>

KALLEK Cengiz, “Sak”, **T.D.V. İslam Ansiklopedisi**, I- XLIV, C,35, İstanbul 1993,
ss, 584- 586

KONCA Ateş, “Kira sertifikaları(kira sukuku) ve Vergisel Boyutu” **Yaklaşım Dergisi**,
sayı, 219, Mart 2011, Ankara

KÜÇÜKÇOLAK Necla,” Faizsiz Finansman Sertifikası Sukuk’un Türk Sermaye Piyasası
Açısından Değerlendirilmesi” **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**,
sayı, 520, Haziran 2008, İstanbul

MAZGİT İsmail, “Para ve Sermaye Piyasaları Ders Notu” **Dokuz Eylül Üniversitesi İkt.
İdr. Bilm. Fakt. İktisat Bölümü** 2013-2014 Güz Yarıyılı Ders Notu.

SERPAM “İslâmi Finans- İslâmi Finans Kavramı, Ürünler, Dünyada ve Türkiye’de
Gelişimi ve Geleceği” **İstanbul Üniversitesi Sermaye Piyasası Araştırma ve
Uygulama Merkezi**, Araştırma Notları, Mayıs 2013, İstanbul

SERPAM “Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu” **İstanbul Üniversitesi Sermaye
Piyasası Araştırma ve Uygulama Merkezi**, Araştırma Raporları, Şubat 2013,
İstanbul

SERPAM “Türkiye Sermaye Piyasası 2012 Yılı Raporu” **İstanbul Üniversitesi Sermaye
Piyasası Araştırma ve Uygulama Merkezi**, Araştırma Raporları, Şubat 2013,
İstanbul

SÖYLER İlhami, “Kira Sertifikalarına Yönelik Vergisel Teşvikler”, **Maliye Okulu
Mezunları Derneği**, Temmuz 2012,

YAKAR Soner – Serkan Yılmaz KANDIR - Yıldırım Beyazıt ÖNAL “Yeni Bir
Finansman Aracı Olarak <sukuk-kira sertifikası> ve Vergisel Boyutunun
İncelenmesi” **Bankacılar Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, sayı 84,
Mart 2013, ss 72 -94, İstanbul

YILMAZ Erdal, “Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve
Vergilendirilmesi”, **The Journal of Accounting and Finance (Muhasebe ve
Finansman Dergisi)** , Ocak 2014, sayı 61, Bursa, ss.81-98,

Diğer Kaynaklar

EY Islamic Banking Universe, Dünya İslami Bankacılık Rekabet Raporu 2013-14

<http://www.albaraka.com.tr>

<http://www.borsaistanbul.com>

<http://www.borsaistanbul.com/data/yayinlar/ik.pdf>

<http://www.elitdenetim.com/dosyalar/264>: Varlık Kiralama Şirketleri ve Yeni Vergi Düzenlemeleri; (20 Ekim 2014)

<http://www.forex-borsa.com/turkiyede-borsa> (19 Kasım 2014)

<http://www.kuveytturk.com.tr>

<http://www.spk.gov.tr>

<http://www.tkbb.org.tr>

<http://www.turkiyefinans.com.tr>

<http://piyasarehberi.org/piyasa/118-dunya-borsalari> (22.11.2014)

<http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/borclanma-araclari>, (21.02.2015)

<http://www.hayrettinkaraman.net/makale/0850.htm>, (21.02.2015)

http://www.katilimendeksi.org/content/userfiles/files/keMP_sunum.pdf (22.11.2014)

Hürriyet Gazetesi 4 Ağustos 1960, <http://www.gecmisgazete.com/haber/vataniniza-ve-ailenize-hizmet-icin-siz-de-mutlaka-hurriyet-istikrazi-tahvil-aliniz>, (05.10.2014).

İslam Ekonomisi Ta'lim ve Tedkik Merkezi:İslami Finansman Bonosu (Sukuk): <http://islamekonomisi.org/islami-finansman-bonosusukuk>; 29.06.2014

Katılım Bankaları Birliği Faaliyet Raporu 2013

Kuveyt Türk Kira Sertifikaları Varlık Kiralama A.Ş, **Sermaye Piyasası Aracı Notu**, 7 Kasım 2013

Milliyet Gazetesi, 26.08.2010

ÖCAL Nurcan, “ Türkiyede Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yüksek Lisans Tezi) Ankara, 1994

Resmi Gazete, Muhtelif sayıları

Sabah Gazetesi, 30.06.2014

Sermaye Piyasası Kurulu, **Kira Sertifikaları Tebliği**: Resmi Gazete: 7 Haziran 2013: Sayı: 28670

Sermaye Piyasası Kurulu, **Sermaye Piyasası Araçları- SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2** <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx> (20 Kasım 2014)

T.C. Hazine Müsteşarlığı, **Kira Sertifikası Yatırımcı Klavuzu**, Şubat 2014

TOK Ahmet, “İslâmi Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları,
Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler” **Sermaye Piyasası
Kurulu Hukuk İşleri Dairesi, Yeterlilik Etüdü**, ss, 67, Ankara, 2009

Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi (Muhtelif sayıları) [http// ticaretsicil.gov.tr](http://ticaretsicil.gov.tr)



ÖZGEÇMİŞ			
Adı, Soyadı	Avni		GÜNAYDIN
Doğum Yeri ve Yılı	Tortum		1965
Bildiği Yabancı Diller ve Düzeyi	İngilizce		
Eğitim Durumu	Başlama - Bitirme Yılı		Kurum Adı
Lise	1980	1983	Erzurum Endüstri Meslek Lisesi Motor Bölümü
Lisans	1983	1987	Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü
Yüksek Lisans			
Doktora			
Çalıştığı Kurum (lar)	Başlama - Ayrılma Yılı		Çalışılan Kurumun Adı
1.	1987	1993	Türkiye Halk Bankası A.Ş.
2.	1993	Devam	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.
3.			
Üye Olduğu Bilimsel ve Mesleki Kuruluşlar			
Katıldığı Proje ve Toplantılar			
Yayımlar:			
Diğer:			
İletişim (e-posta):	avni65@hotmail.com		
	Tarih İmza Adı Soyadı	26.06.2015	