



**T.C.**  
**KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**FİNANS BANKACILIK ANABİLİM DALI**  
**DOKTORA PROGRAMI**

**KATILIM BANKALARINDA MENKUL KIYMET İHRACININ**  
**(SEKÜRİTİZASYON) YAPISAL FARKLILIK GÖSTEREN FİNANSAL**  
**PİYASALARDA UYUM MODELLEMESİ: SUKUK ÖRNEĞİ**

**Danışman: Prof. Dr. Hasan SELÇUK**

**Muaz GÜNGÖREN**

**İSTANBUL-2011**

## ÖNSÖZ

*Sukuk, dünya piyasalarında önemli bir seviyeye gelmiştir. Türkiye için yeni bir enstrüman olan sukuk hem Ülkeye dışarıdan fon getirilmesine hemde Katılım Bankaları'nın katılım hesabı toplama gücünü artıracak yeni bir enstrüman olması beklenmektedir. Bu çalışmanın teorik kısmında dünyadaki farklı Sukuk uygulamalarından bahsedildi ve uygulama kısmında da Sukuk'un Katılım Bankalarındaki katılım hesabı toplama etkisi araştırıldı. Çalışmamı sonuçlandırmamda destek olan hocam Prof. Dr. Hasan Selçuk Bey'e ve görüşleri ile katkı sağlayan değerli hocam Prof. Dr. Erişah Arıcan 'a çok teşekkür eder, tüm ilgilenelelere faydalı olmasını dilerim.*

Muaz Güngören

# İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
TABLO LİSTESİ.....	v
ŞEKİL LİSTESİ .....	vi
ÖZET .....	vii
ABSTRACT .....	viii
GİRİŞ.....	1
BÖLÜM 1: FİNANSAL SİSTEM VE KATILIM BANKACILIĞINA İLİŞKİN KAVRAMSAL ÇERÇEVE.....	4
1.1. Finansal Sistemin Genel Çerçevesi : Fon Transfer Aracı Olarak Faiz Unsuruna ilişkin Teorik Çerçeve.....	5
1.2.Finansal Sistem Açısından Katılım Bankalarının Gerekliliği.....	11
1.3.Katılım Bankacılığı ve Fonksiyonları.....	13
1.3.1.Katılım Fonlarına İlişkin Genel Koşullar.....	17
1.3.2. Fon Toplama Yöntemleri .....	19
1.3.2.1.Özel Cari Hesaplar.....	19
1.3.2.2.Katılım Hesapları.....	20
1.3.2.3.Birikimli Katılma Hesabı.....	22
1.3.2.4.Özel Fon Havuzları.....	22
1.3.3.Katılma Hesaplarının Vadeleri.....	22
1.3.4. Fon Kullandırma Yöntemleri.....	23
1.3.4.1.Kâr-Zarar Ortaklığı (Mudaraba).....	24
1.3.4.2.Sermaye Ortaklığı (Müşaraka-RiskSermayesi).....	29
1.3.4.3.Peşin Alım-Vadeli Satım (Murabaha).....	30
1.3.4.4. Leasing (İcara).....	31
1.3.4.5.Karşılıksız Borç (Karz-ıHasen).....	28
1.4. Kâr Payı Ve Faiz Terimlerinin Kavramsal Olarak Değerlendirilmesi.....	33

1.5.Türkiye'de Katılım Bankacılığı.....	35
1.5.1.Bankacılık Kanununda Katılım Bankaları İle İlgili Özel Hükümler.....	39
1.5.2.Katılım Bankalarının Finansal Sistem İçinde Rekabet Durumu.....	41
1.5.2.1. Aktif Kalitesinin iyileştirilmesi.....	46
1.5.2.2.Sermayenin Optimizasyonu.....	46
1.5.2.3. Finansal Risklerin Yönetimi .....	49
<b>BÖLÜM 2: MENKUL KIYMETLEŞTİRME (SEKURİTİZASYON) VE KATILIM BANKACILIĞI SİSTEMİNDE GELİŞİMİ .....</b>	<b>52</b>
2.1. Yapılandırılmış Finansal Araçlar.....	52
2.2. Genel Olarak Menkul Kıymetleştirme.....	55
2.3. Menkul Kıymetleştirmeye Yönelik Tanımlama Çabaları.....	57
2.4. Menkul Kıymetleştirmeye Konu Alacak Türleri.....	58
2.5. Menkul Kıymetleştirme Süreci.....	59
2.6. Menkul Kıymetleştirme Sürecinde Yer Alan Taraflar.....	60
2.6.1. Kredi Veren Kurum (Originator).....	61
2.6.2. Hizmet Veren Firma (Servicer) .....	61
2.6.3. Özel Amaçlı Kurum (Special Purpose Vehicle/SPV).....	61
2.6.4. Yatırım Bankaları (Investment Banks).....	62
2.6.5. Kredi Garantisi Verenler (Credit Enhancers).....	63
2.6.6. Derecelendirme Kuruluşları (Rating Agencies).....	64
2.6.7. Yedd-i Emin (Trustee) .....	64
2.7. Menkul Kıymetleştirme Türleri .....	65
2.8. Menkul Kıymetleştirme Süreci ve Bankaların Rolü.....	69
2.8.1. Aktif Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı.....	73
2.8.2. Aktif Menkul Kıymetleştirmesinde Kurumlar.....	73
2.9. Aktif Menkul Kıymetleştirmenin Avantajları .....	75
2.10. Menkul Kıymetleştirmenin Riskleri.....	76
2.11. ABD'de Aktif Menkul Kıymetleştirmenin Gelişimi .....	78

2.12. Avrupa'da Menkul Kıymetleştirme .....	79
2.13. Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Eğilimi ve Süreci.....	80
2.14. Menkulleştirme Uygulaması Olarak Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler .....	82
2.15. Faiz Dışı Sermaye Piyasası Araçları'nın Türkiye Uygulaması.....	87
2.15.1. Gelir Ortaklığı Senedi.....	87
2.15.2. Kârve Zarar Ortaklığı Belgesi.....	91
<b>BÖLÜM 3 : SUKUK VE KATILIM BANKALARINDA UYGULANABİLİRLİĞİ.....</b>	<b>95</b>
3.1. Sukuk Tanımı .....	95
3.2. Faizsiz Menkul Kıymet Kullanımı.....	96
3.3. Sukuk Gelişim Süreci .....	97
3.4. Sukuk Ve Bono .....	99
3.5. Sukuk'un Faydaları Ve Özellikleri.....	100
3.6. Sukuk Fonlarının Kullanım Alanları .....	100
3.7. Sukuk Çeşitleri .....	96
3.7.1. Mudaraba Sukuku.....	102
3.7.2. Muşaraka Sukuku.....	104
3.7.3. İcra Sukuk .....	106
3.7.4. Murabaha Sukuk.....	108
3.7.5. Salam Sukuk.....	109
3.7.6. İstisna Sukuk .....	111
3.7.7. Melez Sukuku .....	112
3.8. Sukuk (Kira Sertifikaları) İhracında Malezya Örneği.....	113
3.9. Sukuk Modelinin Türkiye'de Uygulanabilirliği.....	119
<b>BÖLÜM 4 : BANKALARDA MENKUL KIYMET CÜZDANININ FON TOPLAMAYA ETKİSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA.....</b>	<b>123</b>
4.1. Kullanılan Veri Seti ve Analiz Dönemi.....	124

4.2. Analiz Yöntemi: Panel Veri Regresyonu.....	124
4.3. Analize Temel Teşkil Eden Modeller.....	126
4.4. Tahmin Sonuçları ve Bulguların Değerlendirilmesi.....	128
SONUÇ .....	133
EKLER .....	138
KAYNAKÇA .....	161

## TABLO LİSTESİ

**Sayfa No.**

Tablo 1.1. Temel Katılım Bankacılığı sektörü verileri.....	50 - 51
Tablo 4.1. Modellerin Panel Veri Regresyonu Tahmin Sonuçları.....	130

## ŞEKİL LİSTESİ

	<b>Sayfa No.</b>
Şekil 1.1. Mudaraba Finansmanında Katılım Bankası-Yatırımcı İlişkisi.....	27
Şekil 1.2. : Mudaraba Finansmanında Katılım Bankası-Girişimci ilişkisi.....	28
Şekil 1.3. Katılım Bankaları ve Mevduat Bankaları karşılaştırması.....	42
Şekil 1.4. Katılım Bankalarının bankacılık sektöründeki toplam fon payı.....	44
Şekil 1.5. Katılım Bankalarının bankacılık sektöründeki kullanılan fon payı .....	45
Şekil 1.6. Katılım Bankalarının bankacılık sektöründeki aktif payı.....	47
Şekil 1.7. Katılım Bankalarının Bankacılık sektöründeki özkaynak payı .....	48
Şekil 2.1. Yapılandırılmış Finansal Araçlar.....	55
Şekil 3.1. : Dünya Sukuk dağılımı.....	97
Sekil 3.2. Sukuk Dağılımı.....	102
Şekil 3.3. Malezya’da Konvansiyonel (standart) Tahviller ile Sukuk ihracı.....	115
Sekil 3.4. Güney Doğu Asya Sukukihracı.....	117
Sekil 3.5. Malezya Sukuk tipleri.....	118



## ÖZET

Türkiye’de Katılım Bankaları, faizsiz finansal enstrümanlar ile faize duyarlı kesimin birikimlerini değerlendirmeye çalışmaktadır. Her ne kadar beklentilerin altında piyasa derinliği olsa da alternatif enstrümanlarla yapısını güçlendirebilecektir. Sukuk Ortadoğu da ortaya çıktıktan sonra dünya da ve özellikle Malezya’da çok yayılmıştır. Her geçen gün Sukuk’a artan ilgi onu faizsiz finans sisteminin içinde önemli yer bulmasını sağlamıştır. Bir çeşit menkul kıymetleştirme yöntemi olan Sukuk ’un en önemli farkı faizsiz olmasıdır. Bu çalışmada menkul kıymetleştirme (securitization) ile beraber varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) gibi enstrümanlar ile Sukuk karşılaştırıldı. Sukuk’un dünya piyasalarındaki yeri ve önemi üzerinde duruldu. Bu çalışmada literatürdeki menkul kıymetleştirme ve Sukuk çalışmaları incelenerek çok değişkenli “doğrusal panel-veri regresyonu” (linear panel-data regression) yöntemi kullanılmıştır. Sonunda da panel regresyon yöntemi ile henüz ülkemize gelmemiş olan bu yeni enstrümanın piyasa girmesi ile beklenen ilgi ve fon toplamaya etkisi araştırıldı.

### **ANAHTAR KELİMELER:**

Sukuk, katılım bankacılığı, menkul kıymetleştirme, VDMK, GOS, Kâr zarar ortaklığı belgesi, panel regresyon, Ekonometrik analiz STATA 9.1,

## **ABSTRACT**

Islamic Banks in Turkey has been working to assess interest-sensitive people's savings with interest-free financial instruments. Although the depth of the market is lower than the expected, it will be able to strengthen its structure with alternative instruments. After appearing in the Middle East, Sukuk has overspread especially in Malaysia. The increasing interest towards Sukuk day by day, rendered it to find a vital place in an interest-free financial system. The most important difference of Sukuk, a kind of securitization method, is that it is interest-free. In this study, securitization and instruments like the asset-backed securities (ABS) were compared with Sukuk. The importance and the place of Sukuk in international markets has been discussed. In this study, multivariate linear panel-data regressions method has been used, by examining securitization and Sukuk studies in the literature. Finally, the expected interest upon introduction of this new –not yet come- instrument in the market and its' effects on collecting funds has been examined.

### **KeyWords:**

Sukuk, islamicbanking, securitization, linear panel-data regression, revenue sharing certificate econometric analyse STATA 9.1

## GİRİŞ

Sukuk, dünya piyasalarında önemli bir enstrüman olarak bilinmektedir. Özellikle faize duyarlı bölgelerde büyük ilgi gören Sukuk Amerika ve Avrupa'da da ihraç edilmektedir. Katılım Bankaları (Özel Finans Kurumları), faiz yerine kâr ve zarara katılma esasına göre mali sektörde faaliyet gösteren, reel ekonomiyi finanse eden, hemen tüm klasik bankacılık faaliyetleri yanında kendine özgü fon toplama ve fon kullandırma yöntemlerine sahip olan, faiz konusunda hassas olan toplumlarda yastık altındaki âtıl tasarruflarının ekonomiye kazandırılmasında son derece önemli roller ifa eden, halihazırda bankalarla aynı hukuki alt yapı ve statüye sahip olan, bankacılık sektörüne çeşitlilik kazandıran ve sektörün tamamlayıcısı ve önemli finansal kuruluşlardandır. Sukuk'da Katılım Bankaları'nı tamamlayan yeni bir enstrüman olarak bu çalışmada ele alınacaktır.

Bu çalışma Katılım Bankacılığı'nın fon toplama işlemine destek sağlamak amacıyla finans literatüründe yer alan ancak Türkiye'de uygulaması bulunmayan sukuk aracı üzerinde durularak uygulanabilirliğine yönelik hazırlanmıştır. Bu çerçevede hazırlanan çalışma özellikle Katılım Bankaları'nın fon toplama işlevinde sukukun önemi ve yaratacağı katma değer bankacılık sektörü özelinde de ampirik olarak test edilmiştir.

Sukuk, Türkiye'ye hem yurt dışından fon girmesini sağlayacak hem de Katılım Bankaları'nın katılım hesabı toplama gücünü artıracak yeni bir enstrümandır. Çalışma 4 bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde Katılım Bankacılığı ve bunun kavramsal çerçevesi ele alınacak, ikinci bölümde menkul kıymetleştirme ve Katılım Bankacılığı'ndaki gelişimi anlatılacak üçüncü bölümde de Sukuk'un dünya piyasalarındaki gelişimi ve Malzeya örneği incelenecektir. Çalışmanın uygulama kısmı dördüncü bölümde sukuk'uun Türkiye'ye gelmesiyle beklenen ilgi ve katılım hesabı toplamaya etkisi araştırılacak panel regresyon yöntemi ile model kurulacaktır. Uygulama kısmı için henüz Katılım Bankalarının da sukuk'a yakın bir enstrüman olmadığı için çalışmada mevduat bankalarındaki kalemler veri olarak alınacak sonuç Katılım Bankacılığı içinde yorumlanacaktır.

Bu çalışmada, öncelikli olarak Katılım Bankacılığı'nın teorik altyapısı ve dayandığı gerekçeler kuramsal olarak tanımlanacaktır. Sonrasında uygulamadaki durumun mevcut yapısı süreçleriyle birlikte değerlendirilecektir. Türkiye ile dünyada faizsiz bankacılığın gelişiminden belirtilecek, sonrasında Katılım Bankaları'nın kendine özgü fon toplama ve fon kullandırma faaliyetleri, işleyişleri ve hukuki nitelikleri ile bu faaliyetlerin Katılım Bankacılığı uygulamasındaki farklılıklarından bahsedecek, Türkiye'de faaliyet gösteren Katılım Bankalarına ilişkin istatistiksel bilgilere yer verilerek birinci bölüm tamamlanacaktır.

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

Çalışmanın bu bölümünde özellikle bankacılık açısından menkulleştirmenin önemine vurgu yapılmış buna ilişkin teorik durum ve uygulama çalışmalarında yetersiz kalan taraflara ilişkin değerlendirmelerde bulunulacaktır.

Menkulleştirmenin Katılım Bankalarına olan yansımalarına bakıldığında geliştirilecek olan finansal araçların faizsiz olması şarttır. Bu çerçevede üçüncü bölümde, birinci bölümde belirtilen Katılım Bankacılığı ve ikinci bölümde açıklanan menkul kıymetleştirmenin, ortak paydasını oluşturan bir finansal araç olan kira sertifikalarına (Sukuk) yer verilmiştir. Sukuk'a ilişkin açıklamada, genel olarak faizsiz finansal faaliyetlere değinildikten sonra, sukukun tanımı, özellikleri, çeşitleri ile dünya genelinde sukuk ihraçlarına yer verilmiştir.

Dünya Sukuk ihraçlarında önemli bir merkez olan Malezya özel olarak ele alınmış ve Malezya'nın iktisadi yapısı üzerinde durulmuştur. Malezya'daki ihraçlar ile Ortadoğu Körfez Ülkeleri'ndeki ihraçlarda karşılaştırılmış ve örnekler verilerek çalışmaya konulmuştur.

Dördüncü bölümde sukuk'un Türkiye piyasasına girmesi ile beklenen etkiyi görmek adına bir ampirik çalışma yapılmış ve uygulama sonuçlarına ilişkin değerlendirmelere yer verilmiştir. Burda literatür taraması yapıp konu hakkında daha önce ne tür modellerin uygulandığına bakıldı. Yabancı kaynakların konu hakkındaki çalışmaları titizlikle ele alındıktan sonra Türkiye uygulaması hakkında en iyi fikri vermesi için panel regresyon modeli ile konu hakkında veriler toplandı ve ampirik çalışma yapıldı.

## BÖLÜM 1 :

### 1. FİNANSAL SİSTEM VE KATILIM BANKACILIĞINA İLİŞKİN KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Fon arz ve talep ilişkisindeki denge üzerine hareket eden finansal sistemin etkinliği finansal piyasalara ve finansal varlıklarına bağlıdır. Finansal sistem içerisinde çok sayıda finansal varlık bulunmaktadır. Bu varlıklar nakit, likiditesi yüksek nakit benzeri menkul kıymetler ile kıymetli evrak niteliğindeki gayri-nakdi finansal enstrümanlardır. Finansal sistem içerisinde değişken getirili ve sabit getirili finansal enstrümanlar, para ve sermaye piyasaları aracılığıyla tasarruf sahiplerine çok geniş bir yelpazede getiri imkanı sağlayarak tasarrufu artırabilir ve bunları yatırıma yönlendirerek ekonominin büyümesini sağlayabilirler. Finansal sistemdeki piyasalarda fon arz ve talep edenleri buluşturan kurumlarda finansal aracılık kuruluşlarıdır. Finansal sistemin unsurlarından olan tasarruf sahipleri ile borç alarak yatırım yapanları birbirine fon transferinin sağlayan en önemli etken ise faiz veya kazanç oranlarıdır. Finansal kuruluşlardan olan bankalar, bu transferi sağlayan kurumlardır. Bir bütün olarak finansal sistemin etkin işleyişi bu unsurlar arasındaki dengeye bağlıdır<sup>1</sup>.

Finansal kuruluşlar içerisinde vazgeçilmez bir yeri olan ve adı İtalyanca masa anlamındaki “Banco” kelimesinden gelen bankalar, para piyasaları ve sermaye piyasaları araçlarını en çok kullanan kurumlardır. Günümüz iktisadi hayatında vazgeçilmez bir yeri olan bankalar, esas itibarıyla tasarruf sahipleriyle işletmelerinin faaliyetlerini, yatırımlarını veya diğer ihtiyaçlarını finanse edebilmek için yabancı kaynak talebinde bulunan gerçek ve tüzel kişileri bir araya getiren, para, sermaye ve kredi üzerine her çeşit işlemleri yapan aracı kuruluşlardır.<sup>2</sup>

Günümüzde bankacılık faaliyeti kısa zamanda hızlı değişime uğramıştır. Bankaların işlevleri ve hizmet ürünleri çok çeşitlenmiş olmakla birlikte, klasik anlamda

---

<sup>1</sup> Emilio Colombo, Luco Stanca, **Financial Market Imperfections and Corporate Decisions**, Almanya, Springer Company, 2006, s.50.

<sup>2</sup> Andrew Mullineux, Victor Murinde, **Handbook of International Banking**, İngiltere, Edward Elgar Publishing, 2003, s.27.

bankanın başlıca işlevi, kendine ait olan fonları veya başkalarından faiz karşılığı mevduat olarak aldığı fonları, ödünç vererek gelir elde etmektir. Bankalar mevduat ve kredi işlemlerinin yanı sıra havale, akreditif, keşide ve seyahat çekleri, kiralık kasa, istihbarat ve danışmanlık gibi çeşitli hizmetler sağlayan kuruluşlardır. Bankalar ayrıca, altın alım/satımı ve sermaye piyasası işlemleri de yapabilmektedirler. Dahası, internet bankacılığı sayesinde banka şubesine gitmeye gerek kalmadan, bütün bankacılık işlemlerini mudiler kendileri yapabilmektedir. Bütün bunlar göstermektedir ki finansal sistem içerisinde bankalar birer güven kurumu olup parasal sermayenin oluşumuna hizmet ederler.<sup>3</sup>

### **1.1. Finansal Sistemin Genel Çerçevesi : Fon Transfer Aracı Olarak Faiz Unsuruna İlişkin Teorik Çerçeve**

İktisat biliminde para kavramına ilişkin yapılan çalışmaların büyük kısmı, insanların para tutmalarına ve tutmak istedikleri para miktarını belirleyen faktörlerle ilgili davranışlara ayrılmıştır. Tutulan para miktarını etkileyen faktör ise faiz oranıdır. Çünkü faiz getirili aktifler yerine elde para tutulursa gelirden olunacaktır. Bu anlayışa göre faiz oranı ne kadar yüksekse, elde o kadar az para tutulacaktır.<sup>4</sup> İnsanlar ellerinde bulundurdukları nakitlerini ödünç verdikleri zamanda ondan bir fayda beklemektedir. Ödünç verilen paraların getirisi de faiz olduğundan para ve faiz arasında yakın bir ilişki ortaya çıkmaktadır.<sup>5</sup>

Faizin belirlenmesi ile ilgili teorik ve ampirik çalışmaların çokluğuna rağmen, faizin açıklanması konusunda hala yetersizlikler vardır. Dini kuralların ve bazı ideolojik görüşlerin faizi yasak kılması sebebiyle bazı ülke ekonomilerinin tasarrufları finansal sistemin içine çekemedikleri yönünde iddialar vardır.<sup>6</sup>

---

<sup>3</sup> M. K. Lewis, K.T. Davis, **Domesite and International Banking**, İngiltere, Philip Allan Publishers, 1987, s.1.

<sup>4</sup> İlker Parasız, **Modern Para Teorileri**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1998, s. 10.

<sup>5</sup> Vural Savaş, **İktisat'ın Tarihi**, Ankara, Siyasal Kitabevi, 1999, s.313.

<sup>6</sup> Eugen Von Bohm-Bawerk, **Capital and Interest,-Critical History of Economical Theory**, Londra, Macmillannad Co., 1884, s.71.

Faiz kelime anlamı itibariyle, fazlalık, nema, artma, çoğalma, yükseğe çıkma, serpilip genişleme gibi anlamlara gelir. Faiz kavramının tarihin ilk dönemlerinden beri var olmuş bir kavram olduğunu Eflatun ve Aristo'nun bu konudaki görüşlerinden anlaşılmaktadır. Faiz unsuru bütün semavi dinlerde ahlaki olmayan bir kazanç türü olarak tanımlanmıştır. Ancak kapitalist yaklaşımlarda sistem açısından faiz vazgeçilmez bir unsur olarak tanımlanmıştır. Bunun açıklaması ise faiz, "sahip olunan paradan vazgeçmenin bedeli ve tasarruf sahibinin bunu talep etme hakkı vardır" şeklindedir.<sup>7</sup>

Avusturyalı bir iktisatçı olan Augen Von Böhm-Bawerk 1884-1889 yıllarında yayınlamış olduğu "Sermaye ve Faiz" adlı kitabında, faizin esasını, insanların şimdiki değerlere, gelecekte daha büyük bir değer vermelerinde aramak gerektiğini ifade etmiştir. Böhm-Bawerk'e göre insanlar, psikolojik ve ekonomik nedenlerle mevcut bir değeri, ileride elde edecekleri başka bir değere tercih etmemektedirler. Çünkü insanlar, hem gelecek hakkında kesin bir bilgiye sahip değildirler, hem de şimdiki ihtiyaçları gelecekteki ihtiyaçlarına kıyasla daha çok ve daha çeşitlidir. Böhm Bawerk'e göre faiz, bugünkü değer ile gelecekteki değeri kapatmaktadır ki iktisat biliminde bu ifade "Zaman Tercih Teorisi" (Acyo Teorisi) olarak bilinmektedir. Acyo (agio), aynı cins, miktar ve kalitedeki iki malın bugünkü ile gelecekteki değerleri arasındaki farktır.<sup>8</sup>

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

Faiz oranlarındaki farklılıklar hem tasarruf sahiplerinin, hem de yatırımcıların davranışlarını etkilemektedir. Örneğin, Geleneksel Keynesci kuram, sermaye birikimini sağladığı sürece faiz oranlarının düşük olmasını savunmuştur.<sup>9</sup> Ancak Genellikle ödünç verenler uzun vadeli kredileri için daha yüksek faiz talep ederler ve bunu geleceğin belirsiz olması nedenine dayandırırılar. Diğer taraftan borç alanın borcunu geri

---

<sup>7</sup> **Türkiye Diyanet Vakfı**, "İslam Ansiklopedisi", Cilt. 12, İstanbul, 2003, s.110.

<sup>8</sup> Savaş, a.g.e., s. 547.

<sup>9</sup> Şenol Kandemir, "Finansal Serbestleşme Sürecinin Türk Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri", (Ankara, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2006), s.73.



ödeyememe riski arttıkça faiz oran da aynı paralelde risk primikadar artacaktır. Kısa vadeli fona ihtiyaç duyulması, bu tür fonlara olan talebi artırarak kısa vadeli faiz oranının artmasına uzun vadeli faiz oranının düşmesine nedenolabilir veya bunun tersi gerçekleşebilir. Kullanılan aracın alış ve satış fiyatı arasındaki fark, aracın pazarlanabilir olmasına bağlıdır. Eğer aracın ikincil pazarlardasatılma imkânı zayıf ise yatırımcı bunu yüksek getiri talebiyle telafi etmeye çalışır, bu da faiz oranının artmasına neden olur.<sup>10</sup>

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

Klasik teoriye göre faiz; cari tüketimin, gelecekteki daha fazla tüketim için tehir edilmesinin bir ödülüdür. Faizin ölçüsü ise yatırımın sermayesi talebi ile tasarruf hacminin kesiştiği noktada oluşur ve buna denge faiz oranı adı verilir.

Likidite tercihi teorisinde faiz, likiditeden vazgeçmenin veya kıt kaynak olan paranın kullanmanın bedelidir. Faizin ölçüsü değişik amaçlarla elde tutulan paralar (toplam para talebi) ile hükümetin piyasaya sürdüğü paraların (para arzı) kesiştiği noktada oluşur ve buna denge faiz oranı adı verilir.<sup>11</sup>

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

---

<sup>10</sup> Stephen G. Ryan, **Financial Instruments and Institutions**, ABD, John Wiley and Sons., 2007, s.63.

<sup>11</sup> Merih Paya, **Para Teorisi ve Para Politikası**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2007, s. 183.

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

Faiz tanım olarak kullanıldığı bağlam itibari ile farklı tanımlarla açıklanmaya açık bir kavramdır. Dar anlamda satın alma gücünü kiralamanın fiyatı olarak tanımlanabilmektedir <sup>12</sup>. Bu tanıma benzer bir tanım olarak, bugünkü tüketimden vazgeçmenin bedeli olduğu da söylenebilmektedir. Genelde ekonomide tasarruf edenlerle ilgili dışarıdan yabancı kaynağa ihtiyaç duyanlar farklı gerçek veya tüzel kişilerdir. Diğer ürünlerde olduğu gibi parayı da alınıp satılan bir meta olarak kabul ettiğimizde, bu metanın fiyatı da para ve sermaye piyasalarında fon arz ve talep eden birimlerin karşılıklı olarak mutabakat sağladığı oranda gerçekleşmektedir. Bu oran piyasa için denge faiz oranı olarak kabul edilebilmektedir.

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

Böhm Bawerk Faiz Teorisi faizin para farkı teorisi olarak da bilinir. Bu teorinin temelindeki varsayım gelecekteki bir malın değerinin şimdiki malın değerine yapılan fark ödemesi şeklinde anlam kazanmaktadır<sup>13</sup>. Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere faiz, zamanı tazmin eden bir prim olarak algılanmaktadır. Böhm Bawerk gelecekteki malın şimdiki malın değerinden daha az olmasını üç ana başlık altında açıklamaktadır; birincisi şimdiki malın aynı miktarının gelecekteki mal için göreceli olarak kıt olması, ikincisi

---

<sup>12</sup> Merih Paya, **Makro İktisat**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2007, s.145.

<sup>13</sup> Fisher Irving, **The Rate of Interest**, New York, Garland Publishing, 1982, s. 54.

gelecekte oluşabilecek belirsizliklere ve muhtemel kayıplara karşı ihtiyat güdüsü ile hareket etmenin bir neticesi, üçüncüsü ise şimdiki malın gelecekteki mala göre sahip olduğu teknik üstünlük faizi açıklayan temel etkenlerdir.

Irving Fisher'in önemli katkıları ile ortaya çıkan "Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi" faiz kavramına yeni bir yaklaşım olarak "reel faiz" tanımını kullanmaktadır. Fisher reel faizin oluşumunda iki faktörün başat rol aldığını savunmaktadır;

- Bunlardan birincisi kişilerin bugünkü ve gelecekteki tüketim imkanları konusunda sahip oldukları tercihleri içerir. Bu olgunun altında yatan nedenlerden biri kişilerin her zaman tüketim ve tasarruf arasında bir ikilemde kaldıkları ve bugünkü tüketimi gelecekteki tüketime tercih etmeleridir. Çünkü bugünkü tüketim bir gerçeklikken gelecekteki tüketim bir varsayımdır bunu diğer adı da "pozitif zaman tercihi" dir. Buradan da anlaşılacağı gibi faizler kişinin pozitif zaman tercihini dengeleyen piyasa büyüklüğü olmaktadır.
- Faizleri belirleyen diğer faktör, verimliliklerdir. Girişimciler yaptıkları yatırım harcamalarının üzerinde bir gelir sağladıkları sürece talep ettikleri fonları piyasadan sağlayabileceklerdir.

Denge faiz kavramı daha öncede açıklandığı gibi ekonomideki uzun dönemde oluşan faiz oranıdır. Kısa dönemde fon arz ve talep cephesinde yaşanacak konjonktürel dalgalanmalardan dolayı faiz oranında bazı dengesizliklerin görülmesi normaldir. Ekonomide oluşacak denge faiz haddi reel faizdir. Çünkü ödünç verilebilir fonlar teorisi çerçevesinde faiz; sadece tüketim ve yatırım gibi reel büyüklüklerde oluşabilecek değişikliklerden etkilenmektedir parasal büyüklüklerde oluşabilecek değişiklikler reel faiz haddi üzerinde herhangi bir etkisi yoktur<sup>14</sup>

Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi yaklaşımında fon arzını belirleyen faktörler:

- Servet ve gelir düzeyi
- Fiyatlarla ilgili beklentiler

---

<sup>14</sup> Paya, Makro İktisad, a.g.e. , s.149.

- Faizlerle ilgili beklentiler
- Vergi politikaları, başta olmak üzere sıralanabilmektedir.

Fon talebini etkileyen başlıca faktörler ise;

- Yatırımların karlılıklarındaki değişimler
- Fiyatlarla ilgili beklentiler
- Kamu harcamalarındaki değişimler
- Öz finansman imkanlarındaki değişimler, olarak sıralanabilir.

Keynes'in Faiz Teorisi bir diğer faiz kavramını açıklayan yaklaşımdır. 1929 Bunalımından çıkmak için geliştirilen teorilerden biri olan Keynes'in "Genel Teorisi (1936)" daha önce etkisi göz ardı edilen faizin makro iktisadi analizde önemli bir yer almasını sağladı. Keynes'e göre sadece tasarrufa karşılık veya tüketimi tehir etmenin bir getirisi değildi faiz. Bununla birlikte likiditeden mahrum kalmanın da bir mükafatı olarak tanımlanmaktadır<sup>15</sup>. Keynes'in yaklaşımından da anlaşılacağı üzere faizi sadece tüketimi erteleyen fon arz edenleri ile fon talep edenler arasında oluşan kredi piyasasını dengeleyen bir oran değil bireyin servetini likit veya likit olmayan değerler üzerinden tutma tercihi üzerine yoğunlaştırmaktadır.

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

Faiz oranları ile ilgili bir diğer yaklaşımda Wicksell tarafından yapılmıştır ve faiz oranlarını iki ayırmıştır; parasal faiz ve doğal faiz oranı<sup>16</sup>:

- Parasal faiz oranı, parasal borç piyasasında belirlenir. Bankalar ödünç verebilecekleri fonların bütününe dikkate alarak parasal faiz oranını belirler.

---

<sup>15</sup>J. M. Keynesi, **General Theory of Employment Interest and Money**, London, Macmillan, 1936, ss.166-167.

<sup>16</sup> Tezer Öçal ve Ömer Faruk Çolak, **Para Teori ve Politika**, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 1999, ss.69-72.

- Reel faiz oranı yada normal faiz oranı da denilen doğal faiz oranının tanımını yapmak parasal faiz oranına göre göreceli olarak daha karmaşıktır. Bu faiz oranı üretim sürecinde fiziki sermaye mallarından hangi oranlarda yararlanıldığını göstermektedir. Ancak ilerleyen süreçte modern ekonomik sistemlerde malların veya sermaye özeliğine sahip metaların ödünç verilebilir olmadığı göz önüne alınarak bu yaklaşımdan yeni bir anlayışa kaymıştır. Bu son yaklaşımında doğal faiz oranı yerine normal faiz oranı kavramını kullanmış ve bunu yatırılan sermayeden sağlanan kar olarak tanımlamaktadır. Tanımından da anlaşılacağı üzere bu oran reel sermayenin marjinal verimliliği ile doğrudan ilişki içindedir.

Faiz teorilerinin hemen hepsinin ortak noktası, faizi ekonomik hayatın temel parçalarından biri olarak görmeleridir. Bunun nedeni ise batı iktisatçılarının parayı (sermayeyi) üretim faktörleri arasında göstererek kendisine potansiyel bir nema yüklemiş olmalarıdır. Bu nedenle faiz teorileri, faizin niçin ödenmesi gerektiği sorusuna cevap bulmak yerine, yukarıda da belirtildiği gibi, faiz oranlarının nasıl belirlenmesi gerektiği sorusuna cevap bulmaya çalışmışlardır<sup>17</sup>. Diğer bir deyişle faiz teorileri faizi veri olarak kabul etmiş makul faiz oranını belirlemeye çalışmışlardır. Bunu yaparken de her bir teoride isimleri ve özellikleri farklı olmakla birlikte esas itibarıyla arz-talep prensiplerinden hareket etmişlerdir. Gelişmiş finansal sistemlerde para arzı, kredi arzı, para talebi, kredi talebi ve yatırım talebi gibi unsurlarının işletilmesinde finansal araçlarının doğrudan veya dolaylı olarak faiz oranlarının belirlenmesinde taraf olabileceği söylenebilir. Özellikle ekonomik sistemlerin merkezinde yer alan ekonomik ve mali politikaların yürütülmesinde araç olarak kullanılabilen bankaların bu konudaki etkisi yadırganamaz.<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup>Muhammad Ayub, **Understanding Islamic Finance**, Wiley, 2007, ss.11-16.

<sup>18</sup> Rifat Ahmed Addel Kerim, Simon Archer, **Islamic Finance The Regulatory Challenge**, John Wiley and Sons., 2007 s.24.

## 1.2. Finansal Sistem Açısından Katılım Bankalarının Gerekliliği

Katılım Bankacılığını ifade eden faizsiz bankacılığın var oluş nedeni dini öğretilerde faiz unsurunun yasak olmasından kaynaklanmıştır. İslam dini, yapısı ve nedenine bakmaksızın borçlanmadaki faizi yasaklamıştır. İslami kaynakların faizi haram olarak görmesi ve faizin haram olduğuna inanan insanların atıl fonlarını değerlendirmek düşüncesi faizsiz bankacılığın doğmasına yol açmıştır.<sup>19</sup>

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

Faizsiz bankacılık emek ile sermaye ilişkisi açısından değerlendirildiğinde, faiz unsurunun emeği sömürdüğü, gelir dağılımında bozulmalara neden olduğu düşüncesiyle sistemde atıl kalan fonların kaynak olarak kullanılabilmesi için, alternatif bir finansman kaynağı oluşturma yöntemi olarak bakılabileceğini belirtmek gerekir. Bu sistemde sermaye sahipleri kâr ve zarara ortak olduğundan faizli sistemdeki kesin kazanç sağlayan sermaye akışı olmamaktadır.<sup>20</sup>

Faizli finansal enstrümanlara karşı olan duyarlılık, zengin petrol kaynaklarına sahip Ortadoğu Ülkelerin'de daha fazladır. Küresel ölçekte bankacılık yapan bankalar bu fonlara daha yakın olmak adına Körfez Ülkelerin'de faizsiz bankacılık faaliyetleri de gerçekleştirmektedirler. Bunun birlikte New York Borsası dini kurallara uygun üretim ve hizmet işlemleri yapan firmalara yönelik özel indeks hazırlamış, dini açıdan çekingen davranan tasarruf sahiplerinin varlıklarını buraya çekmeye çalışmaktadır<sup>21</sup>. Bütün bunlarla birlikte sosyal hayatta dini motiflerin baskın unsurları görülse de Körfez Ülkelerin'deki büyük tasarruf sahiplerinin varlıklarını kapitalist Batı Ülkeleri'ne faizli

---

<sup>19</sup> İsmail Özsoy, **Türkiye'de Katılım Bankacılığı**, İstanbul, Asya Katılım Bankası, 2009, s.9.

<sup>20</sup> İshak Emin Aktepe, **İslam Hukuku Çerçevesinde Finansman ve Bankacılık**, İstanbul, Erkam Matbaası, 2010, s. 45.

<sup>21</sup> Henry T. Azzam, **The Emerging Arab Capital Markets: Investment Opportunities in a Relatively Underplayed Market**, Kegan Paul; 1997, s.165.

finansal enstrümanlarda değerlendirildiği görülmektedir. Bu durum paradoksal bir ilişkiyi ayrıca ortaya çıkarmaktadır.<sup>22</sup>

Küresel ekonomi ile paralel olarak Türkiye’de faize duyarlı kesimlerin sahip olduğu fonları değerlendirmek ve onları ekonomiye kazandırmak ve 1970’li yıllardan sonra oluşan petrol fiyat artışlarından dolayı Körfez Ülkelerindeki kaynakların aktarılmasını sağlamak amacıyla 1985 yılında faaliyet göstermeye başlamıştır.<sup>23</sup>

Finansal sistem içerisinde Katılım Bankaları’nın etkinliği reel sektöre olan mali desteğinin sermaye varlıklarına olmasını gerektirmektedir. Bu Katılım Bankacılığı’nın temel yaklaşımı olduğundan mali piyasalar ile reel piyasalar arasında etkin bir etkileşim sağlayacaktır.

Sistem içerisinde daha etkin bir bankacılık yapabilmek adına dikkat edilmesi gereken diğer bir durum, faize dayalı enstrümanların alabildiğine genişlediği küresel ekonomide, faizsiz bankacılık faaliyetlerinin başarılı ve aralıksız bir şekilde yürütülebilmesi için yeni finansal enstrümanların araştırılması gerekir. Bu çalışmadaki temel prensip bu yaklaşıma katkıda bulunmaktır.<sup>24</sup>

Faize dayalı işlemlere mesafeli yaklaşıldığı, operasyonel işlemlerde, varlıkların değerini korumak veya arttırmak adına yoğun spekülasyon işlemlere hoş bakılmadığı ve son olarak dinin yasakladığı mal ve hizmetlerin üretiminin finanse edilmemesi gerektiği inancı İslam toplumları içerisinde var olan bir vakıdır. Bunları da sistem içerisinde etkin bir şekilde kaynaştırmak adına Katılım Bankacılığı’na ihtiyaç vardır.<sup>25</sup>

### 1.3. Katılım Bankacılığı ve Fonksiyonları

---

<sup>22</sup> Jean François Seznec, *The Financial Markets of the Arabian Gulf*, ABD, 1987, s. 33.

<sup>23</sup> Vural Günel, *Özel Finans Kurumları*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 1984, s. 17.

<sup>24</sup> A. Thomas, *Interest in Islamic Economics: Understanding Riba*, Routledge, 2006, s.143.

<sup>25</sup> Parasız, *a.g.e.*, ss.10-63.

Fonksiyonel olarak bankalarla büyük benzerlikler gösteren ve fakat fon toplama ve fon kullandırma yöntemleri bakımından faiz yerine “kâr ve zarar ortaklığı” esasına göre faaliyette bulunan Katılım Bankaları, dünyada daha çok "*faizsiz bankacılık* ya da *islam bankacılığı*" olarak bilinmesine rağmen ülkemizde mevzuata "*Özel Finans Kurumu*" adıyla girmiştir. Bu isimlerin kâr ve zarara katılma esasına dayanan bankacılık sistemini ne ölçüde temsil edebildiğini ortaya koyabilmek için isim konusunun ciddi biçimde tartışma konusu olmuştur. Klasik bankacılıkta esas olan, oranı önceden belirlenmiş faiz karşılığında alınan mevduatın faiz karşılığı ihtiyaç sahiplerine ödünç olarak verilmesidir.<sup>26</sup> Buna karşılık, faiz mekanizmasının yerine kâra ve zarara katılma esasını ikame ederek tasarruf sahibinin sonuca katılmasını öngören bankacılığı tanımlamak için, faizin olmadığını vurgulamak maksadıyla, sisteme *Faizsiz Bankacılık* denmiştir.<sup>27</sup>

Bu kavram, adından da anlaşılacağı gibi, olumsuz (negatif) bir kavram olup neyin olması gerektiğinden ziyade neyin olmaması gerektiğini ifade eder. Nitekim, faizin alternatifi faizsizlik değil, kârdır. Kaldı ki, iktisat bilimindeki faiz kavramıyla dine göre yasak sayılan riba kavramının birebir örtüşüp örtüşmediği de ayrı bir tartışma konusudur. Doğrusu, faizsiz banka denildiğinde insanların aklına hiçbir nema almadan karşılıksız kredi veren bir banka geliyor. Faizsiz bankacılık tabirinin bu bağlamda karışıklığa yol açtığı söylenebilir.<sup>28</sup>

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

Bu sistemde tasarruf sahiplerinden kâra ve zarara katılma esasına göre fon toplanmaktadır. Buna göre, tasarruf sahibine anapara güvencesi verilmediği gibi, oranı önceden belli bir getiri taahhüdünde de bulunulmamaktadır. Başka bir deyişle, tasarruf sahibi,

---

<sup>26</sup> Hamdi Döndüren, “Osmanlı Tarihinde Bazı Faizsiz Kredi Uygulamaları ve Modern Türkiye’de Faizsiz Bankacılık Tecrübesi,” *Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fak. Dergisi*, Cilt :17 Sayı: 1, 2008, s.16.

<sup>27</sup> Mehmet Emin Özcan; Temel Hazıroğlu, **Bankacılıkta Yeni Bir Boyut: Katılım Bankacılığı, Türkiye’de Özel Finans Kurumları Teori ve Uygulama**, İstanbul, Albaraka Türk Yayınları, 2000, s.43.

<sup>28</sup> Aktepe, **a.g.e.**, s.72.



bankaya bir nev'i ortak olmakta ve klasik bankacılıkta mevduat sahibinin yaptığı gibi sabit getiri almak yerine bankayla birlikte riski paylaşarak sonuca katılmaktadır. Tasarruf sahibi-banka ilişkisinin niteliği, klasik bankacılıktaki mudi-banka ilişkisinden tamamen farklıdır. Bu ilişki tarzı sadece bu tür bankacılıkta söz konusudur.<sup>29</sup>

İkinci olarak, kâra ve zarara katılmayı esas alan bankacılıkta, toplanan fonların kullanılmasında da sonuca katılma vardır. Bu tür bankacılıkta her ne kadar üretim desteği ve finansal kiralama yöntemleri, uygulamada, proje bazında kâr ve zarara katılma yöntemine göre daha ağırlıklı ise de, teoride nihai hedef, kâra ve zarara katılma yöntemiyle finansmanın baskın (dominant) hale gelmesidir. Dolayısıyla topladığı fonlarda tasarruf sahibini sonuca iştirak ettiren banka, bu kez kullandığı fonda kendisi girişimciyle birlikte sonuca katılmaktadır. Yani, projenin gerçekleşmesinden sonra ortaya çıkan neyse (kâr veya zarar), ona razı olmaktadır.

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

1970'lerden sonra Orta Doğu'ya akmaya başlayan petro-dolarlar Katılım Bankacılığın'nın gelişmesindeki en önemli etken olarak ortaya çıkmıştır. Teorik ve pratik uygulamalar geliştikçe, her ülke kendi sistemini kurmuş ve artan bir trendle bu sistem yayılmıştır. Son yıllardaki petrol fiyatı artışları ve bazı sosyo-politik faktörler bu kurumları küresel finans piyasalarının en hızlı büyüyen segmenti haline getirmiştir. Kısacası, bu akım, Afrika'da, Asya'da, Avrupa'da ve Güney Amerika'da büyümektedir.<sup>30</sup>

Genel rakamlarla Katılım Bankacılığı'nın ve enstrümanlarının küresel bir bakışla büyümesine bakmakta yarar bulunmaktadır: 2006 yılı verilerine göre 70 ülkede yatırım sermayesi 500-800 milyar dolar civarında olan ve yıllık yüzde 15 civarında büyüyen 300

---

<sup>29</sup>Parasız, a.g.e., s.44.

<sup>30</sup> Hossein Askari, Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, **Globalization and Islamic Finance**, Newyork, Wiley Finance, 2010, s. 59.

Katılım Bankası bulunmaktadır 2010 yılının sonuna kadar sektörün 4 trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaşacağı düşünülmektedir.<sup>31</sup>

Uluslararası alanda Katılım Bankacılığı ürünlerinin büyüklük ve derinliğinde beklenmeyen artışlar yaşanmaktadır. Sukuk (islami tahvil), tekaful (islami sigorta), risk fonları, varlık ve refah yönetimi, risk ve likidite yönetimi, gayrimenkul ve kurumsal finansman alanlarında ciddi atılımlar olmaktadır.

Örneğin Malezya, 2008 Ağustos rakamları itibariyle 64,917 milyar dolarlık büyüklüğü ile en çok sukuk düzenleyen ülkedir. Sukuklar Orta Doğu sermaye piyasasının yüzde 85'ini oluşturmaktadır ve bunların sadece 13 milyar dolarlık kısmı yıllık yüzde 45'lik büyüme hızı ile 2002-2007 yılları arasında düzenlenmiştir Orta Doğu ve Asya bölgeleri 1.5 trilyon doları bulan altyapı ihtiyaçları için önümüzdeki 5 yıl boyunca sukuk ihracına ihtiyaç duymaktadır<sup>32</sup>.

Katılım Bankacılığı'nın yayılmasında Bahreyn bir geçit görevi üstlenmiştir. Orta Doğu ekonomilerinin bu gelişmesi 5 yıllık süreçte 18 trilyon dolarlık varlık oluşturabilecek ve bunların yüzde 60'lık bir kısmı islami uygunluğu olan banka ve yatırım enstrümanlarına kayabilecektir Körfez Ülkelerin'deki Katılım Bankaları mevduatlarının 2010 sonu itibariyle 110 milyar dolara ulaşması beklenmektedir.<sup>33</sup>

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

Endonezya'da toplam banka varlıklarının yüzde 1.8'i Katılım Bankalarına ait olup Endonezya hükümeti 2011'e kadar bu oranın yüzde 6'ya çıkması için bir yol haritası

---

<sup>31</sup> A.g.e., s. 60.

<sup>32</sup> Brain Kettel, **Frequently Asked Questions in Islamic Finance**, John Wiley and Sons, 2010, s. 3.

<sup>33</sup> A.g.e., s.4.

hazırlamıştır Singapur, sukuk, gayrimenkul fonları, hedge fonları için bir merkez olmayı amaçlamaktadır.

Pakistan'daki 6 banka yüzde 2.2'lik hisseleri ile 1.3 milyar dolarlık varlık bulundurmaktadırlar. 2014 yılına kadar toplam banka mevduatlarının yüzde 10'u olan 13 milyar dolarlık bir büyüklüğe ulaşılması hedeflenmektedir.

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

İngiltere'de Financial Services Authority'nin çabaları ile bu sektöre ilgi artmaktadır. Islamic Bank of Britain, the European Islamic Investment Bank, HSBC Amanah ve Lloyds TSB faizsiz banka ve sigorta ürünlerini İngiltere'de sunarken, LARIBA, University Islamic Financial, Guidance Financial Group, Shariah Capital ve diğerleri islami uygunluğu olan ürün ve hizmetleri ABD'de kullandırmaktadır. United Muslims Financial Ontorio, faizsiz mortgage ürünlerini Kanadalı Müslümanlara sunmaya başlamıştır. MCCA Avustralya ve APV Sydney Finance, gayrimenkul finansmanını Avustralya'da sağlamaktadır. Bunlara ek olarak ABN Amro ve Citibank gibi Avrupalı finansal kurumlar da Katılım Bankaları ile ortaklığa gitme yolunu tercih etmektedirler. Bu şekilde Katılım Bankacılığı ve de klasik bankacılık kollarının ana oyuncularını uzmanlık ve kaynaklarını daha ahlaki ve etkin çözümler için bir araya getirerek iş, yatırım ve finansman imkânı sağlayabileceklerdir.<sup>34</sup>

### 1.3.1. Katılım Fonlarına İlişkin Genel Koşullar

Özel cari hesaplar ve katılma hesapları karşılığında, hesap sahibine herhangi bir nam altında önceden belirlenmiş bir getiri garantisi verilemeyeceği gibi, katılma hesaplarında, yatırılan anaparanın hesap sahibine aynen geri ödenmesi de garanti

---

<sup>34</sup> Ali Polat, "Katılım Bankacılığı: Dünya Uygulamalarına İlişkin Sorunlar-Fırsatlar"; **Türkiye için Projeksiyonlar, Finansal Yenilik ve Açılımları ile Katılım Bankacılığı**, İstanbul, Türkiye Katılım Bankaları Birliği, 2009, s.86.

edilemez. Bu hususlar, Katılım Bankaları'nın şubelerinde açıkça görülebilecek bir şekilde asılarak ilan edilir.

- Katılım fonu hesapları üzerinde hesap sahibinin talep hakkı ve Katılım Bankası'nın ödeme yükümlülüğü, özel cari hesaplarda yatırılan tutar, katılma hesaplarında ise vade sonunda geçerli birim hesap değeri kadardır.

- Katılma hesaplarının işletilmesinden doğan kâr veya zarar, para cinsi bazında her vade grubunun toplam katılma hesapları içindeki birim hesap değeri üzerinden ağırlığı oranında, günlük olarak bu hesaplara dağıtılır.

- Bankacılık Kanununun 144'üncü maddesi hükümleri saklı kalmak kaydıyla, Katılım Bankaları, katılma hesaplarının işletilmesinden doğacak kâr ve zarara katılma oranlarını, zarara katılma oranı kâra katılma oranının yüzde 50'sinden az olmamak kaydıyla, para cinsi, tutar ve vade grupları itibariyle ayrı ayrı belirleyebilir.

- Katılma hesabının açıldığı anda geçerli olan kâr ve zarara katılma oranı hesap cüzdanına kaydedilir ve bu kayıt, Kanununun 144'üncü maddesi hükümleri saklı kalmak kaydıyla hesap açıldıktan sonra vade bitimine kadar değiştirilemez. Vadesinde kapatılmayan hesap aynı vade ve yenileme tarihinde geçerli olan kâr ve zarara katılma oranı üzerinden yenilenmiş sayılır.

- Katılma hesaplarında toplanan fonların işletilmesi sonucu doğacak kâr ve zarara katılma oranları Katılım Bankaları tarafından serbestçe belirlenir. Katılım Bankası'nın zarara katılma oranı, kâra katılma oranının yüzde 50' sinden az olamaz. Katılma hesaplarında uygulanacak kâr ve zarara katılma azami oranları uygulamaya konulmadan önce Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasına bildirilir. Katılım Bankaları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasına bildirdikleri azami oranları aşmamak kaydıyla katılma hesaplarında uygulayacakları kâr ve zarara katılma oranlarını banka şubelerinde halkın görebileceği şekilde ilan ederler.

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

### 1.3.2. Fon Toplama Yöntemleri

Katılım Bankaları diğer ülke uygulamaları gibi iki hesap türü kullanarak kaynak toplamaktadırlar. Bunlardan birincisi bu bankaların vadesiz hesaplarını oluşturan "Özel Cari Hesaplar" ikincisi ise vadeli hesaplarını oluşturan "Kâr ve Zarara Katılma Hesapları" dır. Katılma hesaplarının adı birçok ülkede Yatırım Hesabı olarakta geçmektedir.<sup>35</sup>

#### 1.3.2.1. Özel Cari Hesaplar

Cari hesaplar, istenildiği zaman çekilebilen ve karşılığında kâr payı ödenmeyen ve hatta sunulan hizmet karşılığı servis ücreti alınabilen hesaplardır. Fakat çoğunlukla herhangi bir hizmet bedeli tahsil edilmemektedir. Bu tip mevduatlarda amaç paranın güvenliğidir. Faizsiz banka bu tür mevduatı, mudilerin kendisine verdikleri bir ödünç olarak kabul etmekte, ayrıca mudilere bunlar karşılığında herhangi bir fayda sağlamamakta, fakat müşterisi için cari bir hesap açması da mümkün olabilmektedir. Bu hesap bir taraftan müşterinin yatırdığı mevduatı, diğer taraftan da çektiği miktarı kapsamaktadır<sup>36</sup>.

---

<sup>35</sup> Osman N. Yılmaz, **Faizsiz Bankacılık İlkeleri ve Katılım Bankacılığı**, Katılım Bankalar Birliği Yayınları, 2010, s.33.

<sup>36</sup> Adnan Büyükdeniz, "Faizsiz Finans Kurumlarının Mali Sistem İçindeki Yeri ve Çalışma Prensipleri, Türkiye'de Özel Finans Kurumları Teori ve Uygulama", **Albaraka Türk Yayınları**, İstanbul, 2000, s110.

Cari hesaplar hakkında iki ana görüş vardır; Emanet ve Karz-ı Hasen. **Karz-ı Hasen:** Güzel ödünç vermek demektir. Dinin emirlerine uygun ödünç verme anlamında kullanılır. Bir kimsenin nakit para, ölçülebilir, tartılabilir ve sayılabilir bir malı, benzerini (mislini) sonra almak üzere bir şahsa vermesidir. Söz edilen bu mallardaki ortak özellik misliyyattan olmaları, yani her zaman benzerlerinin bulunabilme husûsiyetine sahip olmalarıdır.<sup>37</sup>

Cari hesapları bir nevi emanet gibi ele alan görüşe göre banka, müşterinin izni olmadan bu mevduatları kullanamaz. Bu hesapların bankanın diğer faaliyetlerinde kullanılması istenildiğinde hesap sahibinden yetki almak gerekmektedir. Karz-ı hasen görüşünü savunlar ise; cari hesapları, mudilerin bankaya verdiği bir nevi faizsiz ödünç olarak görmektedirler. Böylece banka, mudilerden izin almadan bu hesap bakiyelerini istediği gibi kullanmaktadır. Ancak banka mudilere anaparayı ödemekle yükümlüdür. Paranın kullanılması esnasında zararlarla karşılaşılırsa, hesap sahipleri bu zarardan etkilenmezler. Cari hesap sahiplerine çek karnesi verilebildiği gibi, hesabın durumuna göre gerekirse ücret almadan çeşitli hizmetler de sunulmaktadır.<sup>38</sup>

### 1.3.2.2. Katılım Hesapları

- Bu hesaplara yatırılan fonların kullandırılması sonucunda oluşacak kâr veya zarara katılma sonucu veren, karşılığında hesap sahibine önceden belirlenmiş herhangi bir getiri ödenmeyen ve ana paranın aynen geri ödenmesi garanti edilmeyen fonların oluşturduğu hesaplardır.
- Yatırılan Paralar bir havuza alınır, bu havuzdaki paraların işletilmesi sonucunda elde edilen kâr müşteri ve banka arasında, önceden belirlenen nispette paylaşılır. Paylaşım oranı genelde % 20 banka, % 80 müşteri şeklindedir.<sup>39</sup>
- Önceden herhangi bir getiri belirlenemez. Alınacak kâr payı vade sonunda belli olur.

---

<sup>37</sup> Ömer Nasuhî Bilmen, **Hukuk-ı İslâmiyye ve Istilâhât-ı Fıkhiyye Kamusu**, İstanbul 1986, s. 94.

<sup>38</sup> Bilmen, **a.g.e.**, s.112.

<sup>39</sup> Özsoy, **a.g.e.**, s.39.

- Kâr ve zarara katılma prensibinin bir sonucu olarak hesap sahibine anaparanın geri ödenmesi dahi garanti edilmez. Müşteri sonuca razı olmak durumundadır.
- Elde edilen kâr günlük bazda para cinsi ve vade grupları itibariyle katılım hesaplarına havuzdaki ağırlıkları nispetinde pay edilir.
- Tatil günlerinde bir önceki gün kârının aynısı dağıtılır.
- Vade sonunda hesap sahibinin kâr payı ile birlikte eline geçen tutara birim hesap değeri adı verilir. Birim hesap değeri birim değeri ile hesap değerinin çarpımı sonucunda bulunur. Birim değeri hesabın açıldığı gün 100 kabul edilir. Hesap değeri, yatırılan tutarın birim değerine bölünmesi sonucunda bulunur.

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

Katılma hesabı 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu'nda, "Katılım Bankaları'na yatırılan fonların bu kurumlarca kullanırılmasından doğacak kâr veya zarara katılma sonucunu veren, karşılığında hesap sahibine önceden belirlenmiş herhangi bir getiri ödenmeyen ve anaparanın aynen geri ödenmesi garanti edilmeyen fonların oluşturduğu hesaplardır." Şeklinde tanımlanmıştır.<sup>40</sup>

"Mudaraba" hesabı da denilen bu hesapla ilgili üç üye arasında ikili bir ilişki söz konusudur. Katılım hesabı, hesap sahibi ile banka, ve banka ile yatırımcı arasında cereyan eden bu ilişkinin ilk kısmını düzenleyen bir fon hesabıdır. Bu ilişkinin ikinci kısmı yani banka-yatırımcı ilişkisi, ayrı bir "cari hesapta" izlenir ve hatta yatırımcının mudaraba ile ilgili tüm mali alışverişinin bu cari hesaba kaydedilmesi gerekmektedir. Açılan her katılım hesabı, bankanın da sermayesini katmasıyla müşterek hesapta bir araya gelmekte ve böylece cari bir fon hesabı ortaya çıkmaktadır. Bu şekilde tek başına kaldığı sürece bir ortaklığa imkan vermeyen küçük hesaplar da değerlendirilmektedir. Nitekim banka açtığı her hesabı ayrı ayrı değil de global olarak bu fonlarda (havuz) toplar ve çeşitli mudaraba yatırımlarına tahsis etmektedir. Dolayısıyla katılım hesabına fon yatıran her hesap sahibi,

---

<sup>40</sup> "5411 Sayılı Bankacılık Kanunu", Md. 3.

bankanın yapacağı yatırımda bir taraftır ve her hesabın mülkiyeti o hesap sahibi adına mahfuzdur. Banka ise bunları sahiplerininizi ile kullanmaktadır.<sup>41</sup>

Hesabın işleyişi ise kısaca şöyledir. Önce hesap sahibi ile banka arasında mudaraba mukavelesi yapılmaktadır. Mukavelede bu hesabın tabi olacağı şartlar ile kâr ve zarara katılma oranı belirtilmektedir. Hesabın açılışında süre de belirlenmektedir. Genelde 3 ay, 6 ay, 1 yıl veya daha uzun bir süre için hesap açılmaktadır. Hesap sahibi kâra hak kazanabilmek için parasını süre bitimine kadar bu hesapta tutmak zorundadır. Yine hesap sahibi, vekili sıfatıyla bankaya, iş adamı ile yapacağı 2. kademe anlaşmanın (mutlak mudaraba) şartlarının tespiti için tam yetki vermektedir.<sup>42</sup>

### **1.3.2.3. Birikimli Katılma Hesabı**

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

### **1.3.2.4. Özel Fon Havuzları**

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

---

<sup>41</sup> Cihangir Akın, **Faizsiz Bankacılık ve Kalkınma**, İstanbul, Kayıhan Yayınları, 1986, ss.127-128.

<sup>42</sup> Ahmad Ausaf, "Contemporary Experiences of İslamic Banks: A Survey", **İslamic Financial Institutions Seminar Proceedings** Series No.27, Jeddah, İslamic Development Bank-İslamic Research And Training Institute, 1995, s.21.



### 1.3.3. Katılma Hesaplarının Vadeleri

Katılma hesapları, bir ay, üç ay, altı ay, dokuz ay, bir yıl ve bir yıldan uzun vadeli olmak üzere beş vade grubu altında açılır. Özel finans kurumları tarafından açılan 1 yıl ve daha uzun vadeli katılma hesaplarına 1 ay, 3 ay, 6 ay ve yıllık kâr payı ödemesi yapılabilir. Özel finans kurumları tarafından asgari 5 yıl vadeli olmak kaydıyla sözleşme ile belirlenen aylık veya 3 aylık sürelerde hesaba para yatırmaya imkan veren “Birikimli Katılma Hesabı” açılabilir.<sup>43</sup>

### 1.3.4. Fon Kullandırma Yöntemleri

Katılım Bankaları fon sahiplerinden topladıkları fonları fona ihtiyaç duyan müteşebbislere kullandırmaktadırlar. Bu kullandırma kimi zaman ortaklık yoluyla olduğu gibi, bazen de ihtiyaç duyulan malın satışı veya kiraya verilmesi yoluyla gerçekleşmektedir. Katılım Bankaları’nda uygulanan fon kullandırma yöntemleri ana hatlarıyla aşağıda belirtilmektedir.<sup>44</sup>

- Müşteriye nakit kullandırma yasaktır.
- Faizli enstrümanlar, domuz ve domuz eti, silah, alkol, tütün ve müstehcen yayımlar için fon kullandırılmaz.
- Satışı yapılmış ve faturası kesilmiş mal finansman konusu yapılmaz. Malın piyasada alınıp satılan bir mal olması gerekir. Külçe altın ve döviz para olarak kabul edilmekte ve bunların sadece peşin alım satımı yapılabilmekte, finansmanı yapılmamaktadır. Ancak işlenmiş altın mal kabul edildiğinden bunun finansmanı mümkündür. Diğer taraftan tüketilmiş enerjinin (elektrik, akaryakıt, doğal gaz, su ) finansmanı mümkün değildir.<sup>45</sup>
- Finansman ticaret formatında yapılmakta, ancak malı temsil eden fatura bankaya kesilmediği için işlemin alım ve satıma uygunluğunun sağlanması açısından banka

---

<sup>43</sup> “Özel Finans Kurumlarının Kuruluş Ve Faaliyetleri Hakkında Yönetmelik”, Md. 19.

<sup>44</sup> Ausaf, **a.g.e.**, ss.18-19.

<sup>45</sup> Osman N. Yılmaz, **a.g.e.**, s.37.

müşteriye vekalet vererek önce malı banka adına satın alma ve sonra kendine satma yetkisi verilmektedir.<sup>46</sup>

- Ödeme müşterinin mal ve hizmet temin etmek istediği satıcıya fatura karşılığında yapılır.
- Önce müşteriden, satın almak istediği malın cinsi, niteliği, birim değeri, miktar ve tutarını belirten bir "Mal Talep Formu" alınır.
- Bu talep formuna dayanarak, malın satın alınacağı satıcıya bir sipariş formu gönderilir.
- Satıcı Sipariş Formunu ve Proforma faturayı bankaya gönderir. Banka gerekli kontrolleri yapar. Kredisi ve limiti mevcut olan müşteriler için bu siparişi uygun görürse fatura karşılığında ödemeyi yapar.
- Faturanın aslı müşteriye verilir. Fotokopisi kredi dosyasında muhafaza edilir, faturaların mükerrer kullanımını önlemek amacıyla "fatura data base" sisteminden gerekli kontroller yapılır.

#### 1.3.4.1. Kâr- Zarar Ortaklığı ( Mudaraba)

Mudaraba, bir tarafın emek bilgi ve tecrübesini (müteşebbis), diğer tarafın (faizsiz banka) ise sermayesini ortaya koyması suretiyle oluşturulan ve faizsiz bankalar tarafından en fazla başvurulan bir fon kullandırma yöntemidir.<sup>47</sup> Bu yöntemde projesi banka tarafından onaylanan ve finanse edilen yöneticiye (tüzel kişi de olabilir) "Mudarib", projeyi finanse eden ve sadece sermayesi ile destek veren kişi veya kuruma da "Rabbul-mal" denilmektedir

Rabbul-mal, (Katılım Bankası) mudarib ile mukavele imzaladıktan sonra mudaribin isteği üzerine mukavele konusu sermayeyi onun emrine hazır tutmak zorundadır. Mukavelede belirlenen şartların dışında, banka, proje sahibinin giriştiği muamelelere karışma yetkisine sahip değildir. Ancak plansız ve düzensiz çalışma nedeniyle kesin zarar tehlikesinin ortaya çıkması durumunda zararı önleyici bir takım

---

<sup>46</sup> Güray Küçükkocaoğlu, "İslami Bankalar ve İslami Finans Kurumları Çalışma Notları", [www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma17.doc](http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma17.doc), 19.05.2010.

<sup>47</sup> Mehmet Takan, **Bankacılık Teori Uygulama ve Yönetim**, 2. Baskı, Nobel Yayınları, 2002, s.13.

girişimlerde bulunabilmektedir. Normal olarak hesapları her an denetleyebilmekte, resmi ve gayri resmi bütün kayıtları isteyebilmektedir.<sup>48</sup>

Mudaraba işlemi sonunda elde edilen kâr, finansmanı temin eden rabbul-mal ile finansmanı kullanan mudarib tarafından önceden belirlenen orana göre bölüştürülmektedir. Hiç bir tarafa sabit bir meblağ tayin edilmemiştir. Herhangi bir zarar söz konusu olmuşsa bu, rabbul-mal tarafından karşılanacaktır, meğerki mudaribin bir ihmali veya anlaşma şartlarını ihlali söz konusu olmasın. Banka, işletmenin kârlarına katılmakla birlikte zararlarına da açık olması şartıyla kredi vermektedir.<sup>49</sup>

Mudarabanın temel özellikleri şöyle sıralanabilir,<sup>50</sup>

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

Mudaraba usulü daha çok ticaretin finansmanında kullanılır. Bu ticaret iç ve dış ticaret olabilir. Teşebbüs sonucu elde edilen kâr daha önceden belirlenen oranlarda banka ile müşterileri arasında paylaşılır. Örneğin tasarruf sahibi ile Katılım Bankası arasında yapılan anlaşmada kârın % 20'sinin Banka'ya, % 80'nin de tasarruf sahibine verileceği şeklindedir.

Banka ile girişimci arasında yapılan mudaraba anlaşmasında ise elde edilen kârın % 80'nin Bankaya, %20'sinin de girişimciye kalacağı önceden belirlenir. Kâr ve zararın sıfır olması halinde banka sermayesini aynen geri alır. Bu durumda ne bankaya ne de müşteriye kâr düşer. Zarar halinde ise, bu zararı banka, dolayısıyla tasarruf sahibi tazmin

---

<sup>48</sup>Akın, a.g.e, s.130.

<sup>49</sup> Timur Kuran, "The Economic System in Contemporary İslamic Thought: Interpretation and Assesment", **International Journal of Middle East Studies**, Vol 18, 1986, s.150 .

<sup>50</sup>Öztin Akgüç, **100 Soruda Türkiye'de Bankacılık**, İstanbul, Gerçek Yayınevi, 1987 s.141.

eder. Müşteri konumundaki girişimci ise geçen süre içinde boşa çalışmış olmakla yeterli derecede zarara uğradığı kabul edilerek, onun da zararı, emeğiyle telafi etmesi yeterli görülmüştür. Fakat zararın meydana gelmesinde girişimcinin kasıt ve ihmali varsa, bu zarar kendisine tazmin ettirilir.<sup>51</sup>

Bununla beraber banka, zarar ihtimallerini ortadan kaldırmak veya asgariye indirmek için gerekli tedbirleri alır. Bu amaçla, sermayeye muhtaç bir şekilde elindeki projesiyle gelen müşterinin bu projesini çok yönlü olarak etütlere tabi tutar, yani fizibilitesini yapar. Projeye uygun ve kârlı görmesi halinde banka müşterisine fon kullandırır. Kötüye kullanma ihtimallerine karşı banka müşterisinden alım-satım işlerinin düzenli bir şekilde hesabının tutulmasını isteyebilir. Ayrıca müşterilerin kötüye kullanma eğilimlerini ortadan kaldırmak için beklenen miktarda kâr yapamayan kişilere fon kullandırmama yoluna başvurabilir.<sup>52</sup>

Bu yöntem ile fon kullandırmak için, fonu kullanacak olan gerçek ve tüzel kişilerle "Kâr-Zarar Ortaklığı Yatırım Sözleşmesi" düzenlenir. Bankalar, fon kullandırdığı gerçek ve tüzel kişilerin kâr ve zararına, sözleşmede belirlenen oranlarda katılır."Kâr-Zarar Ortaklığı Yatırım Sözleşmesi"nde, bankaların kâr ve zarardan alacağı pay ve varsa alacağı teminatlar açıkça gösterilir. Bu sözleşmede, projenin kârlılığında bağımsız olarak önceden belirlenmiş tutarda kâr garanti edilmesine dair hükümler yer alamaz.

Katılım Bankası ile yatırımcılar ve diğeri ise Katılım Bankası ile girişimciler arasında olmak üzere iki yönlü bir ilişki vardır. Şekil 1.1.'de Katılım Bankası ile yatırımcı arasındaki ilişki yer almaktadır. İlişkideki faaliyet aşamaları şu şekildedir;

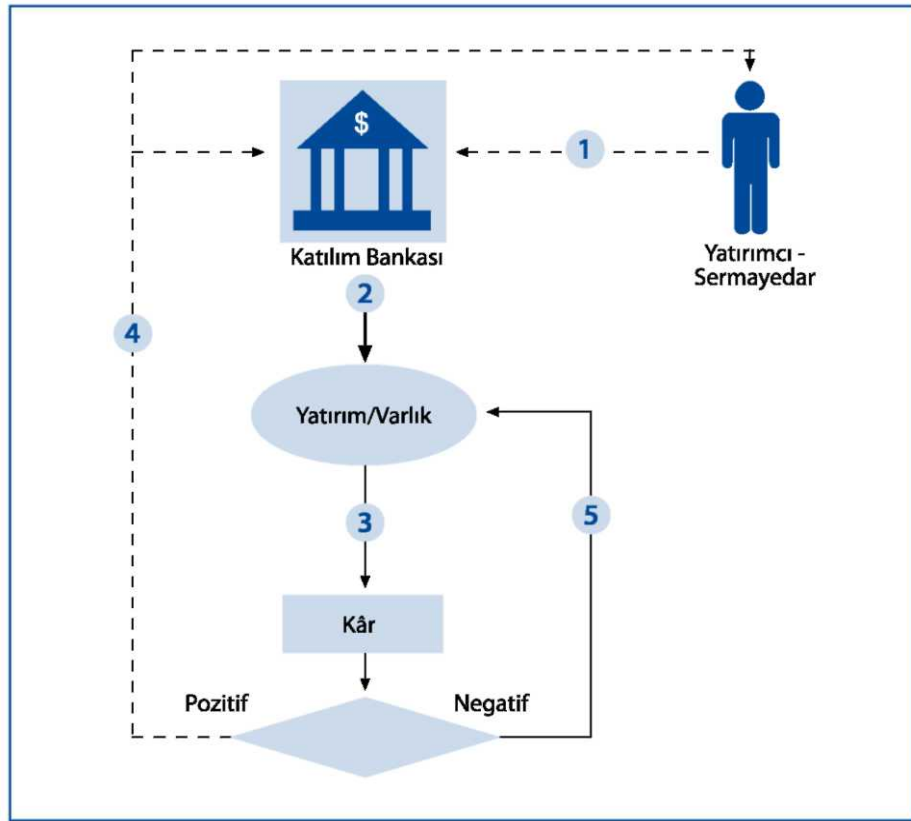
- Banka ve yatırımcı mudaraba koşullarını müzakere eder ve ardından yatırımcı elindeki fonu bankaya yatırır.
- Banka, fonu değişik varlıklara ve projelere yatırır. Banka fonun kullanımıyla ilgili faaliyetleri yönetir.

---

<sup>51</sup>Mahmoud A.El-Gamal,Hulusi Inanoglu, "Inefficiency and Heterogeneity in Turkish Banking: 1990-2000", **Journal of Applied Econometrics**, 20: 641-665, 2005, s.121.

<sup>52</sup> Angelo Venardos, Currents Issues in Islamic Banking and Finance, Hasan Aznan "Islamic structured Products; Issues and Challenge", World Scientific, 2009, s.189.

- Fonların yatırıldığı iş/işler kâr veya zararla (pozitif/negatif) sonuçlanır.
- Kâr (pozitif sonuç) olması durumunda; kâr, önceden anlaşılmış oranlar üzerinden banka ve yatırımcı grubu arasında paylaşılır. Zarar (negatif sonuç) olması durumunda; zarar yatırımcı tarafından karşılanır. Bunun sonucu olarak, fonun yatırıldığı varlığın değeri ve yatırımcının ana parası azalmış olur.<sup>53</sup>



Şekil-1.1. Mudaraba Finansmanında Katılım Bankası-Yatırımcı İlişkisi

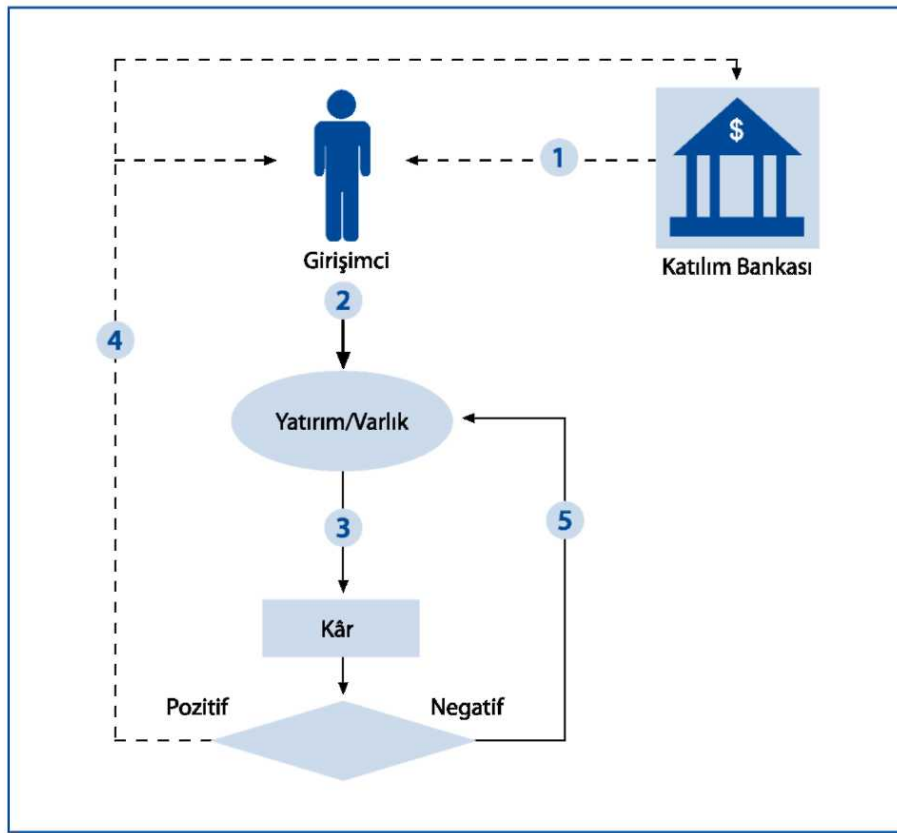
Kaynak: [http://www.fidomes.com/islamic-finance/index\\_FR.asp?rub=17&id=232&relatif=214](http://www.fidomes.com/islamic-finance/index_FR.asp?rub=17&id=232&relatif=214)

Katılım Bankası ile girişimci arasındaki ilişki ise Şekil 1.2.'de görülmektedir. İlişki zincirindeki adımlar aşağıdaki gibidir:

- Banka ve girişimci iş planını müzakere eder ve banka girişimciye finansman sağlar.

<sup>53</sup> Halil İ. Bulut, Bünyamin Er, "Katılım Bankacılığında İki Yeni Finansal Teknik Önerisi: Mudaraba-Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Mudaraba-Risk Sermayesi Yatırım Fonları," **Finansal Yenilik ve Açılımları ile Katılım Bankacılığı**, İstanbul, Katılım Bankaları Birliği, 2009, s.26.

- Girişimci girişimi tesis eder ve girişimi yönetir.
- Girişim kâr veya zarar ile (pozitif / negatif) sonuçlanır.
- Kâr (pozitif sonuç) olması durumunda; kâr, önceden anlaşılmış oranlar üzerinden banka ve girişimci grubu arasında paylaşılır. Zarar (negatif sonuç) olması durumunda; zarar, banka tarafından karşılanır. Bunun sonucu olarak, bankanın bu yatırımındaki varlıklarının değeri azalmış olur.<sup>54</sup>



Şekil 1.2. : Mudaraba Finansmanında Katılım Bankası-Girişimci İlişkisi

Kaynak: Kaynak: [http://www.fidomes.com/islamic-finance/index\\_FR.asp?rub=17&id=232&relatif=214](http://www.fidomes.com/islamic-finance/index_FR.asp?rub=17&id=232&relatif=214)

<sup>54</sup>Bulut, a.g.e., s.28.

#### 1.3.4.2. Sermaye Ortaklığı (Müşaraka-Risk Sermayesi)

Sermaye ortaklığı bir işletmenin sermayesine katılma ile başlayan bir ortaklık sürecidir. Burada önemli iki nokta sermaye ve ortaklıktır. Sermayedar bir işletmeye sermaye koymakta, ortak olmakta, kârı ve zararı paylaşmaktadır.<sup>55</sup>

Sermaye Ortaklığı finans yöntemi, uygulanmakta ve yürütülmesi şu şekilde yılmaktadır: Katılım Bankası, ortağı durumundaki müşterisi tarafından istenilen sermayenin bir kısmını sağlama sorumluluğunu üzerine almaktadır.<sup>56</sup> Müşteri ise kendi mali imkanları ve projenin özelliğine uygun olarak proje sermayesinin geri kalanını sağlamaktadır. Müşteri kendi uzmanlığı nedeniyle istenilen ve alınan mali yardımın idare, denetim ve gözetiminin sorumluluğunu üzerine almaktadır. Bu sorumlulukların müşterinin üzerine kalması ona kârdan daha fazla pay alma hakkını kazandırmaktadır. Bu yöntemde net gelirin taraflar (banka ve ortak-müşteri) arasında dağıtımını ise, ortaklardan birisi olan müşteri yaptığı iş ve uzmanlığı nedeniyle bir pay almaktadır. Gelirin geri kalanı yatırıma mali katkısı bulunan iki ortak arasında, iştirak paylarıyla orantılı olarak dağıtılmaktadır. Zarar olduğunda ise, zarar tarafların ortaklıktaki sermaye paylarıyla orantılı olarak dağıtılmaktadır. Müşteri ilave bir zarara maruz bırakılmamaktadır. Müşaraka yöntemi genellikle sanayinin finansmanında kullanılmaktadır. Teçhizat ve makine sağlanmasında müşaraka yöntemi başarıyla uygulanabilir. Bu yöntem ticaretin finansmanında da kullanılabilir.<sup>57</sup>

Risk Sermayesi kapsamında yapılan ortaklıklarda, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketlerin sermayelerine, taraflar arasında düzenlenecek sözleşme hükümleri çerçevesinde edinilecek ortaklık paylarının en fazla yedi yıl içinde halka arz yoluyla elden çıkarılması şartıyla, Katılım Bankalarının iştirak edilmesi veya belirli bir yatırımın finansmanı amacıyla oluşturulacak fonlara katılmasıdır. Sermayeye iştirak şeklindeki yatırımlar için düzenlenecek sözleşmelerde, sermayesine iştirak edilen şirketin

---

<sup>55</sup>Hamdi Döndüren, **Ticaret ve İktisat İlmihali**, İstanbul, Erkam Yayınları, 1993, s. 243.

<sup>56</sup>Takan, **a.g.e.**, s.13.

<sup>57</sup> Akgüç, **a.g.e.**, ss.142-143.

yönetimi başta olmak üzere tarafların hak ve yükümlülükleriyle sermayenin halka arz edilmesi sürecine ilişkin hükümlere yer verilmesi zorunludur.<sup>58</sup>

#### 1.3.4.3. Peşin Alım-Vadeli Satım (Murabaha)

Bir mala ihtiyacı olup da gerekli finansmanı temin edemeyen müşteri Katılım Bankası'ndan söz konusu malın satın alınmasını istemektedir. Katılım Bankası da bu malı peşin olarak satın aldıktan sonra, belli bir kâr payını da üzerine ekleyerek müşterinin ödeme gücüne göre vadeli bir şekilde satmaktadır Burada eklenen kâr payının faize benzediği ileri sürülmektedir. Katılım Bankası açısından bu işlemi geçerli kılan, bankanın malın mülkiyetini belirli bir süre elinde tutup riske açık olmasıdır<sup>59</sup>. Murabahada malın fiyatı, kâr marjı ve nihai satış bedeli açıkça belirtilmektedir. Pratik ve getiri oranı yüksek olan bu yöntem Katılım Bankaları'nın, özellikle faiz ortamı içinde, ortaklık çeşitlerinin uygulama imkanlarının daraldığı zamanlarda kullanılabilir. Katılım Bankaları'nın sık başvurduğu bir yöntemdir.<sup>60</sup>

Murabaha işleminde malın fiziki olarak mevcut olması ve bankanın malı satın aldıktan sonra satması gerekmektedir. Malı satın almak isteyen müşterinin sonradan vaadinden cayması banka için ciddi bir risk doğuracağından bunu önlemek için müşterinin bankaya başvurusunun veya talimatının yazılı olması istenmektedir. Vadeli olarak satılan malın bedelinin tahsili bir defada veya taksitler halinde olabilir. Banka tahsilatı güven altına alabilmek için müşteriden güvence isteyebilir<sup>61</sup>.

Katılım Bankaları murabaha satışlarındaki kâr marjını belirlerken faiz oranlarını göz önünde bulundurmaktadırlar. Ancak ticari bankalarla aynı ortamda faaliyet gösteren Katılım Bankaları'nın, bu karşılaştırmayı yapmaktan kaçınmalarını sağlayacak herhangi bir çözüm mevcut değildir. Herhangi bir Katılım Bankası'nın bilançosu ciddi bir analize tabi tutulursa bankanın yatırımlarının %90'ının murabaha şeklinde olduğu görülebilir.

---

<sup>58</sup>Murat Çizakca, **Risk Sermayesi, Özel Finans Kurumları ve Para Vakıfları**, İlimi Neşriyat, 1993, s.22.

<sup>59</sup> Kuran, **a.g.e**, s.310.

<sup>60</sup> Abdullah Saeed, **Islamic Banking and Interest**, Hollanda, 1996, s.51.

<sup>61</sup> Akgüç, **a.g.e**, s.143.



Katılım Bankaları, yatırımcıların tasarruflarına kısa zamanda ulaşmak istediklerinden dolayı, fonlarını uzun dönemli yatırımlara bağlamakta kararsızdırlar. Bu yüzden, birçok murabaha mukaveleleri çok uzun vadeli değildir.<sup>62</sup>

#### 1.3.4.4. Leasing (İcara)

Mülkiyet mal sahibinde kalmak kaydıyla sözleşmeyle belirlenen belli bir ücret, *kira*, karşılığında kullanıma sahip olmak ve menfaatten yararlanmaktır. Çağımızda ortaya çıkan yeni kiralama uygulamasında ise, çoğunlukla menfaatin kaynağı olan malın mülkiyeti de kiracıya geçmektedir. İslam bankaları bugün leasing de denilen kiralama yoluyla da müşterilerine fon kullandırır. Kiralama usulünün günümüzde gittikçe önem kazandığı bilinmektedir. Kiralama, daha çok orta ve uzun vadeli bir finansman metodudur.<sup>63</sup>

Kiralama, kiraya veren ile kiralayan arasındaki anlaşma üzerine kurulur. Anlaşmada kiranın bedeli ve süresi belirtilmelidir. Kiralanan malın mülkiyeti malın sahibi olan İslam Bankası'nındır. Kiralayan müşteri maldan faydalanır. Buna karşılık bir kira bedeli öder. Kiralama müddeti malın kullanılabilirlik ölçüsüne göre 5-15 yıllık bir dönem olabilir<sup>64</sup>.

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

---

<sup>62</sup> Saeed, a.g.e., s.55.

<sup>63</sup> Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, İstanbul, 1999, s.254.

<sup>64</sup> Clement M. Henry, **The Politics of Islamic Finance**, Edinburgh University, s. 151.

İlk uygulamalarının 1950'lerde İngiltere'de ve ABD'de orta vadeli finansman ihtiyacının karşılanması düşüncesinden doğan leasing sistemi, İslam bankacılığının murabahadan sonra en çok ve etkin kullandığı yöntemlerinden biridir, ve murabaha gibi tartışmalı alanlardan da birini oluşturmaktadır. İslam fıkıhçıları geleneksel bankacılık yöntemleri olan mudarabe ve muşareke dışındaki İslam bankacılığı yöntemlerinde uzlaşmış ve tartışmayı sonlandırmış değildir. Özellikle de bu iki geleneksel yöntemin artık İslam bankalarının fonlarını değerlendirilmesinde en az payları alması sıkıntı yaratmaktadır.<sup>65</sup>

İcara, leasing uygulamalarına çok benzemekle birlikte, kiraya verilen malın kullanılması şartını öne sürmesi bakımından farklılık arz etmektedir. Ancak ekonomik açıdan faizsiz bankaların icara uygulamalarının, İslam ülkeleri dahil dünyanın dört bir yanında uzun zamandır mevcut olan leasing işletmelerinin faizli ve risksiz faaliyetlerinden farklı olmadığı da ileri sürülmektedir.<sup>66</sup>

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

---

<sup>65</sup> Ahmet Akgündüz, **Studies in Islamic Economics, (Islamic Banking and Development)**, IUR yayınevi, 2007, s.14.

<sup>66</sup> Kuran, a.g.e, s.310.

### 1.3.4.5. Karşılıksız Borç (Karz-ı Hasen)

Katılım bankaları belirtilen yöntemlerin dışında kâr amacı gütmeksizin üretim dışı krediler de vermektedirler. Sosyal kredi olarak da nitelenen bu krediye karz-ı hasen denilmektedir. Bu yöntemde insani yardım ve refah gibi gayelere matuf olarak bir mukavele altında ihtiyaç sahibine faizsiz olarak ödünç vermek şeklindedir. Geri ödemeler iki tarafın anlaştığı bir dönem boyunca yapılmaktadır. Faizsiz banka bu işlem sonunda herhangi bir getiri elde etmemektedir. Bu tür fonlar evlenme, hastalık, çocukların eğitim ve öğretimi ve olağanüstü bazı hallerde verildiği gibi küçük sanayi erbabının projelerini başlatmak için de verilmektedir. Karşılığı ya cari hesaplardan ya da bankanın kendi sermayesinden temin edilen bu fonları kullanan ihtiyaç sahipleri meşru sebeplerle borçlarını ödeyemeyecek duruma düşerlerse söz konusu borç, bankanın sosyal fonundan karşılanmaktadır.<sup>67</sup>

### 1.4. Kâr Payı Ve Faiz Terimlerinin Kavramsal Olarak Değerlendirilmesi

Klasik gelir dağılımı teorisine göre işçi ücret, toprak sahibi rant, girişimci kâr elde eder ve doğal olarak sermayedar girişimci tarafından kullanılan sermaye ile faiz elde eder. Klasik söylemde faiz olgusu ile kâr kavramı arasında bir eşitleme vardır. Aynı şekilde girişimci ve sermayedarın eşitlenmesinde de aynı mantıksal çıkarım mevcuttur. Adam Smith'e göre ödünç verenin faiz yürütmesinin sebebi, ödünç alan tarafın bu mübadelede sermayenin kullanımı ile kâr yapabilmesidir. Fakat genel olarak 'kâr yapabilme' kelimelerinde 'bilme' eki olasılık içeren bir ektir, uygulamada ise faiz muamelesi bu türden bir olasılık içermez ve sözleşme gereği ödenmesi zorunlu, bir anlamda garanti, ve hatta kamu gücünün koruması altındadır. A.Smith'e göre paranın faizi, her zaman türevsel bir gelirdir. Faizin kârdan türetildiği ve faizin oranının kâr oranı tarafından belirlendiği temel felsefedir.<sup>68</sup>

---

<sup>67</sup>İsmail Özsoy, **Türkiye'de Özel Finans Kurumları ve İslam Bankacılığı**, İstanbul, Timaş Yayınları, 1987, s.130.

<sup>68</sup>İsmail Seyrek; Zekeriya Mızrak, "Faiz Teorileri Üzerine Bir İnceleme: Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Temel Dayanağı", **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Ens. Dergisi**, Sayı. 22/209, s. 24.

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

Kâr ise, bir üretim içinde, emeğin eşliğindeki sermayenin, paradan mala, maldan tekrar para veya başka bir hale evrilip çevrilmesi, kısacası bir mübadele süreci içinde işletilmesi sonucu mevcut iktisadi varlıklarda toplum adına meydana getirilen pozitif değer açısından emek ile sermayenin aldığı paydır. Bu üretim sürecinin, zararlar sonuçlanması halinde negatif olan ve dolaylı da olsa bütün toplumun etkilendiği bu sonuçtan, sermaye sahibi doğrudan etkilenmektedir. Kâr, toplumla birlikte ve ona bir katkıda bulunulması şartıyla elde edilen artı gelirdir.<sup>69</sup>

Faiz ve kâr unsuru karşılıklı değerlendirildiğinde, faizde, kârın aksine ne bir alım-satım ne de paranın bir halden başka bir hale (paradan mala, maldan tekrar paraya veya başka bir mala) çevrilmesi vardır. Ödünç alan kişinin zimmetinde ödünç olarak karar kılan para vade sonunda üzerinde anlaşılan şartlara göre, ister borcun cinsinden ister başka cinsten bir fazlalıkla, aynen geri dönmektedir. Faizde sermaye sahibi vade sonunda anaparasıyla birlikte ne kadar faiz getireceğini bilir ve bu miktar artık onun kazanılmış hakkı haline gelmektedir. Halbuki kârda sermaye sahibi parasını ortaya koyar; tezgahın bir ucundan giren hammaddenin evrile çevrile işlenmesi ve sonuçta malın bozuk olarak çıkma ihtimalinin yanında genellikle işlenmiş, mamul olarak çıkması gibi, sermaye de paradan mala, maldan tekrar paraya veya başka bir mala çevrilmesi, alım-satımlara konu olmasıdır. Vade veya girişim sonunda sermaye sahibi nasıl bir netice ile karşılaşacağını bilmemektedir.<sup>70</sup>Doğacak her sonuca katlanmak zorundadır. Faiz ile kâr arasındaki temel farklardan birisi, faizin doğmamış ve ortada olmayan bir gelirin paylaşımı; kârın ise doğmuş, varlığı kesin olarak ortaya çıkmış ve miktarı tam olarak bilinen gelirin

---

<sup>69</sup>Küçükkocaoglu, a.g.e., s.21.

<sup>70</sup>Frank E. Vogel, **Islamic Law and Finance: Religion, Risk, and Return**. CQ Press, U.S. 1998, s.128.

paylaşımıdır. Kâr, reel bir üretim sonucu elde edilen reel bir gelirin paylaşılması sonucu elde edilmektedir. Faiz ise, üretim ekonomisinden daha çok, bugünkü yaygın tabiriyle, rant ekonomisinin sonucudur. Yani faiz, üretmeden, ortaya reel bir sonuç çıkmadan, hak edilmemiş, hayali bir gelirin sermayeye tahsis edilmesidir. Ünlü iktisatçı Sir Roy Harrod faize "hayal" ve "gerçek dışı bir şey" yakıştırmalarını yapmaktadır.<sup>71</sup>

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

### 1.5. Türkiye'de Katılım Bankacılığı

Türkiye'de 16.12.1983 gün ve 83/7506 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile faizsiz finansal ürün ve hizmet sunan Özel Finans Kurumları'nın kurulmasına imkan sağlanmıştır. Daha sonra ise, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı'nın ve T.C. Merkez Bankası'nın tebliğleri ile bu konuda mevzuatın alt yapısı oluşturulmuştur. İsimde yer alan "özel" kelimesi, kurulmuş olan şirketlerin kamusal değil özel olduğunu, "finans" ibaresi ise bu kurumların finansal piyasaların bir aracı kurumu olduğunu ifade etmek için seçilmiştir. O dönemde Özel Finans Kurumlarının kuruluş, faaliyete geçme, faaliyetler ve denetim gibi konularda T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı ve T.C. Merkez Bankası'nın gözetimine tabidir ve diğer ilgili resmi merciler tarafından da denetlenmektedir.<sup>72</sup>

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

---

<sup>71</sup> Küçükocaoğlu, a.g.e, s. 22.

<sup>72</sup>Ahmet, Battal, "Bankalarla Karşılaştırmalı Olarak Hukukî Yönden Özel Finans Kurumları", **Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü**, Yay. No: 343, Ankara, 1999, s. 4.

yürürlükten kaldırılmıştır. 4491 sayılı Kanun'un 3. Maddesi a ve b fıkralarında, özel finans kurumlarının 7. ve 9. Madde hükümlerine uyum ve tasfiye süreci belirtilmiş ve yeni düzenlemeler yapılıncaya kadar yeni Bankalar Kanunu'na aykırı olmayan yürürlükten kaldırılan hükümlerin uygulanmasına devam edileceği ifade edilmiştir.<sup>73</sup>

Bankalar Kanunu kapsamına giren Özel Finans Kurumları klasik bankacılık yanında Türk malî sisteminin bir tamamlayıcısı başta risk sermayesi benzeri bir uygulama olarak görülmüş, faizden ve klasik olarak sisteme dahil olmuş, 2001 yılında yapılan değişikliklerle Güvence Fonu oluşturulmuş, 2005 yılında kabul edilen 5411 sayılı Bankacılık Kanunu kapsamında bu kurumlar Katılım Bankası ismi ile faaliyetlerini sürdürmeye devam etmişlerdir. Katılım Bankaları Birliği bünyesinde bulunan “Güvence Fonu” nu da, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na (TMSF) devretti.<sup>74</sup>

Mali sektörün bütününe bir çatı altında toplamayı amaçlayan ve 19.10.2005 tarihinde TBMM'ce kabul edilip 01.11.2005 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren yeni 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ile Özel Finans Kurumlarının adı "Katılım Bankaları" olarak değiştirilmiş ve banka tanımı Katılım Bankalarını da içerecek şekilde düzenlenmiştir. Katılım Bankaları hukuken banka niteliğini haiz olmalarına rağmen, bankaların temel karakteristik özelliği olan faiz vermeyi vaat ederek mevduat toplamak ve faiz karşılığında kredi vermek işlemini yapmamaktadırlar. Nitekim, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 4. maddesinde Katılım Bankaları'nın "mevduat kabulü" faaliyetini gerçekleştiremeyeceği belirtilmiştir, ve yine Katılım Bankaları'nın kendine özgü faaliyetleri de açık bir şekilde 5411 sayılı Kanun kapsamında yer almıştır.<sup>75</sup>

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

---

<sup>73</sup> Berke Duvar, “4389 Sayılı Bankalar Kanununda 4672 Sayılı Kanunla Gerçekleştirilen Değişikliklerin Değerlendirilmesi”, **Bilgi Notu, Devlet Planlama Teşkilatı**, 2001, s.8.

<sup>74</sup>“Dünya’da ve Türkiye’de Faizsiz Bankacılık”,**Türkiye Katılım Bankaları Birliği Dergisi**, İstanbul,2006, s. 24.

<sup>75</sup> “5411 Sayılı Bankacılık Kanunu”, md.3-4.

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

Cari hesaplar toplanan vadesiz fonları, katılma hesapları ise, 'havuz olarak ifade edilen, değişik vadeli olarak toplanan fonları ifade etmektedir. Katılma hesapları, kâr ve zarara katılma akdi karşılığında toplanan ve bunların kullanılması sonucunda doğacak kâr ve zararlara asgari %80 oranında katılma sonucunu doğuran fonlardır. Toplanan fonlar, nakit kullandırılmadan, üretim desteği sağlanması, leasing, kâr ve zarara katılma ve/veya mal karşılığı vesaikin alım satımı şeklinde plase edilmektedir.<sup>76</sup>

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

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

Katılım Bankalarının çalışma esasları dikkatlice incelendiğinde kendisine özgün prensipleri olan kurumlar olduğu görülür. Bunlardan bir tanesi, fon toplamadır. Katılım Bankaları Türk mali sistemine yeni bir tasarruf anlayışigetirmişlerdir. Bu tasarruf anlayışında anapara ve önceden belirlenmiş sabit getiri yerine kâr-zarar ortaklığına dayalı bir tasarruf değerlendirmektedir. Sistemin en büyük özgünlüğü, tasarrufçu kesimden herhangi bir anapara almadan ve önceden belirlenmiş bir kâr garantisini onlara vermeden

---

<sup>76</sup> Buket Himmetoğlu, "5411 Sayılı Bankacılık Kanunu Paneli", **Bankacılık Dergisi**, Sayı 55, Türkiye Bankalar Birliği, 2005 s.54.

fon toplayabilmektir. Bu durum göstermektedir ki sistemde fon toplama güven esasına dayalı ve performans esasına dayalı olarak sağlanmaktadır.<sup>77</sup>

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

Cari hesaplar, vadesiz hesaplardır, karşılığında herhangi bir bedel ödenmez, kâr ve zarara iştirak etmezler, Türk lirası ve yabancı para cinsinden açılabilirler, karşılığında çek veya diğer cari hesap hizmetleri tasarrufçu kesime verilir<sup>78</sup>.

Katılım hesapları ise, mevduattan farklı bir hesap türüdür, kurum ile tasarrufçu arasında bir borç-alacak ilişkisi söz konusu değildir, kâr-zarar ortaklığı ilişkisi söz konusudur. Tasarruf sahipleri (bu kurumlarda hesap açtıran insanlar), kurumun faaliyetlerine yatırdıkları paralarla ortak olurlar. Bu ortaklığın bir tarafı tasarrufçu, öbür tarafı da bu fonların yöneticisi Katılım Bankaları'dır. Katılım Bankaları'nda ana para ve önceden belirlenmiş sabit bir getiri garantisi söz konusu değildir. Hesap sahibi yatırdığı fonların kurumca işletilmesi sonucunda ortaya çıkan kâr-zarara iştirak eder. Fonların kullanımında sektör ve fon kullanıcılar bazında portföy çeşitlendirmesine gidilir, yani riskler dağıtılır. Bu hesaplarda en kısa vade bir aydır, üç ay, altı ay, bir yıl gibi vadeler de söz konusudur. Bu hesapların Türk lirası ve yabancı para cinsinden açılması mümkündür.<sup>79</sup>

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

---

<sup>77</sup> Ahmet Battal, **Bankalarla Karşılaştırmalı olarak Hukuki Yönden Özel Finans Kurumları**, Ankara, Vedat Kitapçılık, 1999, s.16.

<sup>78</sup> İsmail Özsoy, "Özel Finans Kurumları", **Asya Finans Kültür Yayınları 1**, İstanbul Ekim 1997, s.23.

<sup>79</sup> Adnan Büyükdeniz, "Faizsiz Finans Kurumlarının Mali Sistem İçindeki Yeri ve Çalışma Prensipleri", **Türkiye'de Özel Finans Kurumları Teori ve Uygulama**, İstanbul, Albaraka Türk Yayınları, 2000 s.25.



Katılım Bankaları hem sayı olarak hem de ölçek olarak oldukça sınırlı düzeyde bulunmaktadır. Sektörde sunulan ürünler büyük ölçüde homojendir ve şeffaflık finans sektöründe istenen özellikleri taşımaktadır. Sektöre giriş çıkış kamu otoritesinin iznine bağlı bulunmaktadır. Sektörde önemli ölçüde yoğunlaşma bulunmaktadır ve belirgin bir uzmanlaşma trendi söz konusu değildir. Sektörde sermaye yapısı olarak farklı kurumlar bulunmaktadır.<sup>80</sup>

### 1.5.1. Bankacılık Kanununda Katılım Bankaları İle İlgili Özel Hükümler

**Faaliyet Konuları :** 5411 Sayılı Bankacılık Kanununun 4. maddesi bankaların faaliyet konuları 20 madde halinde sıralanmış ve Katılım Bankaları'nın bu konulardan sadece mevduat toplama faaliyetinde bulunamayacakları belirtilmiştir. Mevduat bankalarının da buna paralel olarak katılım fonu kabulü ve finansal kiralama işlemlerini yapamayacakları hüküm altına alınmıştır.<sup>81</sup>

**Sermaye Yeterliliği:** Bu Kanunun uygulanmasında maruz kalınan riskler nedeniyle oluşabilecek zararlara karşı yeterli özkaynak bulundurulması sermaye yeterliliğini ifade eder. Bankalar, Kurum tarafından düzenlenecek yönetmelikte öngörülen usûl ve esaslara göre yüzde sekiz oranından az olmamak üzere belirlenecek sermaye yeterliliği oranını hesaplamak, tutturmak, idame ettirmek ve raporlamak zorundadır.<sup>82</sup>

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

---

<sup>80</sup> Nazım Ekren, “Değişen Çevre Koşulları ve Özel Finans Kurumları”, **Türkiye’de Özel Finans Kurumları Teori ve Uygulama**, Albaraka Türk Yayınları, İstanbul, 2000, s. 43.

<sup>81</sup> “Bankacılık Kanunu”, Md.4.

<sup>82</sup> “Bankacılık Kanunu”, Md.45.

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

**Krediler:** Maddenin 1. fıkrasında kredi sayılan işlemler açıklanmış, 2. fıkrasında ise birinci fıkraya ilave olarak, "Katılım Bankaları'nın taşınır ve taşınmaz mal ve hizmet bedellerinin ödenmesi suretiyle veya kâr ve zarar ortaklığı yatırımları, taşınmaz, ekipman veya emtia temini veya finansal kiralama, mal karşılığı vesaikin finansmanı, ortak yatırımlar veya benzer yöntemlerle sağladıkları finansmanlar da bu Kanun uygulamasında finansman sayılır" ibaresi eklenmiştir. Böylece sadece Katılım Bankaları'na has finansman usullerinin kredi kapsamına alınmaları sağlanmıştır.<sup>83</sup>

**Gayrimenkul ve Emtia Üzerine İşlemler:** "Bankaların gayrimenkullerinin net defter değerleri toplamı öz kaynaklarının yüzde ellisini aşamaz. Bankalar, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında gayrimenkul ve emtiayı esas alan sözleşmeler ile Kurulca uygun görülecek kıymetli madenlerin alım ve satımı hariç olmak üzere ticaret amacıyla gayrimenkul ve emtianın alım ve satımı ile uğraşamaz, ipotek konut finansmanı kuruluşu ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları hariç olmak üzere ana faaliyet konusu gayrimenkul olan ortaklıklara katılamazlar."<sup>84</sup>

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

Katılım Bankaları tarafından gayrimenkul, ekipman veya emtia temini veya finansal kiralama, kâr ve zarar ortaklığı, ortak yatırımlar yoluyla finansman sağlanması

---

<sup>83</sup> "Bankacılık Kanunu", Md. 48.

<sup>84</sup> A.g.e., Md. 57.

ve benzeri faaliyetler nedeniyle üstlenilen yükümlülüklerden dolayı gayrimenkul ve emtia üzerine yapılan işlemler, bu madde ile yasaklanan ve sınırlanan faaliyet kapsamında değerlendirilmez. Bu fıkra ile, bankaların müşterilere devretmek üzere satın aldıkları (vekaleten de olsa) menkul ve gayrimenkulleri ticaret amacıyla değil finansman modelinin bir gereği olarak almaları ve bilahare onlara satmaları nedeniyle, genel hükme aykırılık teşkil etmemesi için böyle bir hüküm getirilmiştir.<sup>85</sup>

**Faiz Oranları ve Diğer Menfaatler :** Bakanlar Kurulu, bankaların ödünç para verme işlemleri ve mevduat kabulünde uygulanacak azamî faiz oranlarını, katılma hesaplarında kâr ve zarara katılma oranlarını, özel cari hesaplar dâhil bu maddede belirtilen işlemlerde sağlanacak diğer menfaatlerin nitelikleri ile azamî miktar ya da oranlarını tespit etmeye, bunları kısmen veya tamamen serbest bırakmaya yetkilidir. Bakanlar Kurulu, bu yetkilerini Merkez Bankasına devredebilir.<sup>86</sup>

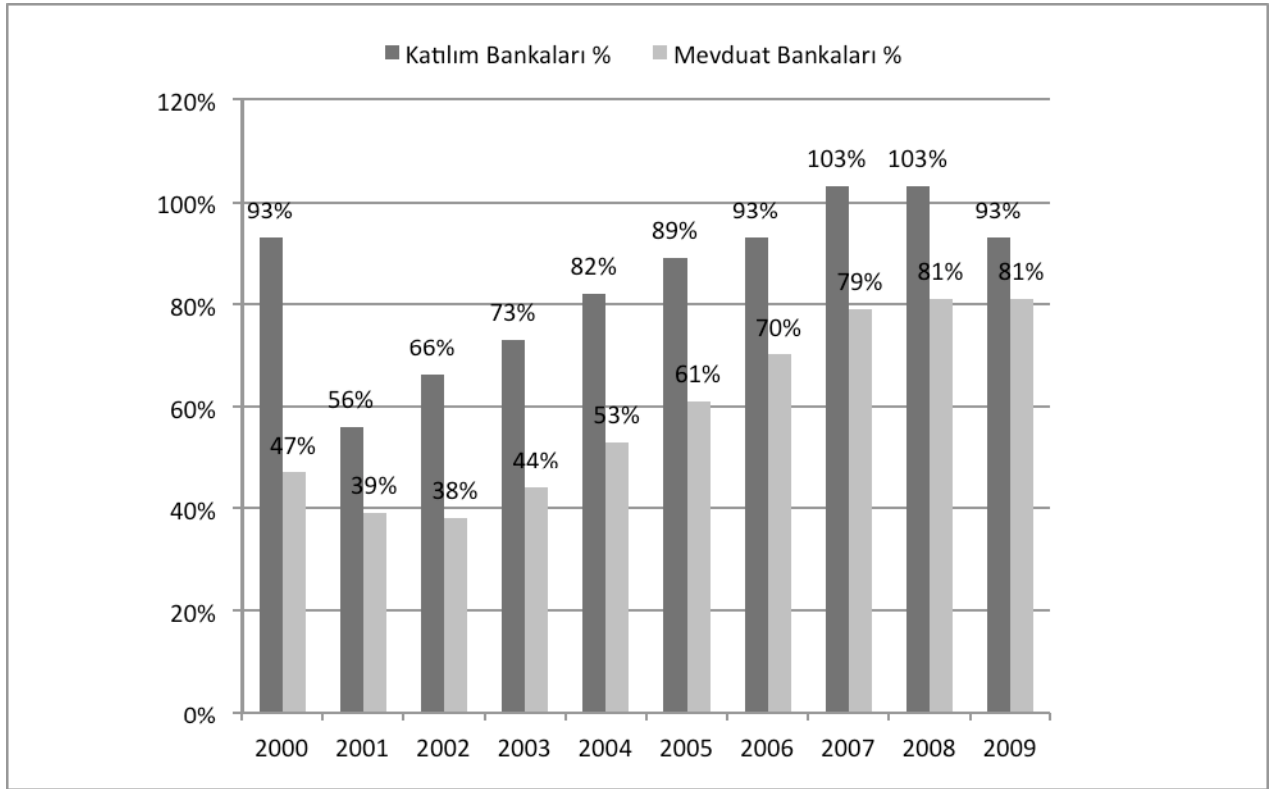
### **1.5.2. Katılım Bankalarının Finansal Sistem İçinde Rekabet Durumu**

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

---

<sup>85</sup> “Bankacılık Kanunu”, Md. 57.

<sup>86</sup> A.g.e., Md. 144.



Şekil 1.3. Katılım Bankaları ve Mevduat Bankaları karşılaştırması

Kaynak : Türkiye Katılım Bankalar Birliği, (04.08.2010),

[http://www.tkbb.org.tr/download/KATILIMBANK2009TURKCE\(INTERNET\).pdf](http://www.tkbb.org.tr/download/KATILIMBANK2009TURKCE(INTERNET).pdf)

Katılım Bankacılığı'nın değerlendirilmesi aşamasında, alternatif bir sistem olması, mevcut sistemi tamamlayıcı özelliği, ekonomiye ve özellikle reel kesime olan katkısı, finansal sisteme getirdiği çeşitlilik, derinlik, güvenilirlik ve bu kurumların etkinliği kapsamında farklı değerlendirmeler yapılabilir. Ülkemiz şartlarında bu hususların değerlendirilmesi ile diğer ülke uygulamaları ve değerlendirmeler arasında da farklılıklar oluşabilir.<sup>87</sup>

Öte yandan, ülkemiz bankacılık sektörü bu değerlendirmeleri devlet-özel, yabancı-yerli, katılım-klasik, küçük-büyük şeklinde farklı banka tasniflerine göre yapılabilecek heterojen bir bankacılık piyasasına sahiptir. Katılım Bankacılığı ve klasik bankacılığın uygulamalarına bakıldığında genelde üç tür bulunduğu görülmektedir.

<sup>87</sup> Ali Polat, **a.g.e**, s.108.

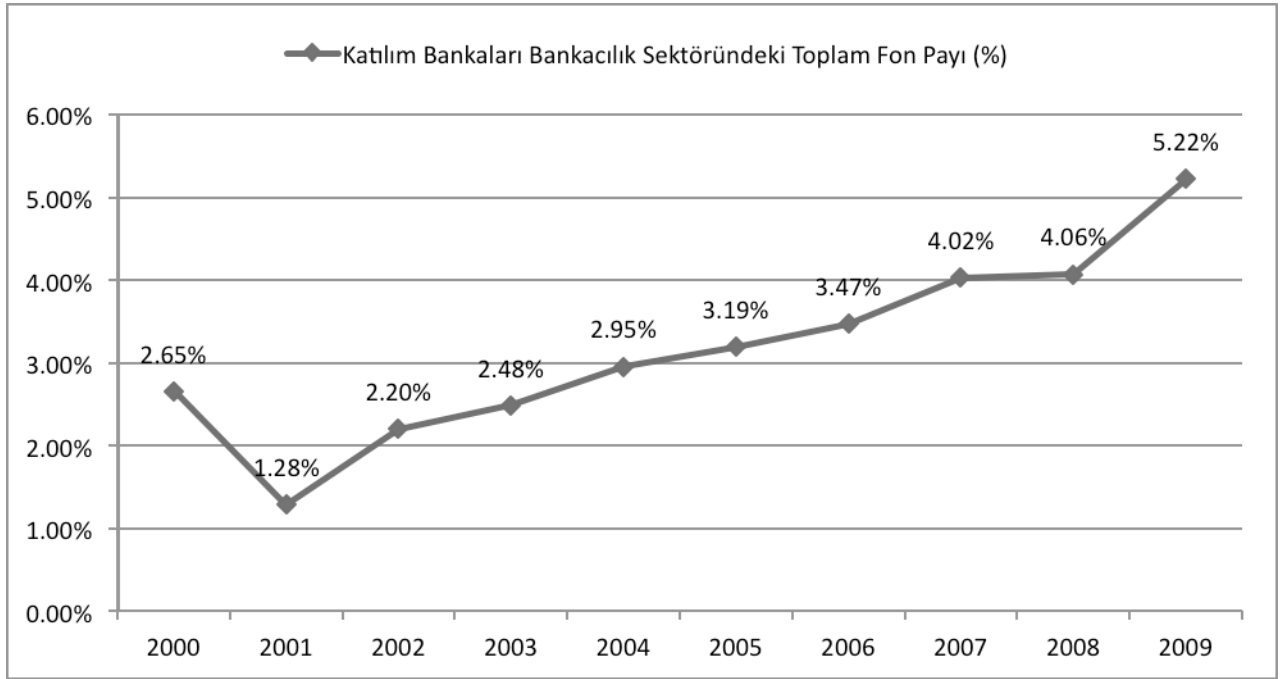
Bu farklı durumlara göre uygulamalar, etkileşim ve sorunlar da değişiklik gösterebilmektedir. Klasik sisteme Katılım Bankacılığı'nın entegre olmasına ilişkin özel sorunlar daha çok batılı ülkelerde yaşanmaktadır. Sorunların temelinde ise Katılım Bankacılığı sisteminin hem denetim otoriteleri hem de finans pratisyenleri tarafından tam anlaşılabilmesi yatmaktadır. Konvansiyonel bankacılık içindeki payı arttıkça sistemik olarak önemi daha fazla olacak olan bu yeni türün klasik batı sistemine adaptasyonu yönünde çalışmalar da yapılmaktadır.<sup>88</sup>

Katılım Bankacılığı dünyada hem derinleşmekte hem de genişlemektedir. Bu kurumlar arasında ticari bankalar, yatırım ve offshore bankaları, sigorta şirketleri ve güven fonları yer almaktadır. Bu faizsiz finansal hizmet sektörü, ticaretin, endüstrinin, tarımın, altyapı projelerinin, inşaat vb. alanlarının finansmanının yapıldığı bir alan haline gelmiştir. Bir çok klasik bankanın İslami bir "pencere" açması veya bu Katılım Bankacılığı enstrümanlarının avantajlarını kullanabileceği ayrı şubeler açmaları Katılım Bankacılığı'nın karlılığının göstergesidir.<sup>89</sup>

---

<sup>88</sup> Mehmet S. Kumaş, "Faizsiz Bir Finans Yöntemi Olarak Venture Capital Sistemi ve İslam Bankacılığı İle Mukayesesi", **Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi**, Cilt; 16, Sayı; 1, 2007, s.289.

<sup>89</sup> Osman Nuri Yılmaz, **Faizsiz Bankacılık İlkeleri ve Katılım Bankacılığı**, Katılım Bankalar Birliği Yayınları, s.176.



Şekil 1.4. Katılım Bankalarının bankacılık sektöründeki toplam fon payı

Kaynak: Türkiye Katılım Bankalar Birliği, (02.10.2010),

[http://www.tkbb.org.tr/download/KATILIMBANK2009TURKCE\(INTERNET\).pdf](http://www.tkbb.org.tr/download/KATILIMBANK2009TURKCE(INTERNET).pdf)

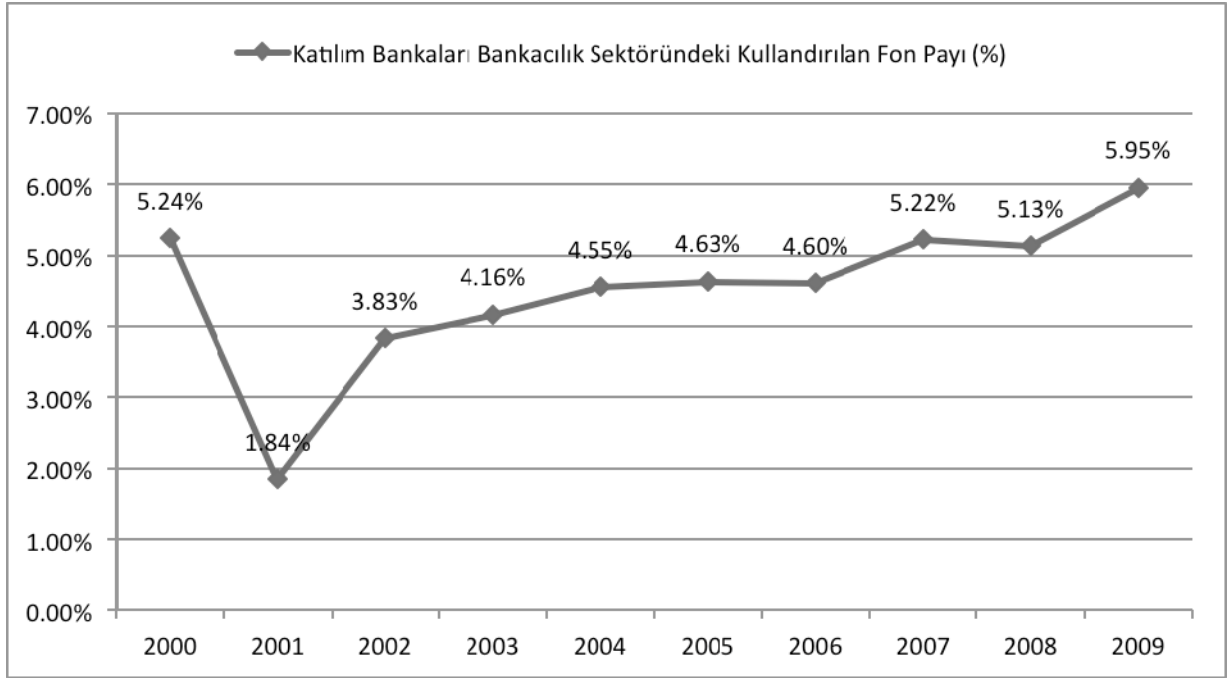
Katılım Bankacılığı ülkemizde 1985 yılında faaliyete başlamış olmakla birlikte Türk bankacılık sektörü içindeki etkinlik analizinin yapıldığı önemli bir çalışma tespit edilememiştir. Aslında sektörün hızlı büyümesine rağmen bu sektöre ilişkin ampirik çalışmalar genelde eksik kalmıştır. Yapılan bazı çalışmalarda, bu bankaların klasik bankaların yatırım enstrümanlarını taklit ettikleri ifade edilirken, bazı çalışmalar ise bu bankaların operasyonlarında bir etkinsizlik olmadığı sonucuna varmıştır.<sup>90</sup>

Katılım Bankaları'nın genel anlamda klasik Türk bankaları ile aynı teknolojiyi kullandığı, işe alma uygulamaları ve kredi işlemlerinde ise görece olarak daha etkindirler. Ayrıca kredi teminindeki operasyonları diğer klasik Türk bankaları ile aynı şekildedir. Bunun bir sonucu olarak Katılım Bankaları'nın klasik bankacılık kesiminden müşteri çekebileceği söylenebilir. Katılım Bankaları'nın toplam bankacılık etkinliğini azaltacak herhangi bir husus bulunmamaktadır. Hatta, finansal aracılığı arttırmakta ve klasik

<sup>90</sup>Çizakca, a.g.e., s.27.

bankalarla çalışmak istemeyenlere bir alternatif olmaya da imkân tanınması itibariyle pozitif bir rol üstlenmektedir. Kısacası, çıkan sonuç bu sektörün güçlü büyümesi ve sağlamlığıdır. Katılım Bankaları'nın sektörü içindeki yeri özet olarak Tablo 1.1. 'de ve şekil 1.3.'de verilmiştir.

Klasik bankalar, test edilmiş ve denenmiş bankacılık ürünlerini müşterilerine sağlarken bir yandan da yine mevcut imkânları ile faizsiz ürünlerin pazarlamasını da yapmaktadırlar. Bu nedenle Katılım Bankacılığı'nın klasik bankaların kullandığı inovasyon ve pazarlama yöntemleri ile kendi prensiplerine uygun enstrümanları oluşturmalarına/araştırmalarına ihtiyaç bulunmaktadır<sup>91</sup>.



Şekil 1.5. Katılım Bankalarının bankacılık sektöründeki kullandırılan fon payı

Kaynak: Türkiye Katılım Bankalar Birliği,(02.10.2010),

[http://www.tkbb.org.tr/download/KATILIMBANK2009TURKCE\(INTERNET\).pdf](http://www.tkbb.org.tr/download/KATILIMBANK2009TURKCE(INTERNET).pdf)

<sup>91</sup>Sabahaddin Zaim, **İslâm, İnsan ve Ekonomi**, İstanbul, Yeni Asya Yayınları, 1995, s. 277.

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

### **1.5.2.1. Aktif Kalitesinin İyileştirilmesi**

Kredi kısır döngüsü, aşırı kredilendirme sonrası geri dönüşlerin artmasının bankacılık krizi oluşturduğunu ima etmektedir. Ayrıca, finansal aktiflerin miktarı ile bu aktiflerin kalitesi arasındaki ters yönlü ilişki, finans literatüründe “finansal dikotomi” olarak ele alınmaktadır.<sup>92</sup>

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

### **1.5.2.2. Sermayenin Optimizasyonu**

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

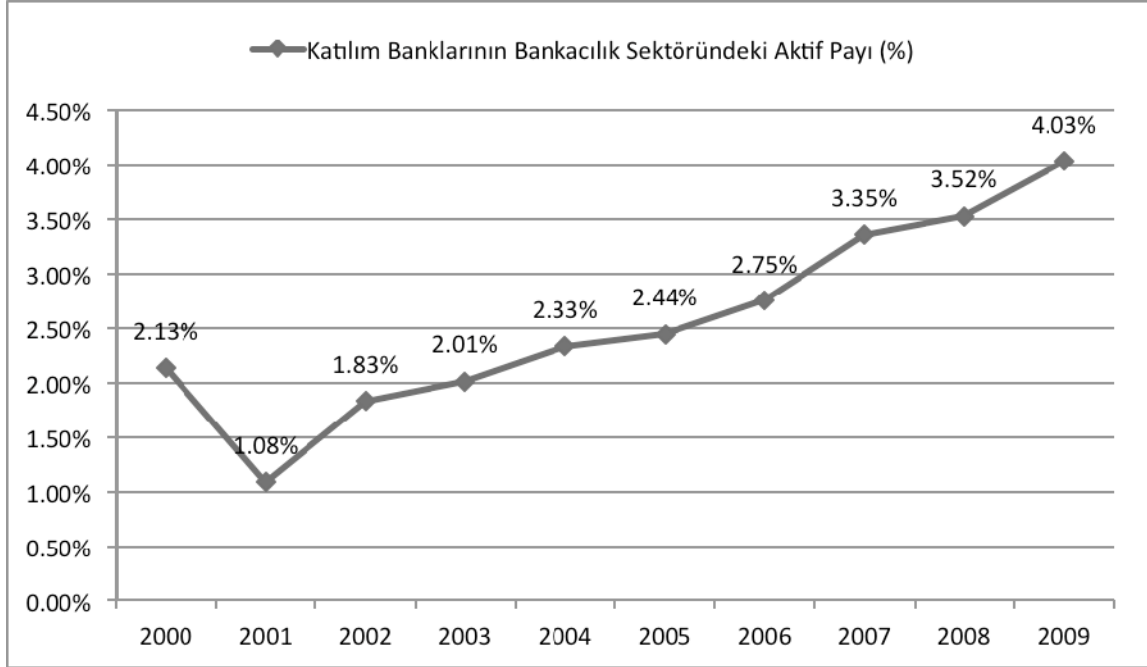
Yönetim sürecinde defter değerini yansıtan muhasebe sermayesi, piyasa değerini yansıtan hissedar sermayesi ve yasal sermaye farklı fonksiyonları olan önemli kavramlardır. Bu sermaye türleri karşılıklı ilişki içindedir. Gecikmiş alacak karşılıkları, bunların realizasyonu, vergi ve aktiflerin değerlendirilişi sermaye optimizasyonu

---

<sup>92</sup>Nagaoka Shinsuke, “Beyond the Theoretical Dichotomy in Islamic Finance: Analytical Reflections on *Murāba'ah* Contracts and Islamic Debt Securities”, *Kyoto Bulletin of Islamic Area Studies*, Sayı:1, Kyoto, 2007, s.84.



etkilemektedir. Bilanço büyüklüğünü etkilediğinden ve aktif seçimini önemli hale getirdiğinden, yasal sermaye performansı belirleyen kilit bir değişkendir<sup>93</sup>.



Şekil 1.6. Katılım Bankalarının bankacılık sektöründeki aktif payı

Kaynak: Türkiye Katılım Bankalar Birliği(02.10.2010),

[http://www.tkbb.org.tr/download/KATILIMBANK2009TURKCE\(INTERNET\).pdf](http://www.tkbb.org.tr/download/KATILIMBANK2009TURKCE(INTERNET).pdf)

Yasal sermayenin optimizasyonunda iki önemli husus bulunmaktadır. Aktif seçimi veya farklılaştırması ile aktiflerin devir hızı. Öte yandan, aktiflerin yasal otoritelerin bakış açısı ile tanımlama ve bunu sağlamaya yönelik metodlar, aktif maksimizasyonu açısından özel önem taşımaktadır.<sup>94</sup>

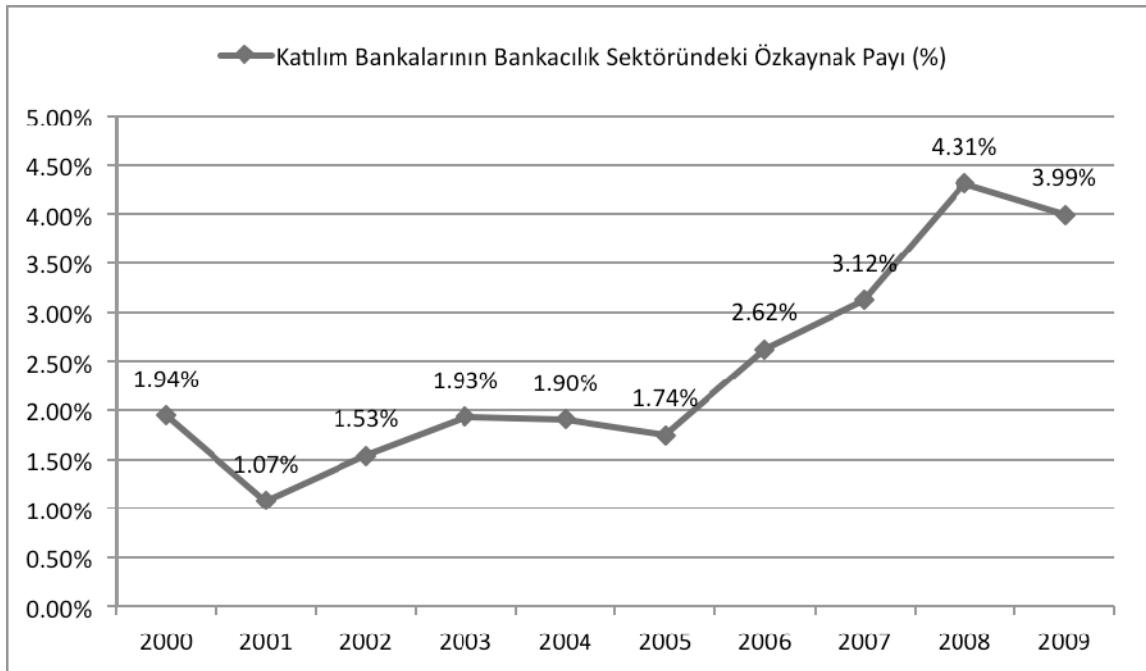
Finansal hizmet ve ürünlerin etkin ve verimli bir şekilde pazarlanması ve satışı "deregulation", rekabet ve kâr marjlarının daralmasıyla birlikte bankalar satış organizasyonları haline dönerken, bankacılarda satıcı kimliği ön plana çıkmaya başlamıştır.

<sup>93</sup> Salim Koç, "İslâm Ülkelerinin Dünya Ticaretindeki Yeri", **Çerçeve Dergisi**, 2008 Ekim, 102-105, ss.123.

<sup>94</sup> Mehmet Aksaraylı, "Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği", **Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 24, Sayı :1, 2009, s.109.

Bununla beraber satış ve pazarlama oldukça farklı iki konuyla ilgilidir. Satış, ürün ve hizmetleri satın alacak müşteri ile ilgilenmeyi ifade ederken, pazarlama müşterinin satın alacağı ürünle ilgilenmeyi ön planda tutmaktadır. İkinci kurum içi AR-GE ağırlıklı bir faaliyeti ifade ederken birincisi kurum dışı faaliyeti ön plana çıkarmaktadır.<sup>95</sup>

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



Şekil 1.7. Katılım Bankalarının Bankacılık sektöründeki özkaynak payı

Kaynak: Türkiye Katılım Bankalar Birliği, (02.10.2010),

[http://www.tkbb.org.tr/download/KATILIMBANK2009TURKCE\(INTERNET\).pdf](http://www.tkbb.org.tr/download/KATILIMBANK2009TURKCE(INTERNET).pdf)

<sup>95</sup> Turan Yay, "Finansal Krizler, Finansal Regülasyon ve Türkiye", İstanbul Üniversitesi, Siyasal Bilimler Fak. Dergisi, Sayı; 30, 2004 Mart, s.6.

### 1.5.2.3. Finansal Risklerin Yönetimi

Konu, kurumun zararlar/kayıpla karşılaşma olasılığı olarak ele alındığında, problem, finansal riski yönetmek için, kurumun iş ve faaliyet sürecinin tümünde söz konusu olan riski veya riskleri;

- Tanımlamak,
- Ölçmek,
- Bir risk türünün diğerleri ile ilişkisini belirlemek,
- Etkileyen faktörleri ortaya koymak ve tahminde bulunmak,
- Risk doğuran süreç ve olayları belirlemek,
- İşlem ve faaliyetleri riski minimize edecek şekilde yönetmek olarak değerlendirilmektedir<sup>96</sup>.

Risk yönetimi, riskleri elemine etmek ve onlardan sakınmaktan farklı bir içerik taşımaktadır. Riskleri elemine etmenin yolu, işten vazgeçmek hariç, bulunmamaktadır. Risk yönetim süreci üç temel bileşeni içermektedir. Tanım ve tasnife dayalı risklerin seçimi, potansiyel kayıplara ve bunlara yönelik yaklaşımlar (riske göre düzeltilmiş sermaye getirisi).

---

<sup>96</sup> Tülay Yücel, Pınar Evrim Mandacı, **İşletmelerin Finansal Risk Yönetimi ve Türev Ürün Kullanımı: İMKB 100 Endeksinde Yer Alan İşletmelerde Bir Uygulama**, Sayı 36, Ekim 2007, s.127.

**TABLO 1.1. Temel Katılım Bankacılığı Sektörü verileri**

<b>TEMEL KATILIM BANKACILIĞI SEKTÖRÜ VERİLERİ</b>		<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>
<b>41</b>	<b>KATILIM BANKALARI BİLANÇO (AKTİF) TOPLAM (MIO TL)</b>	33.628	25.769	19.435	13.730	9.945	7.299	5.113	3.962	2.365
<b>42</b>	<b>AKTİF TOPLAMI / BANKACILIK SEKTÖRÜ AKTİF TOPLAMI (%)</b>	4,0 %	3,5 %	3,3 %	2,7 %	2,4 %	2,4 %	2,0 %	1,9 %	
<b>43</b>	<b>AKTİF TOPLAM / GSYH (%)</b>	3,5 %	2,7 %	2,3 %	1,8 %	1,5 %	1,3 %	1,1 %	1,1 %	1,0 %
<b>44</b>	<b>TOPLANAN FONLAR (MIO TL)</b>	26.842	19.210	14.943	11.237	8.369	5.992	4.111	3.206	1.917
<b>45</b>	<b>TOPLANAN FONLAR / BANKACILIK SEKTÖRÜ TOPLAM MEVDUATI (%)</b>	5,1 %	4,2 %	4,2 %	3,7 %	3,3 %	3,0 %	2,7 %	2,2 %	
<b>46</b>	<b>TOPLANAN FONLAR / GSYH (%)</b>	2,8 %	2,0 %	1,8 %	1,5 %	1,3 %	1,1 %	0,9 %	0,9 %	0,8 %
<b>47</b>	<b>KULLANDIRILAN FONLAR (MIO TL)</b>	24.911	19.734	15.333	10.493	7.408	4.895	3.001	2.101	1.072
<b>48</b>	<b>KULLANDIRILAN FONLAR / BANKACILIK SEKTÖRÜ TOPLAM KREDİLERİ (%)</b>	5,9 %	5,0 %	5,3 %	4,8 %	4,7 %	4,6 %	4,0 %	3,5 %	
<b>49</b>	<b>KULLANDIRILAN FONLAR / GSYH (%)</b>	2,6 %	2,1 %	1,8 %	1,4 %	1,1 %	0,9 %	0,7 %	0,6 %	0,4 %
<b>50</b>	<b>KULLANDIRILAN FONLAR / TOPLANAN FONLAR (%)</b>	93 %	103 %	103 %	93 %	89 %	82 %	73 %	66 %	56 %
<b>51</b>	<b>ÖZKAYNAKLAR (MIO TL)</b>	4.420	3.729	2.364	1.560	951	892	670	400	203
<b>52</b>	<b>ÖZKAYNAKLAR / BANKACILIK SEKTÖRÜ ÖZKAYNAK TOPLAMI (MIO YL)</b>	4,0 %	4,3 %	3,1 %	2,6 %	1,7 %	1,9 %	1,9 %	1,6 %	
<b>53</b>	<b>ÖZKAYNAKLAR / GSYH (%)</b>	0,5 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
<b>54</b>	<b>SERMAYE YETERLİLİK ORANI (%)</b>	15,3 %	15,4 %	16,1 %	16,5 %	12,5 %				
<b>55</b>	<b>ÖZKAYNAK KARLILIĞI (%)</b>	19,0 %	25,2 %	30,7 %	30,8 %	36,9 %				
<b>56</b>	<b>KULLANDIRILAN FONLARIN TOPLAM VARLIKLARA ORANI</b>	74,1 %	76,6 %	78,9 %	76,4 %	74,5 %	67,1	58,7	53,0	45,3

	(%)					%	%	%	%
<b>57</b>	TAKİPTEKİ ALACAKLAR (BRÜT) / KULLANDIRILAN FONLAR (%)	4,7 %	5,7 %	3,4 %	3,5 %	4,2 %			
<b>58</b>	BANKA SAYISI / BANKACILIK SEKTÖRÜ BANKA SAYISI (%)	8,2	8,2	8,0	8,0	9,8	10,4	10,0	9,3
<b>59</b>	ŞUBE SAYISI / BANKACILIK SEKTÖRÜ ŞUBE SAYISI (%)	5,8	5,7	5,2	4,9	4,4	4,2	3,1	2,4
<b>60</b>	PERSONEL SAYISI / BANKACILIK SEKTÖRÜ ŞUBE SAYISI (%)	6,4	6,0	5,5	4,7	4,1	3,8	2,8	2,0

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

Kaynak: TKBB , BDDK , TÜİK , TCMB , HAZİNE , DTM , IMF

Not: Veriler, adı geçen kaynakların periyodik olarak internet sayfalarında yayınlanan ve matbu istatistik. Rapor ve bültenlerinden derlenerek hazırlanmıştır.

## BÖLÜM 2

### MENKUL KIYMETLEŞTİRME (SEKURİTİZASYON) VE KATILIM BANKACILIĞI SİSTEMİNDE GELİŞİMİ

#### 2.1. Yapılandırılmış Finansal Araçlar

"Structured Finance" olarak adlandırılan yapılandırılmış finans, varlıkların bir havuzda toplanması, ve bu havuzda toplanan varlıklarca desteklenen menkul kıymetlerin yatırımcılara satılması olarak karşımıza çıkmaktadır. Yapılandırılmış finans araçlarının üç temel ortak özellik içerdiği görülmüştür. Bunlar;

- Varlıkların bir havuzda toplanması (nakit esaslı veya sentetik varlıklar kanalıyla)
- Havuzda toplanan varlıklara karşılık kredi kullandıran kuruluşun yükümlülüklerini yerine getirmesi,
- Havuzdaki varlıkların kredi riskinin, aracı ihraç edenin kredi riskinden ayrıştırılması şeklinde tanımlanabilir.<sup>97</sup>

Yapılandırılmış finansın temeli sermaye piyasası temelli risk transferidir. Yapılandırılmış finansal ürün ihraç edenler, kendi bilançolarında yer alan riskleri başka kurumlara devretmek amacı gütmektedirler. Satın alanlar açısından ise daha yüksek risk ve buna bağlı yüksek kazanç cazip gelmektedir.<sup>98</sup>

Yapılandırılmış finansal ürünler, geleneksel bilanço içi varlıklar ile finansal yapıyı yeniden düzenleme, kârlı ama riskli faaliyetlerin hedge yapılmasına (korunma) olanak

---

<sup>97</sup> Ramesh Narayanaswamy, "An Odyssey in Structured Finance", [http://www.crisil.com/crisil-young-thought-leader-2006/dissertations/Ramesh-Narayanaswamy\\_Dissertation.pdf](http://www.crisil.com/crisil-young-thought-leader-2006/dissertations/Ramesh-Narayanaswamy_Dissertation.pdf), Bangolere, 2007, s.5.

<sup>98</sup> Andreas Jobst, "What is Structured Finance", [http://www.securitization.net/pdf/Publications/StructuredFinance\\_20Oct05.pdf](http://www.securitization.net/pdf/Publications/StructuredFinance_20Oct05.pdf), 2005, s.2.

sağlama, sermaye maliyetini düşürme veya likidasyon üzerindeki maliyetleri azaltma çabasında olan tüm özel ve kamusal finansal anlaşmaları kapsamaktadır.<sup>99</sup>

Bu çerçevede yapılandırılmış finans kavramı için benzer şekilde aşağıdaki tanım yapılmıştır.

*"Yapılandırılmış finans, bir varlığın sahibinin fonlama, likidite, risk transferi veya bir başka ihtiyacını rafta satılmaya hazır bekleyen ürünlerden hiç birisiyle karşılayamaması durumunda başvurduğu tekniklere verilen isimdir. Bundan ötürü ihtiyaçlarını karşılamak için mevcut araçlar ve teknikler ihtiyaca uygun biçimde yapılandırılır. Dolayısıyla yapılandırılmış finans esnek finansal mühendislik aracıdır."*<sup>100</sup>

Yapılandırılmış finans araçların içerdikleri genel özellikler, aşağıda sıralanmaktadır.<sup>101</sup>

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

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

Yukarıda belirtilen tanımlar ve özellikler çerçevesinde yapılandırılmış finansal araçlar için ise şu tanımı yapmak mümkündür.

---

<sup>99</sup>Jobst, a.g.e, s.2.

<sup>100</sup> Frank Fabbozi, Henry Davis, Moorad Choudhry, **Introduction to Structured Finance**, John Wiley & Sons, New Jersey, 2006, s.1.

<sup>101</sup> a.g.e., s.2.

"Yapılandırılmış finansal araçlar, getirisi faiz oranları, hisse senedi, hisse senedi endeksi, kıymetli maden, kıymetli madene dayalı endeks, ticari mal veya ticari mal endeksi gibi finansal varlıkların fiyatlarına veya bir kredi alacağına bağlı, belli oranda anapara koruması ihtiva edebilen sermaye piyasası araçlarıdır."

Yapılandırılmış finansal araçlar, finansal kurumlar tarafından değişik ürünlere veya koşullara dayalı olarak getiri ya da koruma seçeneklerinin farklılaştırılması sonucu oluşturulan, doğası gereği geliştirilmesinde ve farklılaştırılmasında herhangi bir sınır bulunmadığı düşünülen ürünlerdir. Sigorta bağlantılı yapılandırılmış araçlar (felaket tahvilleri, şarta bağlı borçlar, şarta bağlı menkul kıymetler), sentetik kısa/uzun pozisyon swap ve opsiyonlar, çoklu swap/opsiyon bağlantıları, garantili yatırım fonları, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller, hisse senedi varanlı tahviller, call opsiyonlu tahviller, put opsiyonlu tahviller, ayrıştırılmış tahviller gibi araçlar da yapılandırılmış finansal araç grubunun içerisinde yer alabilir.<sup>102</sup>

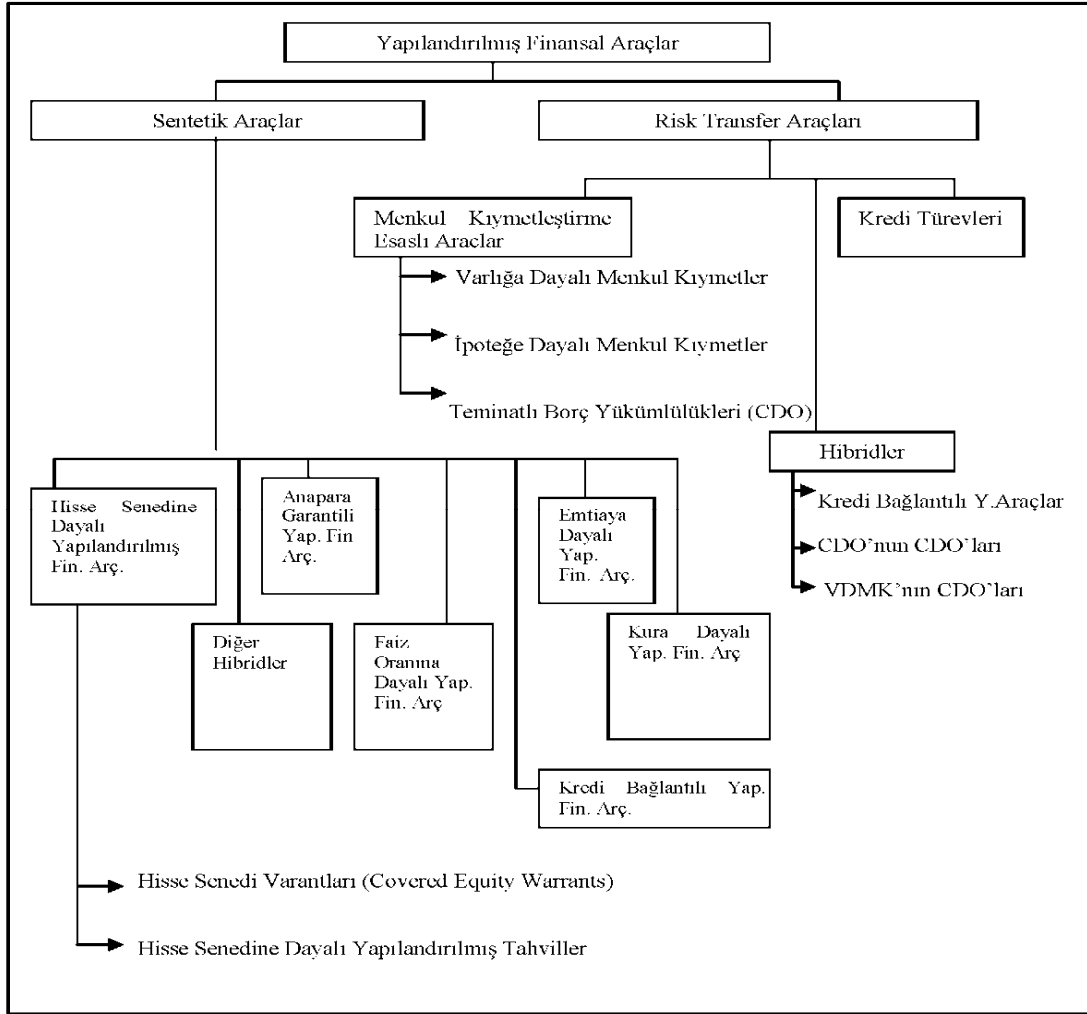
Yapılandırılmış finansal ürünlerdeki bu çeşitlilik şekil 2.1. 'de gösterilmiştir.<sup>103</sup>

---

<sup>102</sup> Yener Çoşkun, "Yapılandırılmış Finans ve Küresel Finansal Kriz", **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Cilt: 47, Sayı: 545, 2010 s.71.

<sup>103</sup> Jobst, a.g.e.,s.5.





**Şekil 2. 1. Yapılandırılmış Finansal Araçlar**

Kaynak: Frank Fabbozi, Henry Davis, Moorad Choudhry, "Introduction to Structured Finance"

## 2.2. Genel Olarak Menkul Kıymetleştirme

Genel olarak menkul kıymetleştirme, işletmelerin bilançosunda bulunan ve likiditesi düşük olan aktiflerin, likiditesi yüksek menkul kıymetlere dönüştürülmesidir. Son yirmi yıl içinde mali piyasalarda yaşanan en önemli gelişme menkul kıymetleştirme olmuştur.<sup>104</sup> Menkul kıymetleştirme ABD'de kullanılan securitization ifadesinin

<sup>104</sup> Değer Alper, *Menkulleştirme*, Ali Ceylan, Ufuk Başoğlu, İlker Parasız, **Finans, Teori Kuram Uygulama**, Bursa, Ekin Kitabevi, 2001, s.449

karşılığıdır. İlk olarak 1970'lerde ABD'de ortaya çıkan menkul kıymetleştirme işleminin ilk uygulamaları ipoteye dayalı alacakların menkul kıymetleştirilmesi olmuştur. Ancak bir süre sonra ipoteye dayalı olmayan, kredi kartı alacakları, tüketici kredileri, otomobil kredileri ve öğrenci kredileri gibi alacaklar karşılığında menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmiştir.<sup>105</sup>

Menkul kıymetleştirme, bir işletmenin bilançosunda yer alan likit olmayan alacakların benzer nitelikte olanlarının bir araya toplanarak, kendisinin ya da bu amaç doğrultusunda kurulmuş olan bir kurumun vasıtası ile sermaye piyasalarına bu alacak havuzuna dayalı menkul kıymet ihraç etmesi ve ödemelerin bu havuzdaki alacakların geri ödemeleri ile finanse edilmesidir. Bu yöntemle firmalar, aktiflerinde yer alan ve likit olmayan varlıklarından gelecekte elde edecekleri ekonomik faydalar karşılığında yatırımcılardan fon temin edebilme imkanına kavuşmaktadırlar.<sup>106</sup>

Başta ABD olmak üzere, ipotekli konut finansman sisteminin ve menkul kıymetleştirmenin gelişmiş olduğu ülkelerde, türev ürün kullanımının artmasının en temel sebebi yatırımcıların risk iştahının artmasıdır. Artan risk iştahına bağlı olarak, ipotekli menkul kıymetlerin türevleri olan birçok yapılandırılmış ürün çıkarılmıştır. Bu ürünler, sunulan kaldıraç imkanı nedeniyle yüksek kârlar elde etme imkanı sunmaktadır. Bankacılık sektörü de finansal piyasalarda ürün yelpazesinin genişlemesi ile birlikte türev sözleşmelerinde taraf olmuştur.<sup>107</sup>

Dünyada ticari bankacılık sektöründe türev işlem hacmi, 2000 yılında 40,7 trilyon dolar iken 2007 yılı sonu itibarıyla 4 kattan fazla artarak 166,1 trilyon dolara ulaşmış, türev ürün kullanımı artmıştır. 2004, 2005 ve 2006 yıllarında artış ivme kazanmıştır. Türev ürünler içinde en dikkat çeken grup kredi türevleridir. 2000 yılında sadece % 0,9 paya sahip olan kredi türevlerinin toplam içindeki payı 2007 yılında % 9,5'e yükselmiştir.

---

<sup>105</sup>Halil Doğru, "Menkul Kıymetleştirmenin Temel ve Hukuki Esasları; Yurt Dışı ve Türkiye Uygulamasının Karşılaştırılması", (Yüksek Lisans Tezi, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2002**), s.1.

<sup>106</sup>Ali Hepşen, **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteye Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul Ticaret Odası Yayını, İstanbul, 2005, s.17.

<sup>107</sup>Nurhan Aydın, **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi, 2004 s.34.

2008 yılının ilk çeyreğinde de türev ürünlerdeki gelişim 2007 yılına paraleldir. 2007 yılında meydana gelen dalgalanmaya bağlı olarak bu ürünlerde ciddi zararlar yaşanmış, bu zararlar bankacılık sektörünün gelir tablosu ve bilançolarına yansımıştır.<sup>108</sup>

### 2.3. Menkul Kıymetleştirmeye Yönelik Tanımlama Çabaları

Menkul Kıymetleştirme'nin kavram olarak henüz genel kabul görmüş bir tanımı olmamakla beraber, çeşitli tanımlama gayretleri, kavramın zaman zaman yanlış kullanılmasına da neden olmaktadır. Menkul Kıymetleştirme, geniş anlamıyla bankacılık alanında 1980'lerden itibaren yaşanan ve borçlanma aracı olarak banka kredilerinin yerini alan ciro edilebilir enstrümanların gelişimini ifade etmektedir. Şöyle ki Euro Piyasalarda işlem yapan bankalar artık krediler yerine bu piyasalarda hem en büyük menkul kıymet ihraççısı, hem de alıcısı olarak rol oynamaktadırlar. Bu eğilim neticesinde piyasalarda kısa, uzun vadeli, sabit ya da değişken faizli bonolar satılıp alınabilmektedir. Menkul kıymetlere yönelmedeki bir etken olarak, reel faizin 80'li yıllarda piyasalarda gözükmemesini gösterebiliriz. Euro-Bond piyasasında görülen bu eğilim neticesinde ikinci el piyasası gelişmiştir.<sup>109</sup>

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

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

---

<sup>108</sup> Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, **Finansal Teknikler**, Bursa, Ekin Kitabevi, 2008, s.470.

<sup>109</sup>Richard Harrington, "Financial Innovation and International Banking", **Financial Innovation**, Henry Cavanna (Ed.), London, 1992, s. 52.

kurumları (bankaların) ve diğer aracılarn likit olmayan aktiflerinin paketlenerek menkul kıymetlerse dönüştürülmesi işlemi kastedilmektedir.<sup>110</sup> Ayrıca bu tanımda, kredilerin açılması için finansal araclara gereksinim duyan, ancak nihai tasarrufçuya (final holders) ulaşmadan finansal pazarları kullanan işlemler söz konusudur. Dar anlamdaki menkul kıymetleştirmenin en belirgin örneği ise ipoteye ve varlığa dayalı menkul kıymetler oluşturmaktadır.

#### 2.4. Menkul Kıymetleştirmeye Konu Alacak Türleri

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

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

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

---

<sup>110</sup>David T. Llewellyn, "Financial Innovation And The Economics Of Banking And The Financial System" **Financial Innovation in Retail and Corporate Banking**, England Edited by Luisa Anderloni, Reinhard H. Schmidt, 2009, s.23.

- Bankaların ve finansman şirketlerinin, ipotekli konut kredileri haricindeki tüketici kredilerinden, ipotekli kredilerden, motorlu kara taşıtları kredilerinden, proje finansmanı kredilerinden ve kurumsal kredilerinden kaynaklanan alacaklar,
- İlgili mevzuat uyarınca finansal kiralama yapmaya yetkili kuruluşların yaptıkları finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar,
- T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığının gayrimenkul satışından kaynaklanan alacakları,
- Fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakdin değerlendirilmesi amacıyla yönelik olarak yapılan nakit benzeri kısa vadeli yatırımlar,
- Bu Tebliğin 23'üncü maddesinde tanımlanan yedek hesaplardaki varlıklar
- Kurulca uygun görülecek diğer varlıklar<sup>111</sup>.

## 2.5. Menkul Kıymetleştirme Süreci

Basit bir menkul kıymetleştirme işlemi aşağıdaki aşamalardan oluşmaktadır:

- Zaman içinde birçok kredi anlaşması yapmış olan kredi veren kurum, bilançosunda bulunan aynı ve benzer koşullar taşıyan kredilerden bir alacak havuzu oluşturur.
- Kredi veren kurum, oluşturduğu alacak havuzunu, özel amaçlı kuruma satar veya yine böyle bir kuruma bu alacak havuzuna bağlı olarak menkul kıymet ihraç etmesi talebiyle başvurur.
- Menkul kıymetleştirme uygulamalarını teşvik etmek amacıyla kurulmuş olan özel amaçlı kurum, genellikle kendi portföyünde tutmak üzere satın aldığı alacaklara bağlı olarak bir menkul kıymet ihraç eder.
- İhraç edilen menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara yapılacak ödemelere karşılık, menkul kıymetin bağlı olduğu alacak havuzundan düzenli olarak gelen faiz ve anapara ödemeleri teminat gösterilir.

---

<sup>111</sup> Yavuz Akbulak, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler", **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Aralık 2005, s.78.

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

- Satılan menkul kıymetlerden elde edilen fonlar krediyi veren kuruma veya alacak havuzunu satın almış olan özel kuruma aktarılır.

- Krediyi açmış olan kurum, krediyi kullananların yaptığı faiz ve anapara ödemelerinin tahsil edilip menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara aktarılmasında aracılık etmeye devam eder.

- Menkul kıymetleştirme süreciyle kredi veren kuruma dönmüş olan taze fonlar yeni kredi anlaşmalarında kullanılmak üzere sisteme tekrar girer<sup>112</sup>.

## 2.6. Menkul Kıymetleştirme Sürecinde Yer Alan Taraflar

Menkul kıymetleştirme yönteminin geleneksel kredilendirme yöntemlerinden daha karmaşık bir yapıya sahip olduğu, her aşamasındaki işlemlerin farklı kurumlarca yürütüldüğü ve bu kurumların sistem içerisinde birbirlerini tamamladıkları görülmektedir. Geleneksel kredilendirme yönteminde, krediyi alacak kişinin ya da kurumun araştırılması, krediyi fonlama maliyetinin ve vadesinin belirlenmesi, kredinin takibi gibi birçok işlem krediyi sağlayan kurum tarafından yönetilmekte iken, menkul kıymetleştirme süreci ise hukuksal olarak yapılandırılmış, konusunda uzman farklı kurumların birbiriyle ilişkisi sonucunda gerçekleşmektedir.<sup>113</sup>

Menkul kıymetleştirme yapısında yer alan taraflar ve bunların işlevleri aşağıda açıklanmıştır.

---

<sup>112</sup> Vinod Kothari, **Securitization: The Financial Instrument of the Future**, John Wiley & Sons, 2006, s.526.

<sup>113</sup> Pelin Ataman Erdönmez, "Aktif Menkul Kıymetleştirme", **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, Sayı; 76, 2006, s.57.

### **2.6.1 Kredi Veren Kurum (Originator)**

Menkul kıymetleştirilecek krediyi (veya diğer alacakları) tahsis eden taraftır. Kredi veren kurum, zaman içinde açmış olduğu veya ikincil piyasalardan satın aldığı kredilerle varlığa dayalı menkul kıymetlerin teminatı olan alacak havuzunu oluşturmakta ve bu havuzu, bunlara dayalı menkul kıymet ihraç etmesi için özel amaçlı kuruma satmakta veya devretmektedir.

### **2.6.2. Hizmet Veren Firma (Servicer)**

Kredi veren kurumlar, verdikleri kredi karşılığında, aldığı teminatı menkul kıymetleştirmek için sattıkları halde, bu varlıklarla ilgili hizmetleri de verirler. Bu hizmetler, kredi borçlularının ödeme prosesleri ve kontrata bağlı olarak yapılan ödünçtoplama işlemleri ile ödenmeyen hesapların yönetimi ve teminat likiditesinin sağlanmasını içermektedir. Hizmet verenler, aynı zamanda yatırımcılara, yeddiemin'e, derecelendirme kuruluşlarına ve garanti veren kurumlara verilecek performans ve yönetim raporlarının hazırlanmasından da sorumludur.

### **2.6.3. Özel Amaçlı Kurum (Special Purpose Vehicle/ SPV)**

Menkul kıymetleştirilecek varlıkları devralarak, bu varlıklar karşılığında menkul kıymet ihraç ederek, menkul kıymetleştirme işlemi gerçekleştirilmek amacıyla kurulan kurumlardır. Mevzuatımızda bu amaçla kurulan ortaklıklara genel finans ortaklıkları denilmektedir.<sup>114</sup>

Özel amaçlı kurum, anonim şirket, trust ya da ortaklık yapısında olabilir. Menkul kıymetleştirme işleminde en yaygın olarak görülen tüzel kişilik trust'tır.

---

<sup>114</sup> Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, **Comptroller's Handbook for Asset Securitization** Washington, 1997, s. 10.

Özel amaçlı kurum, genel olarak aşağıdaki karakteristik özellikleri taşır:

- Bağımlı çalışanları bulunmaz.
- Nakit akımlarının aktarımı ve raporlamasını içeren yönetsel fonksiyonları, önceden belirlenmiş kurallar dahilinde yedd-i emin tarafından gerçekleştirilir.

Yedd-i eminin bu fonksiyonlardan başka karar verme yetkisi bulunmaz.<sup>115</sup>

- Özel amaçlı kurumun oluşturulmasındaki en önemli amaç varlıkları kaynak kurumun tüm risklerinden izole etmektir. Bu nedenle özel amaçlı kurumlar iflas riskinden uzak olacak şekilde yapılandırılırlar. Bu amaçla, borçlanma yapmamaları, (borçlansalar bile bunların varlıkla desteklenmiş menkul kıymetlerle aynı derecelmeye sahip olması) ve alan taraf iflastan muaf olmadıkça elindeki varlıkların satılmaması gerekmektedir.<sup>116</sup>

#### 2.6.4. Yatırım Bankaları (Investment Banks)

Yatırım bankaları, bir varlığa dayalı menkul kıymet ihracında ya halka arz edilmesinde aracılık yüklenicisi olarak ya da halka arz etmeksizin doğrudan satış için aracılık ederler. Bir aracılık yüklenicisi olarak (underwriter), yatırım bankası menkul kıymetleri ihraç edenden tekrar satmak amacıyla satın alır. Doğrudan satış işleminde ise yatırım bankası menkul kıymetlerin satın alınıp tekrar satılması yerine, alıcı ile satıcının biraraya getirilmesi için aracılık rolü üstlenir. Yatırım bankaları, halka arz işleminde aracılık yüklenimi riski taşıdıklarından, doğrudan satışa oranla daha yüksek komisyon talep ederler. Doğrudan satış işleminde ise, menkul kıymet ihracının nispeten daha az likit ve sınırlı sayıda yatırımcıya ulaşması sebebiyle, ihraç komisyonu düşük olmakta, ancak ihraççı kurum yatırımcıya yüksek faiz primi ödemektedir.<sup>117</sup>

---

<sup>115</sup> Gary Gorton, Nicholas S. Souleles, "Special Purpose Vehicles and Securitization", **Federal Reserve Bank of Philadelphia Research Department Working Papers**, Paper No: 05-21, 2005, s.2.

<sup>116</sup> Nurcan Öcal, **Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1997, s. 14.

<sup>117</sup> Christine A.Pavel, **Securitization: The Analysis and Development of the Loan-Based/Asset-Backed Securities Markets** Probus Publishing, Chicago,1989, s.25.



### 2.6.5. Kredi Garantisi Verenler (Credit Enhancers)

Kredi garantisi, bir menkul kıymet ihracının kredi riskini azaltan bir araçtır. Kredi garantisinin amacı, dereceyi yükseltmek ve böylece varlığa dayalı menkul değer pazarlanabilmesini ve fiyatını iyileştirmektir.<sup>118</sup>

Kredi garantisinin genel olarak iki ana kategorisi bulunmaktadır: İçsel kredi garantileri ve dışsal kredi garantileri. Dışsal kredi garantileri, ihraççıdan bağımsız ve üçüncü partilerce sağlanan güvence mekanizmalarıdır. En yaygın olarak rastlanan dışsal kredi garantileri, destekleme kredileri, kefalet senetleri ve satıcı garantileridir.

İçsel kredi garantileri, ihraç eden tarafından sağlanırlar. Genel olarak üç tip içsel kredi garantisi bulunmaktadır: Aşırı teminatlandırma (over collateralization), ödeme öncelikli sistem (senior subordinated structure) ve marj hesap (spread account). Aşırı teminatlandırma sisteminde, menkul kıymetleştirilen varlıkların nominal değerinin, alıcının ödünç vereceği nakdin üzerinde kalması hedeflenerek, nominal değer üzerinde teminat bulundurulmakta, böylelikle teminatın piyasa değeri düşüşüne karşı yatırımcı korunmaktadır.<sup>119</sup>

Ödeme öncelikli yapıda, senior ve junior olmak üzere en az iki çeşit menkul kıymet ihraç edilmektedir. Senior sınıf, menkul kıymetlere yapılacak ödemelerde en yüksek önceliğe ve en yüksek kredibiliteye sahiptir. Junior sınıfta yer alan menkul kıymetler ise senior sınıfı desteklemek için oluşturulur. Daha düşük notlarla derecelendirilir ve kredi riski taşırlar. Marj hesap, havuzdaki varlıklardan elde edilen faiz oranı ile yatırımcıya ödene faiz oranı arasındaki biriken fark ile oluşturulan fondur. Menkul kıymetleştirme işleminde, ihraççı, genel olarak en yüksek marjı almaktadır. Marj hesabın olması durumunda ise, nakit akımlarının menkul kıymetlere yapılacak ödemeleri karşılayamaması riskine karşı marjın ihraççıya aktarılması yerine, aradaki fark fona

---

<sup>118</sup> Saadet Tantan, **Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulaması ve Bankacılık Sektörüne Etkileri**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1996, s. 28.

<sup>119</sup> Feng Wang, "Throwing Bricks, Attracting Jade: Securitization of Non-Performing Loans in China", **International Finance Seminar**, 18 April 2004, Cambridge, s. 8.

yatırılmaktadır. İhracın vadesi sona erdiğinde, marj hesapta kalan miktar tekrar ihraççıya ait olmaktadır.<sup>120</sup>

### **2.6.6. Derecelendirme Kuruluşları (Rating Agencies)**

Bir yatırımcı, varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yaparken, dayanağı oluşturan varlıkların niteliğine, nakit akımlarının uyumuna, faiz oranına ve likiditesine bakar. Her bir yatırımcının bunları ayrı ayrı değerlendirmesi yerine rating şirketleri devreye girerek bu değerlendirmeleri yapar ve menkul kıymete bir derece verir. Böylece yatırımcı menkul kıymete yatırım yaparken rating firması tarafından verilen derece kendisine yol gösterir.

Varlığa dayalı menkul kıymetlere derece vermek durumunda olan rating firması, klasik borçlanma menkul kıymetlerinden farklı bir kapsamda inceleme yapmak durumundadır. Klasik borçlanma senetlerinde ihraççının kredibilitesi incelenirken, varlığa dayalı menkul kıymetlerde dayanağı oluşturan varlık havuzu, sağlanan kredi garantileri v.b. incelenmektedir. Rating şirketi incelediği hususları varlığa dayalı menkul kıymetlerin vadesi boyunca da izler ve gerek görmesi halinde verdiği dereceyi değiştirebilir.<sup>121</sup>

### **2.6.7. Yedd-i Emin (Trustee)**

Teminat oluşturan varlıkların saklanması, yatırımcıların korunması amacıyla gerektiğinde yatırımcılar adına alacakların tahsili ve dağıtımını, yatırımcıların korunması ve bilgilendirilmesi gibi görevlerden sorumlu olan kurumdur. İhraççı kurumun iflası (kaynak firma doğrudan ihracı kendisi yapmışsa, kaynak firmanın iflası) durumunda, alacakları tahsil ederek anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirme gibi fonksiyonları da

---

<sup>120</sup> Stephen Lumpkin, "Trends and Development in Securitization", **Journal of Financial Markets Trends**, Sayı: 74, 1999, s. 38.

<sup>121</sup> Öcal, **a.g.e.**, s.67.

yerine getirir. Yatırımcılar, menkul kıymetleştirilmiş varlıklara yatırım yapan bireyler ile emeklilik fonları, sigorta şirketleri, fon yöneticileri ve ticari bankalar gibi finansal kurumlardır. Benzer kredi riski içeren diğer varlıklara göre daha yüksek oranlı getiri sağlaması, menkul kıymetleştirilmiş varlıklara yatırım yapılmasını arttırmakta ve yatırım araçlarının çeşitlenmesine imkan sağlamaktadır.<sup>122</sup>

## 2.7. Menkul Kıymetleştirme Türleri

Menkul kıymetleştirme başlıca iki değişik yapıda şekillenmektedir: Gelir aktarmalı ve nakit aktarmalı sertifikalar. Gelir aktarmalı sertifikalarda alacaklar garantör yedd-i emine satılır. Alacakları satan kurumun aktifinden çıkan kredilerin yerine bilançoya nakit girişi olur. Yedd-i eminler aktifler üzerinde bölünemez hakkı temsil eden sertifikalar çıkarıp satar. Bu tip sertifikalar en yaygın olanıdır. Gelir aktarmalı sertifikalarda, menkul kıymetin teminatı olan varlık havuzu bilançoda kalmakta ve bu havuza dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetler, bunu çıkaranların finansal tablolarında ödünç olarak gösterilmektedir. Bu mali enstrümanlarının her biri ikincil ipotek pazarının dışında geliştirilmiş ve her biri ipotekli olmayan alacakların menkul kıymetleştirilmesine uygulanmıştır.<sup>123</sup>

Bunlardan *Ödeme-Aktarmalı Sertifikalar (Pass-Through Securities)*, genelde vade, faiz oranı ve kalite olarak benzer özelliklere sahip alacaklardan oluşan bir portföyde direkt olarak mülkiyet hakkını temsil eder. Portföyündeki alacaklar üzerinde mülkiyet hakkı yatırımcılara aittir.<sup>124</sup> Bu nedenle bu sertifikalar çıkarımcı kurumun ödünç senetleri değildir ve menkul kıymetleştirilen alacaklar çıkarımcı kurumun bilançosunda yer almaz.

ABD sermaye piyasası, ipotek alt sektörü göz önüne alındığında, ekonomik açıdan etkin değildi. Ülkenin bir bölümündeki likidite havuzunun, ülkenin diğer bir

---

<sup>122</sup> Nizamettin Uçak, "Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme", **Sermaye Piyasası Kurulu**, 2000, s. 4.

<sup>123</sup> Christine Pavel, **a.g.e.**, s. 4.

<sup>124</sup> Andrew Davidson, Anthony Sanders, **Securitization – Structuring and Investment Analysis**, USA, John Wiley and Sons, 2003 s.41.

bölümündeki kredi talebini karşılaması yasaklanmıştır. İpoteğe dayalı menkul kıymet pazarının gelişmesi belli bir ölçüde bu engeli ortadan kaldırmak içindir.<sup>125</sup>

İpotek firmasındaki arz ve talepteki bölgesel dengesizlikleri ortadan kaldırma ihtiyacı ile bir devlet kurumu olan Government National Mortgage Association ‘GNMA veya Ginnie Mae), pass-through menkul kıymet programını başlatmıştır. Tamamen hükümetin teşebbüsü ile ortaya çıkan pass-through menkul kıymetleri, 1970’lerin başlarında ortaya çıkmıştır. İpotekli kredilerin yanı sıra, taşıt kredileri, kredi kartı alacakları, bilgisayarların finansal kiralamasından doğan alacaklar, eğlenceye yönelik tekne ve taşıtlara verilen krediler de “Pass-Trough” olarak menkul kıymetleştirilmiştir. Taşıt kredilerinden gelen faiz ve anaparaların menkul kıymet sahiplerine aktarıldığı ödeme aktarmalı sertifikalar yoluyla (Pass-Trough Securities) 1991’den beri, giderek artan oranda taşıt kredisi menkul kıymetleştirilerek halka arz edilmiştir.<sup>126</sup>

ABD’de En fazla menkul kıymetleştirilen aktif türlerinin üçüncüsü kredi kartı alacaklarıdır Salomon Brothers ödeme Aktarmalı Sertifikalar (Pass-Throughs) ihraç etmiştir. Bu sertifikalar (Cards-Certificates of Amortizing Revolving Debts) Bank One’in kredi kartı alacaklarından oluşturulan bir havuza dayalı olarak ihraç edilmişlerdir.

Taşıt kredileri ve kredi kartı alacakları dışında finansal kiralamadan doğan alacaklar, ticari alacaklar ve tüketici kredilerine dayalı olarak da pek çok ihraç gerçekleştirilmiştir. Çoğu tüketici kredisi Pass-Through türünde; Kiralamalardan doğan alacaklar ve ticari alacaklar Varlığa Dayalı Tahvil (ABB-Asset Backed Bonds) türünde menkul kıymetleştirilmiştir. 1991’den beri aktiflerin menkul kıymetleştirilmesindeki gelişmeler, başta bankalar açısından olmak üzere menkul kıymetleştirmenin sınırlarının hiç de dar olmadığını kanıtlamaktadır.<sup>127</sup>

Bankalarca menkul kıymetleştirilmiş olan ipoteksiz varlıklar çoğunlukla taşıt kredileri ve kredi kartları alacaklarından oluşmaktadır. İlk olarak 1991’de Salomon

---

<sup>125</sup> John Enderson, Jonathan p.Scott, “Securitisation”, **Woodhead Faulkner**, London, 1988, s. 26.

<sup>126</sup> Anderson, **a.g.e.**, s. 26.

<sup>127</sup> Charles Austin Stone, Anne Zissu, **The Securitization Markets Handbook**, USA, 2005, s.45.

Brothers tarafından 60 milyon \$'lık Taşıt Kredilerine dayalı Pass-Through türünde menkul kıymet (CARs-Certificates of Automobile Receivables) ihracı gerçekleştirilmiştir.

Esasında, ipoteklerin menkul kıymetleştirilmesi yeni bir kavram olmakla birlikte, kredilerin ve katılımların satışı 1880'lere kadar uzanmaktadır.<sup>128</sup> İpotek bankacıları tarafından ipoteğe-dayalı tahviller ve ipotek katılım sertifikaları kamuya satılmıştır.<sup>129</sup> Bunların, modern ipoteğe dayalı menkul kıymetlerden farkı; ipotek teminat miktarı, çıkarılan tahvillerin toplam değerinden fazladır. Bu teminattan gelecek nakit akışı, menkul kıymetlerin ödenmesine ayrılmıyordu. 1920'lerde de, "garantili ipotek katılım sertifikaları" satılmıştır. Bu sertifikalara; tek ipotek kredileri veya ipotek kredilerinden oluşan havuz teminat oluşturmakta ve bu sertifikaları alanlar söz konusu kredilerden gelen nakit akışlarından hisseleri oranında pay almaktaydılar. 1930'lara kadar bu sertifikalar yatırımcılar arasında oldukça gözde bir yatırım aracı olmuştur.<sup>130</sup>

Ancak Büyük Buhran'dan sonra söz konusu ipoteklerden büyük oranda geri dönmeler ortaya çıkmıştır.<sup>131</sup> İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin ortaya çıkmasında, dalgalı enflasyon ve faiz oranlarının, mevzuattaki değişikliklerin ve ekonomik aktivite düzeyinin etkili olduğu ifade edilmekle birlikte, hükümet girişimlerinin rolü de büyüktür.<sup>132</sup> İpotek dışında varlığa-dayalı menkul kıymetlerin çıkışı 1980'lerde olmuştur. İlk ipotek dışı varlığa-dayalı menkul kıymet (V.D.M.K.) 1985 yılında leasing alacaklarına dayalı olarak çıkarılmıştır.<sup>133</sup>

İpotek piyasalarında kullanılan bu tekniğin diğer alanlara taşınmasında çeşitli nedenler vardır. Ekonomik konjonktür bankacılık sektörünü etkilemiştir. Düşük enflasyon, düşük faiz oranları ve artan talebin olduğu dönemler bankaların kâr elde

---

<sup>128</sup> Christine Pavel, **a.g.e.**, s. 3.

<sup>129</sup> Joseph C. Shenker, Anthony J. Colletta, "Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers", **Texas Law Review**, 1991, vol. 69, part. 6, s. 1380.

<sup>130</sup> **A.g.e.**, s.45.

<sup>131</sup> Shenker and Colletta, **a.g.e.**, s.1381.

<sup>132</sup> Van Horn, **a.g.e.**, s. 625.

<sup>133</sup> Hull, Annand and Cooke, "Bankers Debate...", **Journal of Commercial Bank Lending**, August 1987, s. 3.

edebilmesi için olumlu bir ortamdır. Bunun tersi koşullarda bankalar negatif olarak etkilenebilirler. Resesyon dönemlerinde bankaların aktif getirilerinin azaldığı görülmüştür.<sup>134</sup>

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

Bankacılık sektöründe artan rekabet, regülatör'lerin bankaların yapılarını güçlendirmek için aldıkları önlemler(zorunlu karşılıklar, sermaye yeterliliği vb.) bankaların bilanço dışı faaliyetleri yapmaya teşvik etmiştir. Çünkü getirilen yeni bir zorunluluk, bankaya vergi etkisi yapmaktadır; Sermaye yeterliliği, bankaların aktif büyüklüğüne göre değişmekte, aktiflerini artırmak için ilave sermaye temin edilmesi gerekmektedir.

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

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

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

---

<sup>134</sup> Silvester Johnson and Ametia A.Murphy, "Going off the Balance Sheet", **Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review**, Sept./Oct. 1987, vol. 72,iss 5, ss.23-25.

Diğer bir menkul kıymetleştirme çeşidi de Alacağa bağlı tahvillerdir. Gelişim itibarıyla daha sonra ortaya çıkan Alacağa-Bağlı Tahviller, bir alacak portföyü ile teminatlandırılır.

Ancak birinci tip menkul kıymetlerden farklı olarak bunlar, ihraççı kurumun birer borç senedi olmaktadır. Bu nedenle teminat olarak kullanılan alacak portföyü çıkarımcı kurumun bilançosunda kalır ve aktifler arasında muhasebeleştirilir. Yine bu tip menkul kıymetlerde teminattan gelen nakit akışları bu tür tahvillerin anapara ve faiz ödemeleri ile birebir bağlantılı olmayabilir. İpotekli olmayan alacak türlerinin birçoğu bu tür tahvillerle menkul kıymetleştirilmektedir. Burada da yine anapara ve faiz ödemeleri yatırımcılara aktarılmaktadır.<sup>135</sup>

## **2.8. Menkul Kıymetleştirme Süreci ve Bankaların Rolü**

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

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

Sermaye artırımına gitmek veya riskli aktifleri azaltmak yoluyla bilançoları küçültmek.

---

<sup>135</sup> JohnAnderson, Jonathan Scott, "Securitization", **Woodhead Faulkner**, London, 1994, s. 26.

Menkul kıymetleştirme sürecine bakıldığında, Batıdaki bankacılık uygulamalarında menkul kıymetleştirme bankalar veya diğer kredi kurumlarınca en basit şekliyle şöyle gerçekleşmektedir<sup>136</sup>:

- Kredi veren banka, bilançosunda bulunan ve aynı ya da benzeri koşullar taşıyan kredilerden bir alacak havuzu oluşturur,
- Banka oluşturduğu alacak havuzunu menkul kıymetleştirme uygulamalarını teşvik etmek amacıyla kurulmuş olan özel amaçlı bir kuruma satar, ya da oluşturduğu bu alacak havuzuna bağlı olarak menkul kıymet ihraç etmesi talebiyle özel amaçlı bir kuruma başvurur,
- Özel amaçlı kurum, genellikle kendi portföyünde tutmak amacıyla aldığı alacaklara dayalı bir menkul kıymet ihraç eder,
- İhraç edilen menkul kıymetlerin bağlı olduğu alacak havuzundan düzenli olarak gelen faiz ve anapara ödemeleri, bu menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara yapılacak ödemelere karşılık teminat olarak gösterilir,
- İhraç edilen menkul kıymetler, yatırım bankalarının aracılığıyla kurumsal yatırımcılara ve tasarruf sahiplerine satılır. Menkul Kıymet ihracını organize eden kurum, menkul kıymetlerin güvenilirliğini ve pazarlanabilirliğini artırmak için, ödemelerinin düzenli yapılacağına dair bir güvence mekanizması sağlar,
- Satılan menkul kıymetlerden elde edilen fonlar, krediyi veren kuruma veya alacak havuzunu satın almış olan özel amaçlı kuruma aktarılır,
- Krediyi açmış olan kurum, krediyi kullananların yaptığı faiz ve anapara ödemelerinin tahsil edilip menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara aktarılmasında aracılık etmeye devam eder,
- Menkul kıymetleştirme süreciyle kredi veren kuruma dönmüş olan taze fonlar yeni kredi anlaşmalarında kullanılmak üzere sisteme tekrara girer.

Böylece bilançodan çıkarılan aktiflere dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetler aracılığı ile kredilendirilen taraflar, yatırımcılar tarafından finanse edilmiş olur.

---

<sup>136</sup> Tasca Roberto; Zambelli Simona, **The Asset Securitization Activity in Italy: Current and Future Trends**; Structured Finance: Techniques, Products and Market, editörler: Stefano Caselli, Stefano Gatti, Springer, 2005, s.12.



Dolayısıyla, bir kere oluşturulduktan sonra borçlar geri ödenene kadar normalde portföyde duracak olan bu kalemlere, menkul kıymetleştirme sayesinde bu likidite kazandırılır.

Aktifte yer alan borçların bir havuzda toplanıp menkul kıymetler haline getirilmesinde, homojen bir yapıya, benzer geri ödeme planı ve vadeye sahip olmaları dikkat edilen önemli noktalardır.

Borç ödemeleri, varlığa dayalı kıymetleri ellerinde bulunduran yatırımcılara yapıldığından, menkul kıymetlerin oluşturulmasından sonra izlenmeleri de gerekir. Batıdaki uygulamalarında, “credit enhancement” olarak tabir edilen kredilerin zenginleştirilmesi olayı oldukça önemli bir yer kaplamakta ve borçlunun ödeme yapmama riskine karşı ihraç edilen menkul kıymetlerin genellikle büyük bir sigorta şirketince sigorta edilmesi ya da tanınmış bir bankanın ihraca özel bir akreditif açması şeklinde gerçekleştirilmektedir<sup>137</sup>.

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

Ancak yatırımcının, garantörün kendisini koruyabilecek finansal güce sahip olduğundan ve bu tür bir risk ortaya çıktığında kayıtsız şartsız yükümlü olacağından şüphesi olmamalıdır. Tanınmış sigorta şirketleri veya bankalardan sağlanacak bu tür garantiler, ihraç edilecek menkul kıymetlerin komplike analizler yapılmasına gerek kalmaksızın yatırımcılara pazarlanabilmelerini sağlar. Bu da ihraçların likiditesini artırır ve yatırımcılar ihtiyaçları olduğundan kağıtlarını kolayca ikincil piyasalarda

---

<sup>137</sup>Bill Penman Brown, **The Decline and Fall of Banking**, Matador, 2009, s.51.

satabileceklerini bildikleri için rahattırlar. Bu teknik ABD’de oldukça yaygın olmasına rağmen, Avrupa piyasalarında örneklerine fazla rastlanmamaktadır.<sup>138</sup>

ABD ve İngiltere’deki uygulamalarında menkul kıymetleştirme daha çok ticari bankalar, tasarruf ve kredi kuruluşları (Saving and Loans Institutions), emekli sandıkları gibi kuruluşların konut alımı için verdikleri krediler karşılığında alınan ipoteklerde kullanılmaktadır<sup>139</sup>.

Menkul kıymetleştirme sürecinde en önemli kurumlardan birisi durumunda olan bankalar göz önüne alındığında, İpoteklerden başka otomobil kredileri, tüketici kredileri, problemlı krediler, kredi kartı borçları, finansal kiralamar ve ticari krediler de menkul kıymetleştirmeye konu olan aktif kalemleri arasında yer almaktadır.

İşletmelerin aktiflerinde yer alan ve gelecekteki bir zaman dilimine dağılmış her tür düzenli nakit girişı karşılığında menkul kıymet çıkarmak mümkün olmakla birlikte, en yaygın kullanımı alacaklar karşılığında çıkarılmasıdır. Düşük tutarlı senet veya sözleşmelerden oluşan ancak çok sayıda borçlunun bulunduğu alacak portföyleri bu tür menkul kıymet ihraçlarının ana kaynağını oluşturur. Bu nedenle daha ziyade tüketici kredileri, kredi kartı alacakları ve konut kredileri menkul kıymet ihracına konu olmaktadır.<sup>140</sup> Dolayısıyla da bankalar menkul kıymetleştirme sürecinde dominant ve hakim kuruluşlar olmaktadır.

Gelişmiş ekonomilerde, menkul kıymetleştirilmiş bu tür alacak portföyleri, büyük tutarlı ticari alacaklardan daha az riskli olarak görülmekte ve daha kolaylıkla tedavül edilmektedir. Çünkü, birçok alacağın bir araya getirilmesiyle oluşturulan havuzlarda risk

---

<sup>138</sup> Julian Walmsley, **The New Financial Instruments-An Investor’s Guide**, Canada, John Wiley and Sons Inc., 1988, s. 245.

<sup>139</sup> Maureen Burton; Bruce Brown, **The Financial System and the Economy: Principles of Money and Banking**, M.E.Sharpe, 2009, s. 221.

<sup>140</sup> Güngör Tefik, “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (Menkul Kıymetleştirme-Securitization)”, **Dünya Gazetesi**, 22.7.1992.

dağıtmakta ve daha önceki deneyimlere dayanarak geri dönmeme oranı nerdeyse kesin olarak tahmin edilebilmektedir.<sup>141</sup>

### 2.8.1. Aktif Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı

Menkul kıymetleştirmenin temel unsuru iyi aktiflerin bir şirket ve finansal kurumun bilançosundan ayrılması ve yatırımcılara yüksek kalitedeki menkul kıymetlere dayanan aktiflerin kullanılmasını sağlanmasıdır. Menkul kıymetleştirme, finansmanın yeni ve ucuz bir şeklidir. Aktif menkul kıymetleştirme alternatif bir fonlama kaynağı olabilmekte ve menkul kıymetler işlem hacmi geniş ve yüksek kredi derecesine sahip likit ürün olduklarından, ikincil piyasalarda aktif olarak alım satımı yapılabilmektedir.<sup>142</sup>

### 2.8.2. Aktif Menkul Kıymetleştirmesinde Kurumlar

***Kredi veren kurum (originators):*** Menkul kıymetleştirilecek krediyi (veya diğer alacakları) tahsis eden taraftır. Kredi veren kurum, zaman içinde açmış olduğu veya ikincil piyasalardan satın aldığı kredilerle varlığa dayalı menkul kıymetlerin teminatı olan alacak havuzunu oluşturmakta ve bu havuzu, bunlara dayalı menkul kıymet ihraç etmesi için özel amaçlı kuruma satmakta veya devretmektedir.

Ticaret bankaları, tasarruf bankaları, finans şirketleri ve kurumlar menkul kıymetleştirilen kredilerin ve benzer aktiflerin temel ihraççılarıdır. Menkul kıymetleştirilen aktiflerin türü genişledikçe ihraççıların sayısı artmaktadır. Kredi ihraç eden kuruluşlar (originators) çoğunlukla büyük bankalar olmaktadır.

---

<sup>141</sup> Bank for International Settlements, **Recent Innovations in International Banking**, April 1986, s. 134.

<sup>142</sup>Pelin Ataman Erdönmez, “Aktif Menkul Kıymetleştirmesi”, Bankacılar Dergisi, Türkiye Bankalar Birliği, Sayı 57, 2006, s.75.

**Hizmet veren firma:** Menkul kıymetleştirilen aktif portföyünü yöneten taraftır. Bu da genelde kredi veren kurumdur. Hizmet veren firma, menkul kıymetlerin bağlı oldukları alacakların anapara ve faizinin vadesinde toplanmasından ve zamanında ödenmeyen hesapların takibinden sorumludur.

**Düzenleyici:** Aktif portföylerini yapılandıran, sözleşme koşulları hakkında müzakere eden ve tavsiyelerde bulunan taraftır.

**Garantör:** Aktife dayalı menkul kıymetleştirmelerin satışını garantileyen taraftır.

**Özel amaçlı kurum:** Kredi veren kurumun oluşturduğu alacak havuzunu satın veya devralarak bunlara bağlı menkul kıymet ihraç etmek amacıyla kurulmuştur. Kredi veren kurumun, bilançosunda bulunan varlıklarını menkul kıymet haline dönüştürüp, bunları doğrudan satması söz konusu olmamaktadır.

**Derecelendirme kuruluşu:** Aktife dayalı menkul kıymetleştirmeler için kredi derecelendirmesi yapan kuruluştur.

**Yatırımcılar:** Bankalar, sigorta şirketleri yatırım fonları ve diğerleri de dahil olmak üzere borç enstrümanlarını satın alan kuruluşlardır.

**Süreci kolaylaştıran taraflar:** Menkul kıymetleştirmede özel bir rolü olan aktife dayalı menkul kıymetleştirmeler için tröstler, vergi danışmanları, denetçiler, piyasa yapımcıları gibi diğer taraflardır.<sup>143</sup>

---

<sup>143</sup> Erdönmez, a.g.e., s.76.

## 2.9. Aktif Menkul Kıymetleştirmenin Avantajları

Bankalar genellikle mevduatlar yoluyla fon toplamak, kredi tahsis etmek ve vadeye kadar elinde tutmak şeklinde paket hizmetler sunmaktadır. Menkul kıymetleştirme sürecinde ise bu faaliyetler farklı kurumlar tarafından gerçekleştirilmektedir. Menkul kıymetleştirmede faaliyetlerin farklı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmesi etkinliğin artmasını sağlamaktadır<sup>144</sup>.

Aktif menkul kıymetleştirmesi kredi veren kuruluşun özellikle uzun dönemli ipotek kredilerinde aktifleri (kredileri) ve pasifleri (mevduat hesapları) arasındaki vade uyumunu sağlamaktadır. Menkul kıymetleştirme bankanın bilançosundan kredilerini kaldırmak suretiyle bankanın tutmak zorunda olduğu sermaye gereksinimlerini de azaltmaktadır. Böylelikle bankanın daha fazla kredi verme ve yatırım yapma imkanı doğmaktadır. Menkul kıymetleştirme yapan bankalar için sermaye gereksiniminin düşürülmesi daha fazla kredi tahsisinin yolunu açmaktadır.<sup>145</sup>

-Menkul kıymetleştirmenin yatırımcılara en önemli yararı; diğer yöntemlerle karşılaştırıldıklarında daha yüksek bir koruma garantisi sağlamasıdır.

-Menkul kıymetleştirilmiş varlıklar, diğer yatırım araçlarına kıyasla daha iyi bir getiri sunmaktadırlar.<sup>146</sup>

-Özel amaçlı kurumlara gerekli kaynağı sağlayan yatırımcılar, ne çeşit ve ne derece riske girdiklerini daha açık görebilirler. Farklı yatırımcıların farklı risk-kârtaleplerine uygun olarak menkul kıymet satışları mümkün olur.

-Menkul kıymetleştirilmiş varlıkların kredi değerliliği ihraççı kurumun kredi değerliliğinden daha yüksek olduğundan, daha düşük faizlerle sağlanan fonlarla finanse

---

<sup>144</sup> Erdönmez, a.g.e., s.78.

<sup>145</sup> Ali Andar, "Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS): As An Option of Raising Capital For Issuer/Companies/Banks Etc." **Royal Institute of Technology**, Stockholm, 2004, s. 33.

<sup>146</sup> Hepşen, a.g.e., s 47.

edilirler. Menkul kıymetleştirme, kredi veren kurumun finansman maliyetlerini önemli ölçüde azaltmakta, böylece kredi borçluları da daha ucuza fon kullanabilme imkânına sahip olmaktadır.<sup>147</sup>

## **2.10. Menkul Kıymetleştirmenin Riskleri**

Menkul kıymetleştirme, sağladığı avantajların yanı sıra aşağıda açıklanan potansiyel riskleri de içermektedir:

Menkul kıymetleştirme sürecinde ihraççının, kredilerin kalitesi hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olması durumunda ortaya çıkabilir. Krediler ikincil piyasada bir kez satıldıktan sonra risk altında olmayacağından, kredi veren kurum düşük riskli kredileri portföyünde tutup, riskli kredileri satabilir. Aynı zamanda bunun aksi durum da söz konusudur. Kredi verenin, yüksek riskli varlıkları portföyünde tutup, düşük varlıkları satması durumunda sermayedar riski yüklenmek durumunda kalacağından bilançonun kalitesi bozulacaktır. Bu probleme bulunacak çözüm, kredi veren kurumun satılan varlıkların riskini taşımaya devam etmesi olabilir. Ancak ikincil piyasada devamlılığı sağlamak için, kredi veren kurumun iyi itibar kazanması ve bunu devam ettirebilmesi gerektiğinden, piyasanın kontrolü önem kazanmaktadır.

Kredi veren kurumun, kredilerin hemen satılacağı düşüncesiyle, geri ödenmeme riskini azaltmak için kaynaklarını ve gayretini harcama isteğinde olmaması, ahlaki tehlike probleminin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Menkul kıymetleştirmenin ortaya çıkarttığı bu iki potansiyel maliyet unsurunu ortadan kaldıracak iki kurum vardır. Birincisi derecelendirme kuruluşları, diğeri de

---

<sup>147</sup> Tantan, **a.g.e.**, ss. 138-139.

menkul kıymetleştirme işlemine garanti veren, sigorta sağlayan garantörlerdir. Garantörler, yasal açıdan kredinin geri ödenmeme riskine karşı sorumlu olduklarından garanti verdikleri kredi sürecini gerekli dikkat ve özende incelemektedir. Derecelendirme kuruluşları ise garantörleri incelediklerinden, kredi değerlendirme sürecine ilave değerlendirme sağlanmış olmaktadır.<sup>148</sup>

Bunun yanı sıra borçluların toplu para elde edebildikleri takdirde krediyi vadesinden önce geri ödemeleri olasılığı da daima mevcuttur. Dolayısıyla her kredi portföyünde bir miktar erken ödenme riski bulunur. Bu durum, hem aktif-pasif yönetiminde vade- getiri hesaplarının dikkatli yapmak zorunda olan kurumsal yatırımcılar, hem de birikimlerinin verimli şekilde değerlendirme kaygısını taşıyan tasarruf sahipleri açısından önemli sakınca oluşturur.

Borçlarının faiz riskine maruz kaldıkları dönem kullanılan kredinin vadesiyse doğru orantılı olarak uzadığı için, uzun vadeli ve sabit faizli kredilere bağlı olan menkul kıymetleri satın alan yatırımcılar erken ödenme riskine daha fazla maruz kalmaktadırlar.

Aynı ihraç içinde farklı vadeli enstrümanların yaratıldığı teminatı ipotek borçlu yatırımcıları erken ödenme riskinden kısmen de olsa korur. Bu ihraçlarda anapara geri ödemeleri öncelikle üst-seri tahvillere aktarıldığı için, daha uzun vadeli serileri sayı alanlar daha uzun bir süre erken ödemeye maruz kalmaktadırlar<sup>149</sup>.

- Menkul kıymetleştirme bilanço dışı kalemleri geliştirdiğinden, sağlıklı finansal raporlamayı önleyebilir. Bu nedenle muhasebe, denetim ve finansal raporlama standartları geliştirilmelidir.
- Çok geniş alacaklar veya krediler portföyü bulunan bir işletme, en iyi alacaklarını menkul kıymetleştirerek, kendi portföyünün veya aktifinin kalitesini düşürebilir veya tersi bir durumla en kötülerini menkul kıymetleştirerek yatırımcılı riske sokabilir.

---

<sup>148</sup> Şule Bilir, “Menkul Kıymetleştirme”, **Bankacılık Dergisi**, Ekim 1990, s.56.

<sup>149</sup> Hatice Uzun, “Securitization and Risk”, **Journal of Risk Finance**, Vol 8 Iss. 1., 2007.

- Menkul kıymetleştirmenin çok geliştiği bir piyasada kredi kalitesini arttırmaya yönelik motivasyonlar ortadan kalkabilir.
- Kredi bankalarının para ve kredi kontrolünü zorlaştırabilir.
- Mali kurumlar menkul kıymetleştirmeden sağladıkları tasarrufları nihai borçlanıcılar veya yatırımcılarla paylaşmayabilir.
- Vade transformasyonuna dayalı bir sistemde para otoritelerinin kısa dönemli faiz oranlarına etkisi zayıflayabilir.
- İnsiderlara kredi açılıp, bunlar menkul kıymetleştirilebilir
- Hileli kredi işlemleri gündeme gelebilir.
- Ekonomideki kredi stoğu istenilmeyen düzeylere yükselebilir.

### **2.11. Amerika Birleşik Devletleri'nde Aktif Menkul Kıymetleştirmenin Gelişimi**

Tüketici kredisi alacakları, kredi kartları, otomobil sözleşmeleri ev hisse senedi kredileri, ev kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi görel olarak yeni bir konu olmakla birlikte ipoteklerin menkul kıymetleştirilmesi ABD'de 1970'lerden beri yapılmaktadır. 1970'lerden önce bankalar (yatırımcılar ve finansal piyasalar arasında) geleneksel bankacılık ürünleri açısından aracılık görevini üstlenmişlerdir.

1970'lerde ve özellikle 1980'lerde ikinci piyasaların doğuşu ipotek havuzlarının büyük çoğunlukla üç kuruluş tarafından standartlaştırılmasıyla gerçekleşmiştir. The Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), the Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), ve devlet tarafından ihraç edilen krediler için the Government National Mortgage Association (Ginnie Mae). Bu kurumlar devlet garantili ipoteklerin satın alınması ve bunların menkul kıymet ihraç etmek suretiyle fonlanmasına aracılık etmişlerdir. 1970'de Ginnie Mae yeni bir kredi piyasası aracı ihraç etmiştir. Böylelikle, menkul kıymetleştirme ortaya çıkmıştır. ABD'de menkul kıymetleştirmede en önemli itici güç hükümetin ev sahipliğini özendirmesidir. Bu amacı gerçekleştirmek üzere ipotek piyasaları için ikincil piyasalar oluşturulmuştur.



ABD'de 2003 yılı sonunda menkul kıymetleştirme tutarı 7,600 milyar dolar (6,333) tutarında olup, bunun 1.365 milyar doları aktife dayalı menkul kıymetleştirmedir. Avrupa'da ABD'nin aksine menkul kıymetleştirme ancak 1990'lann başında aktif olarak kullanılmaya başlanmıştır. 2003 yılı sonunda 900 milyar euro'luk bir hacme ulaşan menkul kıymet piyasasında 200 milyar euro'luk aktife dayalı menkul kıymetleştirme gerçekleştirilmiştir<sup>150</sup>.

## 2.12. Avrupa'da Menkul Kıymetleştirme

Avrupa'da menkul kıymetleştirmenin gelişimi ABD'den bir çok nedenle oldukça farklıdır. Öncelikle Avrupa'da menkul kıymetleştirme için motivasyon sağlayacak öncü bir kamu kuruluşu bulunmamaktadır. Hatta bir çok kamu kuruluşu menkul kıymetleştirmenin gerçekleştirilmesini zor bulmuştur. Ayrıca, Avrupa ülkeleri içinde farklı yasal düzenlemeler menkul kıymetleştirmenin gelişiminin önünde engel teşkil etmiştir. Avrupa menkul kıymetleştirme için ABD modelini benimserken, bu modeli kendi iç dinamiklerine göre değiştirmek zorunda kalmıştır.

Birçok Avrupa ülkesinde büyük kurumsal bankalar menkul kıymetleştirmede ilk kredi tahsis eden kuruluşlar olmuştur. Bununla birlikte bir çok hükümet özelleştirme ve kamusal sermayeli özel şirketlerin aktiflerinin bilanço üzerindeki borçların azaltılması ve AB düzenlemelerindeki asgari zorunlulukların yerine getirilmesi amaçlarını menkul kıymetleştirme yoluyla sağlamıştır. Avrupa'daki hükümetler aktiflerini gayrimenkulden, piyango gelirlerine, gelecekteki vergi gelirlerine kadar geniş bir aralıkta menkul kıymetleştirmeyi seçmiştir. Euro'nun tedavüle girdiği 2000 yılından itibaren menkul kıymetleştirme Avrupa'da çok daha önemli bir rol oynamaktadır<sup>151</sup>.

---

<sup>150</sup> Estrella A., "Securitization and the Efficacy of Monetary Policy", **FRBNY Economic Policy Review** (2002).

<sup>151</sup> Claire A Hill, "Securitization: A Low Cost Sweetener for Lemons", **Washington University Law Quarterly** (Winter 1996).

Bununla birlikte, aktif menkul kıymetleştirmesinin uzun dönemde Avrupa'da başarılı olabilmesi için entegrasyon sürecinde olduğu gibi yasal ve diğer engellerin ortadan kaldırılması gerekmektedir. Yine de ABD ile Avrupa piyasalarında menkul kıymetleştirmede farklılıklar kalmaya devam edecektir. Örneğin, ABD'de menkul kıymetleştirme daha çok perakende satışlar üzerinden gerçekleşirken, Avrupa'da daha çok kurumsal satışlar üzerinden gerçekleşmektedir. Ayrıca, hemen bütün ipoteye dayalı menkul kıymet piyasaları ABD'deki ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirmenin aksine nakit aktarmalı menkul kıymetleştirmeler şeklindedir. Ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirme Avrupa'da hemen hiç yapılmamaktadır.

Avrupa menkul kıymet piyasası 2005 yılında genişlemeye devam etmekle birlikte ABD'ye kıyasla önemli oranda küçük kalmıştır. Aktife dayalı menkul kıymetlerin toplam hacmi 2005' in ilk üçeyreğinde yüzde 9,5 artarak 179,2 milyar euro'dan 196,2 milyar euro'ya yükselmiştir. Avrupa Menkul Kıymetleştirme Forumu (European Securitisation Forum Forecasts) tarafından gerçekleştirilen bir araştırmaya göre menkul kıymet ihracındaki büyümenin 2006 yılında da devam etmesi beklenmekte, menkul kıymet ihracının 2005'de tahmin edilen 283 milyar euro'dan yüzde 15 artarak 325 milyar euro'ya ulaşması öngörülmektedir.

Avrupa ülkeleri arasında Avrupa menkul kıymet piyasalarına katılım değişkenlik göstermektedir. İngiltere menkul kıymet ihracında en büyük piyasa payına sahiptir. Bunu sırasıyla Almanya, İtalya, Hollanda ve İspanya izlemektedir.

### **2.13. Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Eğilimi ve Süreci**

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

1980'li yıllara kadar kapalı bir çerçevede varlığını sürdüren Türk Bankacılık sistemi, ekonominin liberalleşmesi ve uluslar arası entegrasyonun sağlanmasını hedef alan ekonomik politikalar 80'lerde uygulamaya başlamasıyla dışa açılmıştır<sup>152</sup>.

Bu dönemdeki en önemli gelişme, bankaların uyguladıkları yapısal değişim politikaları olmuştur. Bu politikaların temel amacı, sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olması nedeniyle bankaların bozulan mali yapılarını, güven, likidite, kârlılık ve sermaye yeterliliği gibi temel bankacılık ilkelerine göre yeniden kurmalarıdır.<sup>153</sup>

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

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

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

Bunun yanı sıra Türk Bankacılık sistemindeki artan maliyetler, firmaların dışında bankaları da etkilemiştir. Kaynak yaratmada mevduat maliyetinin disponibilite, yasal karşılıklar ve munzam karşılıklar dolayısıyla yüksek olması, bankaların mevduat dışında bir kaynak yaratmaları isteği ve sermaye yeterliliği baskısı nedeniyle riskli kredileri

---

<sup>152</sup> Osman Zaim, "The Effects of Financial Liberalization on the Efficiency of Turkish Commercial Banks", **Development of Financial Markets in the Arab Countries Iran and Turkey, Lebanon, 15-16 July 1994**, s. 65.

<sup>153</sup> Erhan Yaşar, **Türk Bankacılığında Günümüz Trendleri ve Sorunlar**, Sevilla, Ekim 1992, s. 25.

bilançolardan çıkarma eğilimi, bankaların menkul kıymetleştirmeye hızla yönelmelerine sebep olmuştur.<sup>154</sup>

#### 2.14. Menkulleştirme Uygulaması Olarak Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

VDMK'in çok sayıda türü ve ihraç yöntemi bulunduğu için uygulamada çok çeşitli ihraç yapıları ile karşılaşmaktadır. Diğer taraftan, her ülkenin kendi hukuk sisteminin farklı olması, farklı görevlere sahip kurumların sisteme dahil olmasını sağlayabildiği gibi, bazı kurumlara gerek duyulmamasına da neden olmuştur. Varlığa dayalı menkul kıymet ihraççısı, menkul kıymeti satın alana ve sonradan devredilmişse vade tarihinde elinde bulundurana belirli bir vade veya vadelerle varlığa dayalı menkul kıymetin satın alınması için ödenen anapara ve bu anaparaya karşılık gelen faizi ödemeyi taahhüt eder. Sistemin temel özelliklerinin anlaşılabilmesi açısından uygulamada daha çok karşılaşılan gelir aktarmalı VDMK'in sadeleştirilmiş bir ihraç sürecine aşağıda yer verilmiştir.<sup>155</sup>

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

VDMK ihracından elde edilen gelirin özel amaçlı kurum tarafından kaynak şirkete aktarılması gerekmektedir. Özel amaçlı kuruluş tahsilat işlemini hizmet sağlayıcı aracılığıyla gerçekleştirebilir, bu durumda havuzdaki alacakların borçluları borçlarını hizmet sağlayıcıya öder. Hizmet sağlayıcı bu gelirlere kendisi için belirli bir ücret tahsil ettikten sonra kalanı yeddi emin bünyesindeki özel hesaba aktarır. Yeddi emin, hesabında biriken paralardan ihraç edilen VDMK'in anapara ve faizini hizmet sağlayıcı

---

<sup>154</sup> Sudi Apak, "VDMK Analizi", **Bankacılar Dergisi**, Temmuz 1994, s. 9.

<sup>155</sup> Duygu Koçak, **Uzun Vadeli Konut Finansman Sisteminde Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Rolü**, İstanbul, 2007, ss.68-74.

aracılığıyla öder. Ayrıca yeddi emin'e de ücret ödenir. Bu süreçte verilen güvence mekanizmalarından doğan haklar da yeddi emin bünyesinde saklanır ve ödemelerde aksaklık olması durumunda yeddi emin tarafından yatırımcıların anapara ve faiz ödemelerinde kullanılır.

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

Diğer taraftan yapılan araştırmalarda hazine bonoları-tahvilleri ve ipotegé dayalı menkul kıymetlerle karşılaştırıldığında VDMK'lerin likiditesinin daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bunun nedeni ise kısmen VDMK'lerin anılan menkul kıymetler kadar standardize olmaması ve yatırımcıların karışık bir ihraç sürecine sahip olan VDMK'lerin ihraç yapısı, vadeler ve teminat mekanizmaları gibi aşamalarını değerlendirmek durumunda olmalarıdır. Göreceli olarak likiditesi en fazla olan VDMK'ler ise kredi kartı alacakları ve otomobil kredileri karşılığında ihraç edilenlerdir<sup>156</sup>.

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

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

- Bilançolarında çok uzun vadeli (likit olmayan) aktifler bulunan mali kurumlar, Menkul Kıymetleştirme yoluyla uzun vadeli kredi portföylerini satarak, yine

---

<sup>156</sup>Tarun SABARVAL, "Common Structures of Asset-Backed Securities and Their Risks" <http://129.3.20.41/econ-wp/fin/papers/0512/0512012.pdf>. (10.12.2008).

bu portföylere bağlı olarak diğer kurumlar tarafından ihraç edilen menkul kıymetleri satın alabilmektedirler.

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

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

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

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

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

Kredilerin menkul kıymetleştirilmesinde risk, kredi portföyünün beklenen kaybını kapsayacak şekilde belirlenir. Kredilerin menkul kıymetleştirilmesi yoluyla ihracının maruz kaldığı risk sınırlanarak, çeşitlendirilmemiş portföylerden kaynaklanın sorunlar ortadan kaldırılmaktadır. Menkulleştirme aynı zamanda, ihracının limitini aşan kayıpları karşılar. Sınırlandığı risk bandı, havuzun beklenen kayıplarının 7 veya 8 katını

sermayelendirir. Son olarak menkulleştirme ile Kredi riski, V.D.M.K.'leri satın alan yatırımcılar tarafından üstlenir ve kredi kaybı olasılığı çok düşüktür.

İşletmelere ilave özkaynak maliyetine katlanmaksızın, zaman problemini de ortadan kaldırarak fon yaratma olanağı sağlar. Böylece varlıklar elde tutulacağına satılacağından faaliyetlerin finansmanı için bulundurulması gereken sermaye miktarı da azalır. Dolayısıyla menkul kıymetleştirme sermaye yeterliliği ve karşılık ayırma gibi kısıtlamaları ortadan kaldırır.<sup>157</sup>

Ülkemizde şirketlerin bilançolarında yer alan alacakların menkul kıymetlere dönüştürülmesine ilişkin ilk yasal düzenlemeler 13.05.1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazete' de yayımlanarak yürürlüğe giren 29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı "Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı KHK'nın Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun" ile yapılmıştır. Söz konusu kanunla SPKn'nun 13/A, 22, 32 ve 39'uncu maddeleri değiştirilerek VDMK tanımı yapılmış ve VDMK ihracı ile bu ihracı gerçekleştirecek genel finans ortaklıklarına ilişkin düzenleme ve denetim yetkisi SPK'ya verilmiştir. Anılan değişiklikle SPK 13/A maddesinde, VDMK'lere ilişkin aşağıdaki tanıma yer verilmiştir:

"Alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ihraç edilebilir. Bunları ihraç edecek kuruluşlar, ihraç şartları, karşılık gösterilebilecek alacak ve varlık türleri, ihraç limiti, değerlendirme ilke ve esasları, nitelikleri Kurul tarafından çıkarılacak tebliğlerle düzenlenir."

Bu kapsamda VDMK ihracı, ülkemizde ilk olarak 31 Temmuz 1992 tarihli RG'de yayımlanan, Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:III, No:14 sayılı "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği" ile uygulamaya girmiştir. Anılan Tebliğle, SPK'nun 13/A maddesinde belirtilen VDMK'lerden alacaklar karşılık gösterilmek suretiyle ihraç edilecek olanlar ile genel finans ortaklıklarının kuruluş ve faaliyet ilkeleri

---

<sup>157</sup> Everette Hull, "Bankers Debate-Is Asset Securitization Worth the Cost at your Bank.," **Journal of Commercial Bank Lending**, August 1990, s.4.

düzenlenmiştir. Söz konusu Tebliğle VDMK ihracına yetkili kuruluşlar, bankalar, genel finans ortaklıkları ve finansal kiralama şirketleri olarak belirlenmiştir. Menkul kıymetleştirilebilecek alacaklar ise tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar ve mal ve hizmet üretimi faaliyetinde bulunan anonim şirketler ile özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüslerinin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan ve senede bağlanmış alacakları olarak belirlenmiştir. Kanun'da VDMK'lerin alacak ve duran varlık karşılığı çıkarılabileceği öngörülmüş olsa da Tebliğ'de sadece alacaklar karşılık gösterilerek VDMK ihraç edileceği hükme bağlanmıştır.

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

Ülkemizde hisse senedi dışındaki sermaye piyasası araçlarının ihracı uzun dönemdir söz konusu değildir. Özel sektör menkul kıymetleri içinde hisse senetlerinden sonra en büyük payı alan varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları 1994 yılında toplam menkul kıymetlerin %2,7'sini, 1995 yılında ise %4,5'ini oluştururken 1996 yılında bu rakam %0,2'ye düşmüş ve 1998 yılından itibaren ise yurtdışında VDMK ihracı yapılmamıştır.<sup>158</sup>

---

<sup>158</sup>Sermaye Piyasası Kurulu, **Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları**, 2009 Yılı Faaliyet Raporu, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr), (2009).



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

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

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

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

## **2.15. Faiz Dışı Sermaye Piyasası Araçları'nın Türkiye Uygulaması**

### 2.15.1. Gelir Ortaklığı Senedi

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

2983 sayılı Kanun'un "Kapsam" başlıklı 2. maddesinde "Kamu Kurum ve Kuruluşlarına (Kamu İktisadi Kuruluşları ve İktisadi Devlet Teşekkülleri Dahil) ait ve 3'üncü maddede tanımlanan her nevi alt yapı tesisi ile Kamu İktisadi Kuruluşları ve İktisadi Devlet Teşekküllerine ait tesisler için münferit olarak veya bir grup halinde "Gelir Ortaklığı Senedi" ile Kamu İktisadi Kuruluşları ve İktisadi Devlet Teşekkülleri için "Hisse Senedi" çıkarılması ve işletme hakkı verilmesine dair hükümleri kapsar." düzenlemesine yer verilmiştir. Aynı Kanun'un 3. maddesinde ise gelir ortaklığı senedi; Kamu kurum ve kuruluşlarına (Kamu İktisadi Kuruluşları ve İktisadi Devlet Teşekkülleri dahil) ait altyapı tesislerinin gelirlerine hakiki ve hükmi şahısların ortak olması için çıkarılacak senetler olarak tanımlanmıştır. Altyapı tesisleri de Kanun'da, köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları ve benzerleri şeklinde tanımlanmıştır.<sup>159</sup>

2983 sayılı Kanun'un kapsamına GOS'leri de girdiği için, en geniş anlamda, bu senetlerin tasarrufları teşvik etmek ve yatırımları hızlandırmak için çıkarıldığı söylenebilir. Gelir ortaklığı senetleri sayesinde, bazı altyapı tesislerinin ve diğer tesislerin gelirlerine halkın katılmasını sağlamak, bu şekilde toplanan fonlarla kamu yatırımlarını geliştirmek ve bazı projeleri gerçekleştirmek amaç edinilmiştir.<sup>160</sup>

---

<sup>159</sup> Zühtü AYTAÇ, "Gelir Ortaklığı Senetlerinin Hukuki Statüsü", **Batıder** 1987, Cilt XIII, S.3-4, s.211.

<sup>160</sup> Zühtü, AYTAÇ, a.g.e, s.213.

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

GOS'leri düzenleyen bir diğer hukuki kaynak ise borsa mevzuatıdır. İlk olarak, 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname'nin 10. maddesi, gelir ortaklığı senetleri için de uygulanacak bir hükümdür. Bu madde, "borsa kotuna alma" hususunu hükme bağlamakta, genel ve katma bütçeli idareler ile mahalli idareler ve kamu iktisadi teşebbüsleri tarafından çıkarılacak menkul kıymetlerin, Maliye Bakanlığı'nın talebi üzerine borsa kotuna alınmasının zorunlu olduğunu belirtmektedir. Kapsama göre GOS'leri da borsa kotuna alınabilecek menkul kıymetler arasında yer almaktadır.

Gelir ortaklığı senetleri, mülkiyetleri ilgili kamu kurum ve kuruluşlarına (Kamu İktisadi Kuruluşları ve İktisadi Devlet Teşekkülleri dahil) ait olmak şartıyla, sadece belirlenen alt yapı tesislerinin gelirlerine (kârlarına) yine belirlenen oranlarda katılma hakkı sağlayan, istenildiği anda paraya çevrilebilir, hamiline yazılı bir kıymetli evrak ve menkul kıymettir.

GOS mülkiyet devrini içermemekte, sadece ait olduğu tesisin gelirlerine ortak olmayı ifade etmektedir. Dolayısıyla, kendileri için GOS çıkarılan tesislerin, bu senetlerin piyasa şartlarında makul bir getiri sağlamasını güvence altına almak için, kârlı ve verimli çalışmaya özen göstermelerinin temini amaçlanmaktadır. İlk GOS, 3.12.1984 tarihinde Boğaziçi Köprüsü için ihraç edilmiştir.<sup>161</sup>

---

<sup>161</sup> Serkan İMİŞİKER, “Altyapı Yatırımlarının Sermaye Piyasaları Yoluyla Finansmanı: Gelir Ortaklığı Senetleri Modeli”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu** (Hizmete Özel), 5.11.2007, s.8.

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

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

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

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

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

Gelir Ortaklığı senetlerinde hukuki olarak "gelir ortaklığı" ibaresi geçmesine rağmen, senetler değişken faizli bir tahvil özelliği taşımaktadırlar. Zira her ne kadar senet

sahiplerinin katılma oranları önceden kesin olarak belirlenmekte ise de, alt yapı tesislerinin kârları, bunlardan ayrılacak kısımlar ve kârların hesaplanma şekli değişken olacağından, genelde faiz gibi sabit bir getiri olarak değerlendirilmeleri hukuken mümkün değildir.

Kamuya ait olan altyapı tesislerinin mülkiyeti ve işletmesi ile ortaklık senedi alanların hiçbir ilgisi yoktur. Senet sahipleri, sadece senedin gelirlerine sahiptir.

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

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

### **2.15.2. Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi**

Kâr ve zarar ortaklığı belgesi (KZOB) ihracına ilişkin esaslar, 20.03.2003 tarih ve 25054 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:III, No:27 sayılı "Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" ile düzenlenmiştir.

İhraççılar, kâr ve zarara ortak olmak üzere, tüm faaliyetlerin gerektirdiği finansman ihtiyaçlarını karşılamak için; yurt içinde satılmak üzere Türk lirası üzerinden veya yabancı paraya endeksli, yurt dışında satılmak üzere ise, Türk lirası veya yabancı para üzerinden ya da yabancı paraya endeksli "Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi" adı altında menkul kıymet ihraç edebilir. Menkul kıymet alım satımı ile işgal eden ortaklıklar KZOB ihraç edemezler.<sup>162</sup>

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

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

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

---

<sup>162</sup> "Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" md. 1. **Sermaye Piyasası Kurulu**, Seri:III, No:27 sayılı.

zararıdır. İhraç edilmiş KZOB'nin tümünün, ihraççının uyguladığı yıllık hesap dönemi itibariyle kâr veya zarara katılma oranı, KZOB'nin ortaklıkta kalış süreleriyle çarpılan nominal değerleri toplamının, aynı şekilde hesaplanan KZOB, öz kaynaklar ve eğer varsa katılma intifa senetleri değerleri toplamına olan oranına göre hesaplanır.<sup>163</sup>

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

KZOB ihraç eden ortaklıklar, halka açık anonim ortaklıklara ilişkin ortak hükümleri düzenleyen Kanunun 11'inci maddesine tabi olduklarından, bu maddeye tabi ortaklıklar için Kanunun 16'ncı maddesinde öngörülen muhasebe, mali tablo ve rapor standartlarına uyum ve ilan ve bağımsız denetim yükümlülüklerini yerine getirmek zorundadırlar. Halka arz edilmeksizin satılmak üzere Kurul kaydına alınan KZOB'nin, bu Tebliğin izahname ve sirküler yayımlama dışındaki tüm hükümlerine tabidir.

KZOB'nin hukuki vasfının sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi, kâr iştirakli tahvil veya adi ortaklık ilişkisi olabileceği tartışması yapılmakla birlikte, bu belgeler her ne kadar TTK'da ve Borçlar Kanunu'nda düzenlenen senet veya sözleşmelerin bazı özelliklerine sahip olsa da (karz akdi, adi ortaklık, tahvile olan benzerlikler gibi) tam olarak hiçbir senet veya sözleşmeyi karşılamamakta ve kendine has özellikler göstermektedir. Örneğin temelde bir ödünç sözleşmesini ihtiva etmesine rağmen, zarara katılma özelliği KZOB'leri ödünç sözleşmesinden ve tahvillerin her türünden ayırmaktadır. Yine kâr ve zarar ortaklığı belgesi BK md. 520 hükmünde düzenlenen adi

---

<sup>163</sup> “Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”, **Sermaye Piyasası Kurulu** md. 7. Seri:III, No:27.

ortaklığa benzemekle birlikte, adi ortaklığın bir unsuru olan yönetime katılma ve ortaklık işlerini denetleme yetkisi, KZOB'lerde bulunmadığından adi ortaklık olarak nitelendirilememektedir. Bu çerçevede KZOB'leri kendine özel, bir sözleşme olarak tavsif edilebilecektir.<sup>164</sup>

Müşaraka sukuk, kâr -zarar ortaklığına benzemektedir. Ancak müşaraka sukukda farklı olarak işletmeye ortak olunmaktadır.

---

<sup>164</sup> Erden KUNTALP, **Kâr Ortaklığı Belgesi**, Ankara 1983, ss.17-25.



## BÖLÜM 3

### SUKUK VE KATILIM BANKALARINDA UYGULANABİLİRLİĞİ

#### 3.1. Sukuk Tanımı

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

Sukuk, Arapça "Sak" kökünden gelmektedir. Sak, kelime anlamı olarak sertifika veya vesika anlamlarını içinde barındırmaktadır. Sukuk ise "Sak" kelimesinin çoğulu olduğundan, sertifikalar anlamına gelir. Arapça'da bono ve tahviller için "Senet" kelimesi kullanılırken, İslami tahvil olan saklar için ise, "Sukuk" kelimesi kullanılmaktadır.<sup>165</sup> Bu çerçevede "finansal sertifika" anlamına gelen ve çok çeşitli çalışmalarda tahvilin İslami muadili olarak tanımlanarak "İslam Tahvili" adını alan sukuk, faizsiz olması özelliği ile İslami esaslara uygun bir menkul kıymet olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle sukuk faiz ödemeyi veya faiz masrafı yüklemeyi yasaklayan İslam Hukuk'u prensiplerine uyan menkul kıymetlerdir. İkincil piyasada işlem görüp görmemelerine göre sınıflandırılan finansal varlıklardır.<sup>166</sup>

En basit şekliyle sukuk bir varlığa sahip olmayı veya ondan yararlanma hakkını göstermektedir. Sukukta yer alan hak iddia sadece nakit akışı hakkı değil aynı zamanda mülkiyet hakkıdır. Bu, sukuku geleneksel bonolardan farklılaştırmaktadır. Geleneksel bonolar faiz taşıyan menkul kıymetlerden oluşurken, sukuklar temel olarak varlık sepetinde sahiplik hakkından oluşan yatırım sertifikalarıdır.<sup>167</sup>

---

<sup>165</sup> Muhammad Akram Khan, **Islamic Economics and Finance**, London, Routledge, 2003, s.129.

<sup>166</sup> Andreas A. Jobst, **The Economic of Islamic Finance and Securitization**, IMF Working Paper, Ağustos 2007, s.18.

<sup>167</sup> Macfarlane, B.J., "London: The New Souk For Sukuk", **Mondaq Business Briefing**, Apr 17, 2007, s.211.

Günümüz sukuku geçmişte kullanılan bu sukuktan farklıdır. Sukuk, ilgili varlığın değeriyle orantılı oluşturulan sertifikalar aracılığıyla varlığın mülkiyetinin geniş yatırımcı kitlesine transfer edildiği bir süreç olan menkulleştirmeye benzemektedir. Sukuk, yatırımcısına faiz yerine finanse edildiği varlıktan elde edilen gelir/kârdan pay verdiği için geleneksel tahvillerle karşılaştırılarak değerlendirilmektedir. Tahvil, borca dayalı sertifika, sukuk ise varlığa dayalı sertifika olarak nitelendirilebilir.<sup>168</sup> Geleneksel tahviller faiz taşıyan menkul kıymetlerden oluşurken, sukuklar temel olarak varlık sepetinde mülkiyet hakkından oluşan menkul kıymettir.

### 3.2. Faizsiz Menkul Kıymet Kullanımı

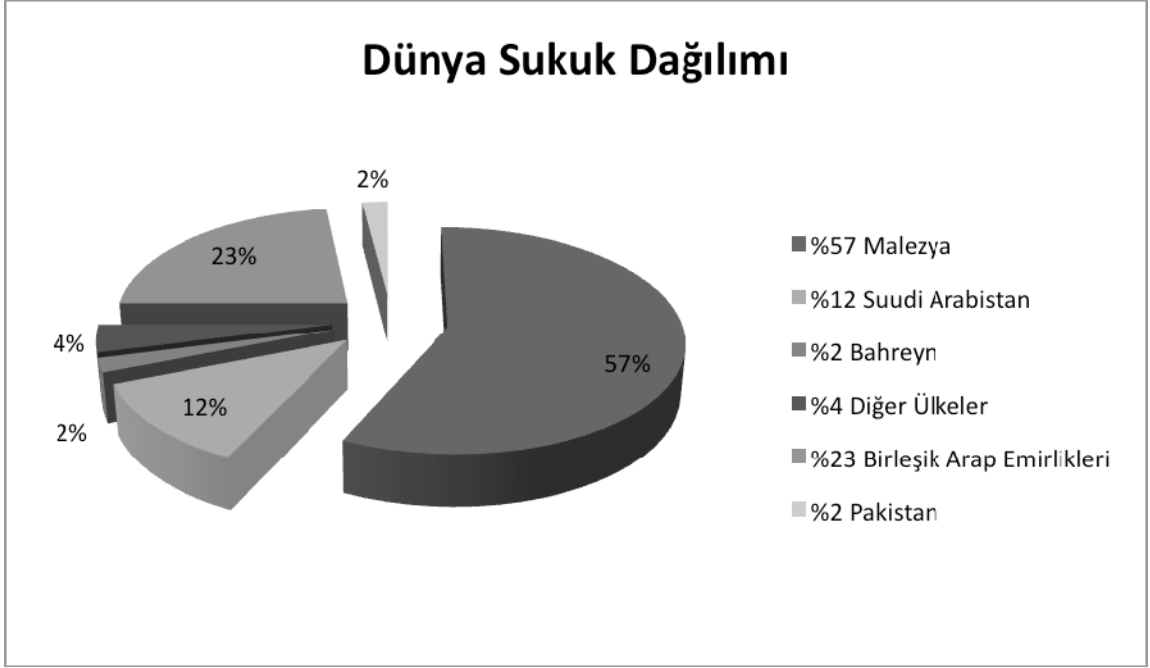
Tahvil, ödünç para bulmak için çıkarılan borç senetleridir. Buna karşılık sukukta, sukuk alıcısı ilgili varlıkta tam tasarruf hakkı kazanmaktadır. Sonuç olarak sukuk alıcısına sukuk varlıklarının satılmasından oluşacak hasılatın yanında sukuk varlıklarından elde edilen gelirlerden de pay alma hakkı verilmektedir. Sukuk ile tahvili birbirinden ayıran diğer bir özellik de tahvil ihraççının borcunu temsil ederken, sukuk ilgili varlıkta payı oranında malikliği temsil etmektedir.

Faizsiz finansman enstrümanlardaki son yenilikler faizsiz finansman endüstrisinin dinamiklerini değiştirmiştir. Müstakil ihraçlar yoluyla devlet ve şirketlere finansman sağlama aracı olarak özellikle bono ve menkul kıymet alanlarında sukuk veya faizsiz menkul kıymet kullanımı son yıllarda oldukça yaygınlaşmıştır. 2000 yılında toplam değeri 336 milyon usd olan üç ihraçla başlayan sukuk işlemleri 2006 yılı sonunda 77 ihraçla 27 milyar usd'nin üzerinde bir hacme ulaşmıştır. 2007 yılı sonunda toplam sukuk hacminin 35 milyar usd'yi geçmesi beklenmektedir<sup>169</sup>.

---

<sup>168</sup> Ahmad AUSAFA, **Contemporary Practices of Islamic Financing Techniques**, Jeddah, Islamic Development Bank, 1993, s.19.

<sup>169</sup> Mostafa El Qorchi, "Islamic Finance Gears Up", **Finance and Development Magazine IMF**, Volume 42, Number 4, s.161.



**Kaynak:** IFIS, Sukuk in 2007,

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

Şekil 3.1. : Dünya Sukuk dağılımı

Sukuk, uluslararası sermaye piyasalarında finansmanı arttırmak için geliştirilen faizsiz Bankacılık ilkelerine uygun önemli finansal araçlardan birisidir. Özel şirketler, devlet şirketleri ve finansal kurumlar sendikasyon finansmanına alternatif olarak uluslar arası sukuk çıkarmayı enstrüman olarak kullanmaktadırlar. Sukuk nedir? Nasıl oluşturulmaktadır? Geleneksel bono ve sekürütizasyondan farkı nedir?

### 3.3. Sukuk Gelişim Süreci

Varlıkların menkul kıymetleştirilmesi kapsamında geliştirilen yatırım araçları, ilk olarak Ortaçağda alış-veriş ve diğer ticari faaliyetlerden kaynaklanan finansal yükümlülükleri gösteren bir kağıt olarak ortaya çıkmıştır. Günümüzde, bu yapıdan farklılaşarak, ilgili varlığın değeri ile orantılı olarak oluşturulan sertifikalar aracılığıyla

varlığın mülkiyetinin geniş yatırımcı kitlesine transferini sağlayan bir menkul kıymetleştirme mekanizması haline gelmiştir.

İlk İslami tahvil, Malezya hükümeti tarafından 1983 yılında ihraç edilmiştir. İslami bankaların varlık yönetimini kolaylaştırmak için bu tahviller, karz-ı hasen (faizsiz borç) usulüne göre ihraç edilmiştir. Ancak bu tahvillerin ikincil piyasada işlem görmesine izin verilmemiştir. Malezya'nın ardından Kuveyt Merkez Bankası, mudaraba türünde tahvil ihraç etmiştir.

"Sukuk" uygulamalarıise, ilk kez Malezya Hükümeti tarafından 2002 yılında gerçekleştirilmiştir. Başlangıçta 500 milyon USD olarak ihraç edilen Malezya sukuklarının % 51'i Körfez Ülkelerinde, % 30'u Asya'da, % 15'i Avrupa'da ve % 4'ü de ABD'de satılmıştır. Uygulanan yapı ise bir kamu kurumu olan Federal Malezya Arsa Ofisi elindeki arsaların kurulan bir SPV'ye (Kamu Varlıkları Şirketi'ne) satılarak, oradan Malezya Hazinesi'ne kiralanarak elde edilen kira gelirlerinin, SPV'ce ihraç edilen sukukların satıldığı kişilere gelir olarak aktarılmasını sağlayan bir yapı üzerine inşa edilmiştir.

Malezya Sermaye Piyasası Kurulu, sukuk ihracını sıkı kurallara bağlamıştır. Diğer tahvil ihraçlarından farklı olarak ekstra yükümlülükler getirmiştir. Örneğin Malezya'da sukuk ihraç etmek için, SC tarafından tanınan ve ilan edilen kişilerden oluşan "Şer-i Tavsiye Komisyonu"ndan olur alınması gerekmektedir. Böylece ihracın dayandığı faaliyetin İslami esaslara uygun olduğu tescillenmiş olmaktadır. Öte yandan ihraçla ilgili bilgi ve belgeler ile ihraca ilişkin yapılması gereken açıklamalar liste halinde ilan edilmiştir. Tüm ihraçların SC tarafından tanınan derecelendirme kuruluşlarınca derecelendirmeye tabi tutulması gerekmektedir. Ayrıca tüm İslami finansal araçlar Malezya borsalarına kote olmamışlarsa, SC tarafından uygulanan Fully Automated System for Issuing/Tendering ve Real Time Electronic Transfer of Funds and Securities sistemlerine tabi olmak zorundadırlar.<sup>170</sup>

---

<sup>170</sup> Robert Gray, İsmail Arshad, **Regulating Islamic Capital Markets, Islamic Finance The Regulatory Challenge**, Simon ARCHER ve Rifaat Ahmed Abdel Karim (Ed.), John Wiley&Sons (Singapore), 2007, s. 283.

İkincil piyasada işlem gören ilk sukuk ise, 2000 yılında Bahreyn'de görülmüştür. Müteakiben Malezya, diğer İslam ülkeleri ve Müslüman olmayan ülkelerde de ihraçlar devam etmiştir. Uluslararası İslami Finans Piyasası (International Islamic Financial Market-IIFM) verilerine göre, sukuk ihraçlarında genellikle özel sektör tahvilleri büyük bir paya sahiptir. 2007 yılında ihraç edilen sukuk hacminin % 81'i şirketler tarafından gerçekleştirilmiştir.

2000 yılında Bahreyn hükümetinin 336 milyon USD'lik ihracı ile başlayan sukuklar, 2007 yılı sonunda 89 milyar USD ihraç büyüklüğüne ulaşmıştır. Moody's'in Ocak 2008 tarihli araştırma raporu<sup>59</sup> Ortadoğu, Afrika ve Asya Pasifik ülkelerindeki sukuk işlemlerinin çeşitlerini de göstermektedir. Buna göre muşaraka sukuk, toplam sukuk ihracının % 40'ını oluştururken, ardından icara ve mudaraba sukuk gelmiştir. Yine aynı ülkelerde 2007 yılında ihraç edilen 119 sukukun 88'i devletlere ait iken, 31 sukuk özel şirketler tarafından ihraç edilmiştir. Sukuk ihraç eden şirketlerin büyük bölümü (%31) İslami finans kurumları iken, bunları gayrimenkul ve kamu hizmeti veren kurumlar takip etmiştir.

Sadece İslam dünyasında değil, uluslararası piyasalarda da global bir yatırım aracı olarak kullanılmaya başlanan sukuk ihraçları, Lüksemburg Borsası'ndan sonra 20.7.2006 tarihinde ilk defa Londra Borsası'na da kote edilmiştir. Dow Jones Endeksi ve CitiGroup Mart 2006'da Dow Jones Citigroup Sukuk İndeksi'ni hesaplamaya başlamış olup, İslam düzenlemeleri çerçevesinde ihraç edilen finansman sertifikası sukukların performansını ölçmek amacıyla kullanılmaktadır.<sup>171</sup>

### 3.4 Sukuk Ve Bono

Bono, ihraç edenin belirli tarihlerde faiz ve anaparayı bono alıcısına ödemesini sözleşme ile yükümlülük haline getiren borç yükümlülüğü sözleşmesidir. Buna karşılık sukuta, sukuk alıcısı ilgili varlıkta tam tasarruf hakkı kazanmaktadır. Sonuç olarak sukuk

---

<sup>171</sup> Necla Küçükçolak, "Faizsiz Finansman Sertifikası Sukuk'un Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi", **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Haziran 2008, s.27.

alıcısına sukuk varlıklarının satılmasından oluşacak hâsılatın yanında sukuk varlıklarından elde edilen gelirlerden de pay alma hakkı verilmektedir. Sukukun ayırt edici diğer bir özelliği de sertifikanın alıcısına borcu göstermesidir.

### **3.5.Faydaları Ve Özellikleri**

— Sukuk, orta-uzun vadeli sabit veya değişken getiri sağlayan faizsiz sermaye piyasası ürünüdür.

— Uluslar arası derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirme ve derecelendirmelerinin yapılması yatırımcılar tarafından sukukun risk/getiri analizinin yapılmasında rehber olarak kullanılmaktadır.

— Kolay ve etkin ödemesinin yapılmasıyla yatırım süresince düzenli gelir akışı sağlamaktadır.

— Likit bir enstrümandır ve ikincil piyasada işlem görmektedir.

### **3.6.Sukuk Fonlarının Kullanım Alanları**

Proje, varlık ve bilânço endeksli olarak sukukun genel kullanım alanları vardır.

#### **A -Proje Endeksli Sukuk**

Bu kategoride proje endeksli sukuk aracılığıyla fon sağlanmaktadır. Bu sukuk türüne Katar Hükümeti tarafından 2003 yılında Doha'daki Hamad Medikal Merkezi'nin inşaatı için kaynak sağlanması amacıyla çıkartılan Katar Global Sukuku örnek verilebilir. Bu 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<sup>172</sup>.

---

<sup>172</sup>Iraj Toutouchian, **Islamic Money and Banking: Integrating Money in Capital Theory**, Wiley, 2009, s.6.

## **B - Varlık Endeksli Sukuk**

Bu sukukta, varlıkların kazanç hakkının yatırımcılara satılmasıyla fon sağlanmaktadır. Malezya Hükümeti icara sukuku sertifikasıyla 2002 yılında 600 milyon USD'lik ihraç gerçekleştirmiştir. Bu düzenlemeye göre, Malezya Hükümeti tarafından özel amaçlı girişime (SPV) satılan arazi parselinin kazanç hakkı yatırımcılara beş yıl için yeniden satılmıştır. SPV mülkiyet haklarını güvence altında tutarak ve yatırımcılara değişken oranlı sukuk ihraç etmiştir. Varlık Endeksli diğer bir sukuk örneği de Bahreyn havalimanının genişletilmesini fonlamak için ihraç edilen 250 milyon usd değerindeki beş yıllık icara sukukudur<sup>173</sup>.

## **C - Bilanço Endeksli Sukuk**

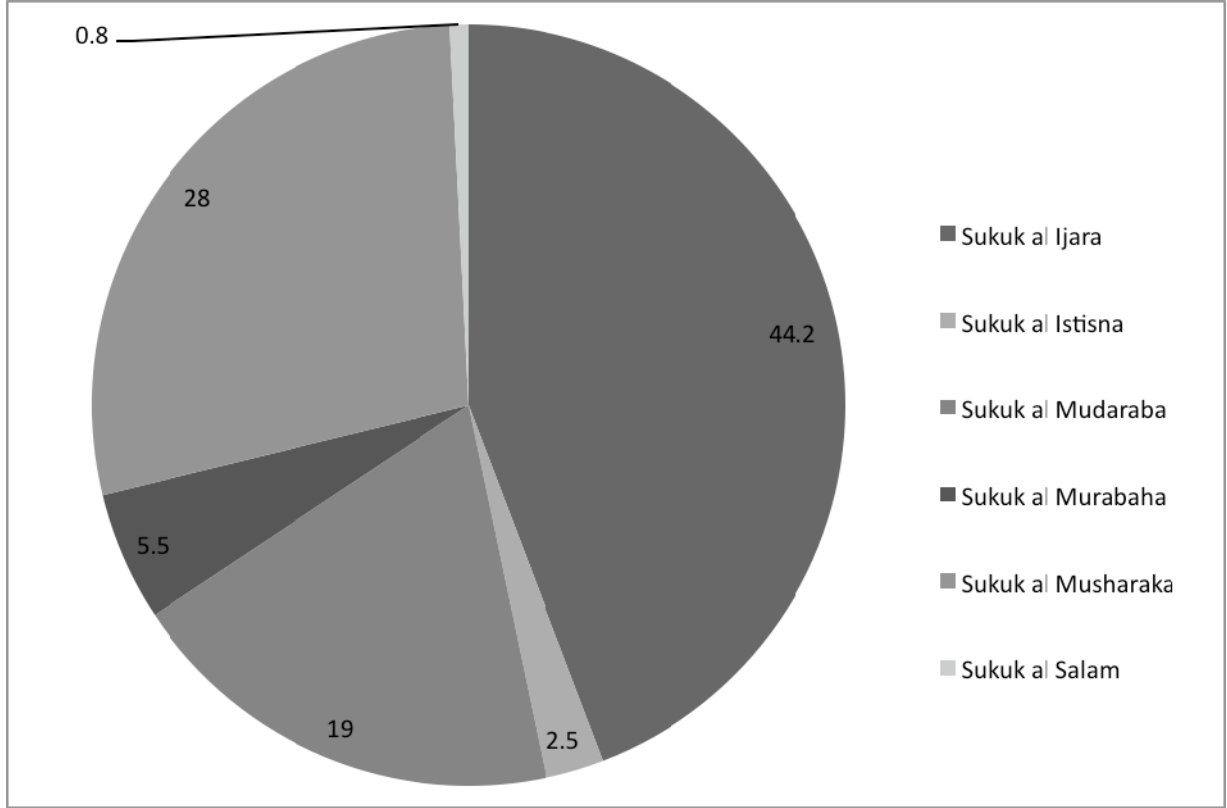
Bu tür sukuka İslam Kalkınma Bankası tarafından 2003 Ağustosunda ihraç edilen sukuk örnek verilebilir. Banka, üye ülkelerin çeşitli projelerini finanse etmek için sukuk ihraç etmiştir. Banka, projenin kaynağını uluslararası sermaye piyasasına 400 milyon USD değerinde 2008 vadeli beş yıllık sukuk ihraç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

### **3.7.Sukuk Çeşitleri**

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

---

<sup>173</sup>Rodney Wilson, "Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk: Overview of the sukuk market", **Euromoney**, 2004.



Sekil 3.2. Sukuk Dağılımı

Kaynak: Global investment house strategy, january 2008, (02.10.2010)

[http://www.menafn.com/updates/research\\_center/Regional/Special\\_Ed/gih0108.pdf](http://www.menafn.com/updates/research_center/Regional/Special_Ed/gih0108.pdf)

### 3.7.1. Mudaraba Sukuku

Mudaraba hissesinde eşit değerde paylara sahipliği (mülkiyet) temsil eden, mülkiyetin tam olduğu, murabaha alıcılarının isminin kaydedildiği ve getirinin sahip olunan hisseye göre dağıtıldığı yatırım sukuklarıdır. Bu tür sukuk alıcıları (rabul-mal)



mal sahibidirler. Mudaraba sukuku büyük yatırım projelerinde geniş kitlelerin katılımını arttırmak için kullanılır. Mudaraba sukukunun belirgin özellikleri şunlardır<sup>174</sup>:

- Mudaraba sukuku, ortak mülkiyeti ifade eder ve sukuk ihraç edene karşı özel projelerde sukuk alıcısına hisse hakkı verir.
  - Mudaraba sukuku sözleşmesi, ihraç ile ilgili sermayenin türü, getiri oranı ve diğer şartların şeri hükümlere uygunluğunu gösteren tüm bilgilerin yer aldığı ihracın tanıtımındaki resmi bildirimde dayanmaktadır.
  - Mudaraba sukuku alıcısına, sözleşmeyi (kontrat) kendi takdiriyle menkul kıymet piyasasında satarak mülkiyeti başkasına devretme hakkı verilmiştir.
- Mudaraba sukukunun satışı aşağıda listelenen kurallara göre yapılmalıdır.
- Projenin operasyonundan önce Murabaha sermayesi, para şeklinde ise Mudaraba sukukunun alım-satımı işlemi para ile para değişimi gibidir. Bu durumda kıymetli maden alım/satım (bay al sarf) kuralları uygulanmaktadır.
  - Murabaha sermayesi borç şeklinde ise İslamiyet'in borç hukuku kurallarına uyması gerekir.
  - Murabaha sermayesi nakit, mal, emlak, alacak ve kârdan oluşan sepet şeklinde ise işlem karşılıklı anlaşmaya dayalı piyasa fiyatına göre yapılmalıdır.
  - Sukuk alıcılarından fon toplayan SPV/idareci kendi fonunu da yatırım yapar. Mudarip olarak kârdaki payına ilave olarak SPV katkıda bulunduğu kendi sermayesi oranına göre getiri elde eder.
  - Tanıtım broşürü veya Mudaraba sukuku, ihraç eden veya fonun yöneticisi tarafından sermaye, sabit getiri veya sermaye oranına göre getiri için herhangi bir garanti içermemektedir. Aynı şekilde;
  - Tanıtım broşürü veya onun devam olarak ihraç edilen Mudaraba sukuku, sukuk alıcısına belirli bir miktarda ödeme yapılmasını öngörmeyebilir.
  - İslami kurallar uygulanarak gelir paylaşılabilir.
  - Projenin kâr ve zararı yayımlanmalı ve sukuk alıcılarına dağıtılmalıdır.

---

<sup>174</sup>Margaret Cole, Mohammed Al-Sheikh, **The Growth of Sukuk in the Global Capital Markets**, AsiaLaw, 2004, s.144.

- Gelirden kesinti yapılarak sermaye kaybı gibi beklenmedik durumlar için rezerv oluşturulabilir.
- Tanıtım broşürü, mudaraba sözleşmesinden bağımsız olmak şartıyla yasal veya finansal herhangi bir getiri olmadan projedeki zararı karşılamak amacıyla üçüncü kişilerin belir bir miktar hibe vaadini içerebilir<sup>175</sup>.

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

İşlem Adımları:

- Mudarip, proje sahibiyle projenin görevlendirmesi/ inşası için anlaşmaya varır.
- SPV, fon sağlamak için sukuk ihraç eder.
- Mudarib, proje faaliyetinden gelen nihai sermaye hâsılatı ve düzenli getiri ödemesialır.
- Mudarip, tamamlanınca projeyi sahibine teslim eder.

Mudaraba Sukuku Uygulaması: Shamil Bank (Bahreyn), Suudi Arabistan'da faaliyet gösteren bir gayrimenkul şirketiyle arazi geliştirme projesi (Al Ehsa Special Realty Mudarabası) ile 360 milyon Suudi Riyali değerinde yatırım sermayesi temin etmiştir. Mudarabanın amacı yatırımcılara arazi finansmanına katılımlarından dolayı getiri sağlamaktır.<sup>176</sup>

### 3.7.2. Muşaraka Sukuku

Muşaraka varlığının mülkiyetini temsil eden yatırım sukuklarıdır. Sukuk ihraç edenlerin yatırım kararlarında referans gösterilen sukuk alıcılarından oluşan komite oluşturmaları durumunda sukuku elinde bulunduranlar ve sukuku ihraç edenler arasındaki ilişkinin organizasyonu hariç mudaraba sukukundan farkı yoktur. Muşaraka Sukuku,

---

<sup>175</sup>Sukuk, "İslami Finansman Bonosu", [www.riskcenter.com.tr/kredirisk/kredifiles/TS/sukuk.pdf](http://www.riskcenter.com.tr/kredirisk/kredifiles/TS/sukuk.pdf) (19.12.2008).

<sup>176</sup>Küçükçolak, **a.g.e**, s. 29.

ortaklık sözleşmesine dayalı mevcut bir işin finansmanını geliştirmek veya yeni bir projeyi tesis etmek için kullanılır. Sertifikayı elinde bulunduranlar hisseleri oranında projenin veya faaliyetin sahibi olurlar. Bu Muşaraka sertifikaları ciro edilebilir enstrüman olarak işlem görür ve ikincil piyasalarda alınıp satılabilirler<sup>177</sup>.

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

#### İşlem Adımları:

Sabit bir dönem ve anlaşılan kârpaylaşımı için SPV ve şirket muşaraka anlaşması yaparlar. Şirket periyodik olarak SPV'nin muşaraka hisselerini satın almayı garanti eder.

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

---

<sup>177</sup>Kym Brown, M. Kabir Hassan, Michael Skully, "Operational Efficiency and Performance of Islamic Banks", **Handbook of Islamic Banking**, M. Kabir Hassan, Lewis Mervyn (ed), Edward Elgar Publishing, 2007, ss. 85-110.

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

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

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

### 3.7.3. İcara Sukuk

Bu sukuk türü sahibine kiradaki bir gayrimenkuldeki eşit ortaklığın sahipliğini veya gayrimenkulün intifa hakkını sunar. İcara sukuku sahiplerine gayrimenkulün mülkiyet hakkını, kirasını almayı ve sukuku kiracının haklarını etkilemeyecek şekilde elden çıkarma mesela alım-satımını yapma hakkını tanır. İcara sukuku sahipleri söz konusu gayrimenkulün bakım maliyetlerini üstlenmektedirler. İcara sukuk, bir kira kontratı ile bağlanmış tanımlı, mevcut ve bilinen varlıkların mülkiyet hakkını sahiplerine sunar ve kira bedeli sukuk sahibine ödenir. İcara kiralari kiracının intifa hakkını kullanma dönemi ile ilişkili olmayabilir. Tarafların ortak kararı ile kiralamanın öncesinde, kiralanmış durumda iken veya kiraladıktan sonra yapılabilir. Bu esneklik çeşitli türlerde kontratların geliştirilmesini ve sukukun çeşitli amaçlar için kullanılmasını sağlamaktadır.<sup>178</sup>

---

<sup>178</sup> Monzer Kafh, **The Use of Icara Bonds for Bridging the Budget Gap**, Islamic Development Bank, Seminar Proceedings Number 39, 1997, s.29.

İcara sukukun özellikleri:

- Bir icara kontratı yapılırken söz konusu varlığın kiralanabilir olduğu ve kira miktarının ne kadar olduğunu tarafların açıkça biliyor olması gerekmektedir. Eğer her ikisi de biliniyorsa henüz inşa edilmekte olan varlık veya gayrimenkuller de kontratta açıkça tanımlanmak kaydıyla kiraya verenin normal şekilde elde edeceği, inşa edeceği veya alacağı varlığın kiraya verilmesini sağlayarak sukuka konu olabilir. Kiraya veren, kiracının varlıktan yararlanma hakkını engellemeyecek şekilde varlığı satabilir. Varlığın yeni sahibi kirayı alma hakkını da elde edecektir.
- Kira tutarı kiralamanın ilk döneminde açıkça ve sonraki dönemler için yenilerek belirlenebilir. Kira sabit bir oranda artabilirken, bilinen bir değişkene bağlı olarak artabilir veya azalabilir.
- İslami kaidelere göre, varlığın temel yapısıyla ilgili ödemeler ve maliyetler varlığın sahibinin sorumluluğundadır. Kullanımı ile ilgili oluşan bakım giderleri ise kiracının yükümlülüğündedir.
- İcara sukukunun ihraç sürecinde varlığı satın alan ve yatırımcılara sukuku dağıtan bir SPV vardır. SPV varlığı ödemeyi yaparak satın alır ve daha sonra varlık üçüncü tarafa kullanım için kiraya verilebilir. Kiracı SPV'ye periyodik olarak kirayı öder ve SPV sukuk sahiplerine kira bedelini dağıtır.
- İcara sukuk ciro edilebilir ve ikincil piyasada alım satımı yapılabilir.
- İcara sukuk ihraç edenlere yönetim ve pazarlama açısından yüksek derecede esneklik sağlar. Merkezi hükümetler, belediyeler özel ve kamu sektöründe faaliyet gösteren varlık sahipleri bu sukuk türünü ihraç edebilmektedirler. Buna ek olarak finansal aracı kuruluşlar veya doğrudan varlık sahipleri de ihracı gerçekleştirebilirler.<sup>179</sup>

İşlem adımları:

---

<sup>179</sup> Syed Ali Salman, **Introduction to Ijara Sukuk: Current Structures and Future Prospects**, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, 2005, s.21.

- Yüklümlü söz konusu varlığı önceden anlaşılımlı olan fiyatı SPV'ye satar.
- SPV satın aldığı fiyatı eşit şekilde sukuk sertifikası ihraç ederek finansmanı sağlar.
- Kira sözleşmesi, belirlenmiş bir süre için yükümlünün varlığı kiracı olarak yeniden kiralamasıyla SPV ve yükümlü arasında imzalanır.
- SPV yükümlüden periyodik olarak kirayı alır.
- Kira tutarı yatırımcılara (sukuk sahiplerine) dağıtılır.
- Vadede veya parçalanma durumunda, SPV önceden belirlenmiş bir fiyatı varlığı yükümlüye geri satar. Bu tutar icara sukukun şartlarındaki tüm borçlara eşit olmalıdır.<sup>180</sup>

#### 3.7.4. Murabaha Sukuk

Bu sukuk türünde sertifika ihraç eden taraf Emtia Murabahası satıcısı, murabaha alan emtianın alıcısı ve fon da emtianın satın alma maliyetidir. Sertifika sahipleri murabaha emtiasına sahip olurlar ve emtianın tekrar satışında nihai satış fiyatı hakkına sahiptirler. Murabaha temelli sukukun hukuki olarak geçerli olması için sadece birincil piyasada işlem görmesi gerekir. Sukukun ciro edilmesi veya ikincil piyasada işlem görmesine İslam hukuku tarafından izin verilmemiştir. Çünkü sertifikalar, emtia alıcısının sertifika sahiplerine borcunu temsil etmektedir ve borcun vadeli olarak alınıp satılması faizle sonuçlanacağından izin verilmemiştir. Borç enstrümanı olmasına rağmen büyük bölümü muşaraka veya icara sukuku gibi ciro edilebilir enstrümanlardan oluşan ve bir portföyün küçük bir parçasını oluşturursa murabaha sukuku ciro edilebilir. Murabaha sukuku, anlaşılan fiyatı borcun satışına (bai-al-dayn) izin verilen Malezya'da daha yaygındır.

İşlem adımları:

- SPV ve borçlu arasında ana sözleşme imzalanır.
- SPV yatırımcılara sukuk ihraç eder ve sukuk getirisi alır.

---

<sup>180</sup> Yavuz Akbulak, Erkan Özgüç, "Alternatif Finansman Yöntemi Olarak İslami Finansal Araçlar ve Türkiye'de Uygulanabilirliği Üzerine Düşünceler", **Aktive Finans Dergisi**, Kasım – Aralık, 2004, s.80.

- SPV emtia satıcısından spotta emtia satın alır.
- SPV emtiayı kâr marjını ekleyerek spot fiyattan anlaşılan zaman diliminde taksitli ödenmek üzere borçluya satar.
- Borçlu emtiayı spotta emtia alıcısına satar.
- Yatırımcılar nihai satış bedeli ve getiri elde ederler.<sup>181</sup>

Murabaha Sukuku Uygulaması: Bahreyn menşeli yatırım firması olan Arcapita Bank Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG, Standard Bank Plc ve WestLB AG, London Branch (yetkili ana düzenleyiciler olarak birlikte) beş yıllık çokdövizli (usd, eur ve gbp) murabaha sukuku ihraç etmişlerdir. Sukukun vadesi beş yılda olup önerilen fiyat üç aylık libor+175 pipstir.

### 3.7.5. Salam Sukuk

Salam Sukuk, Salam sermayesi toplamak için eş değerli olarak ihraç edilen belgelerdir. Toplanan bu sermaye ile ihraç olan belgeleri alanlar Salam bazlı satılan malların mülkiyetini almış olur. Belgeleri ihraç eden bu malların satıcısıdır. Üyeler ise malların alıcılarıdır. Ödenecek üyelik ücretleri malların satınalma fiyatıdır. Salam belgelerini ihraç edenler mal sahipleri ve bu mal sahipleri Salam bazlı malları ihraç edilen Salam Sukuk belgeleri ile satmaya yetkilidirler.<sup>182</sup>

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

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

---

<sup>181</sup> Ali Tariqı, "What is sukuk?", <http://islamicbanking.worldmuslimmedia.com/what-is-sukuk/> (19.12.2009).

<sup>182</sup> Küçükçolak, **a.g.e.**, s.34.

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

#### İşlem Adımları:

- SPV bir yükümlü ile hem malları hem de alıcıları bulmak için anlaşma imzalar. Yükümlü, Sukuk-alıcıları adına malları almayı ve sonrasında yine Sukuk sahipleri adına kâr etmek için malları satmayı taahhüt eder.
- Salam belgeleri yatırımcılara verilir ve SPV Sukuk getirilerini alır.
- Salam getirileri ileriki bir tarihte malları satacak olan Yükümlüye verir.
- SPV Yükümlü den malları alır.
- Yükümlü Sukuk sahipleri adına malları kâr için satar.
- Sukuk sahipleri malların satış getirilerini alır.

Salam Sukuk Uygulaması, Bahreyn Hükümeti Salam Sözleşmesinde, Salam Sukuk'un baz varlığı alüminyum olarak belirlenmiştir. Sözleşmede, alıcıya peşin ödeme yapması karşılığında belirlenmiş ileriki bir tarihte alüminyum satılacağı taahhüt edilir. Bahreyn İslam Bankası (BIB) Salam Sözleşmesine katılmak isteyen diğer bankaları temsil etmek üzere görevlendirilmiştir. BIB sözleşmeleri ve gerekli dökümanları diğer bankalar adına imzalamaya yetkili kılınmıştır. Aynı zamanda alıcı Salam bazlı malı dağıtım kanalları ile pazarlaması için Bahreyn Hükümetini acente olarak görevlendirir. Bahreyn Hükümeti BIB'nın Salam sahiplerine diğer geleneksel kısa vadeli para piyasası enstrümanlarının getirisine eşit getiri getirecek şekilde kazanç olmasını sağlayacak bir fiyattan alüminyumu pazarlamasını sağlar<sup>183</sup>.

---

<sup>183</sup>Zamir Iqbal; Abbas Mirakhor, "An Introduction to Islamic Finance", **Theory and Practice**, Wiley; 1 edition (November 10, 2006), s.111.



### 3.7.6. İstisna Sukuk

İstisna sukuku, sertifika sahibinin sahip olduğu ürünleri imal için gerekli fonların sağlanması amacıyla ihraç edilen ve eşit değer taşıyan sertifikalardır. Üyelikten elde edilen fonlar ürünün maliyetiyken, sertifikaları ihraç edenler üreticiler (satıcı/tedarikçi) ve üyeler ise planlanan ürünün alıcılarıdır. Sertifika alıcıları ürüne sahip olurlar ve sertifikanın satış bedeline veya paralel istisnayla satılan ürünün satış bedeline hak kazanmaktadırlar. İstisna sukuku büyük altyapı projelerini finanse etmekte kullanışlıdır. Altyükleniciyle paralel istisna sözleşmesi yapması için istisnadaki yükleniciye izin vermesinden dolayı İstisna finansal aracılığa uygundur. Bu nedenle bir finansal kuruluş kâr amaçlı bir inşaat işlemini yüklenebilir ve altyüklenici sözleşmesiyle inşa işlemini uzmanlaşmış bir firmaya devredebilir.<sup>184</sup>

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

İşlem Adımları:

- SPV, projeye fon temin etmek amacıyla sukuk ihraç eder.
- Sukuk ihraç getirisi yüklenici/inşacı tarafından inşa ve projeyi gelecekte teslim etmek için kullanılır.
- Malın mülkiyeti SPV'ye devredilir.
- Mülkiyet/proje nihai alıcıya kiralanır veya satılır. Nihai alıcı SPV'ye aylık taksitlerle ödeme yapar.
- Getiri sukuk alıcıları arasında dağıtılır.

İstisna Sukuk Uygulaması: Milli Merkezi Soğutma Merkezi (Birleşik Arap Emirlikleri) adına Tabreed'in beş yıllık global şirket sukuku %5.50 sabit kupon ödemesi sağlamıştır. İcara istisna ve İcara mawsufah fi al dhimmah'den (forwad leasing

---

<sup>184</sup> Türkiye Finans Katılım Bankası, Günlük Bülten, "Sukuk", www.turkiyefinans.com.tr 2007/05.

sözleşmesi) oluşmaktadır. Değeri 136 milyon USD olan, mevcut borcu azaltmak ve finansal büyümeyi sağlamak için gerekli fonun bulunması amacıyla ihraç edilmiştir.

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

### 3.7.7. Melez Sukuku

Sukuk ihracı ve alım-satımının önemli bir yatırım aracı oluşu ve yatırımcıların farklı taleplerinin göz önünde bulundurulması nedeniyle; daha kapsamlı bir sukuk olan “hibrid ya da karma sukuk” piyasada işlem görmeye başlamıştır. Hibrid sukukta ilgili varlık havuzu İstisna, Murabaha ve İcara'dan oluşmaktadır. Farklı niteliklerdeki enstrümanlardan oluşan bir varlık havuzuna sahip olmak, fonların daha yüksek hareket kabiliyetine imkan sağlamaktadır. Her ne kadar murabaha ve istisna sözleşmeleri menkul kıymete dayalı enstrümanlar gibi ikincil piyasalarda satılamasa da, bir hibrid sukukta varlık havuzunun en az %51'i İcara sukuk gibi piyasada alım satımı yapılabilen sukukdan oluşmalıdır.<sup>185</sup>

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

İşlem Adımları:

- İslami finans koordinatörü maddi varlıkları ve murabaha işlerini SPV'ye transfer eder.
- SPV, sukuk sahiplerine katılım sertifikası yayımlar ve fonları toplar. Bu fonlar İslami finans koordinatörü tarafından kullanılır.

---

<sup>185</sup> Fitchratings, “Fitch’s Approach to Rating Sukuk”, Criteria Report, 5.3.2007, s.8.

- İslami finans koordinatörü SPV'den bu varlıkları anlaşılmış bir zaman periyodu üzerinden satın alır.
- Yatırımcılar bu varlıklar üzerinden sabit bir getiri elde ederler.<sup>186</sup>

İlk melez sukuk uygulaması, İslami Kalkınma Bankası tarafından ihraç edilmiş olup ve içeriği %68 İcara sukuk, % 30.73 murabaha ve %3.4 istisna sukuk şeklindedir. Piyasa sürülen bu sukuğa uluslararası pazarlanabilirlik sağlamak için IDB tarafından garantörlük verilmiştir. Jersey, kanal adalarında faaliyet gösteren bir anonim şirket olan Solidarity Trust Services tarafından 400 milyon \$'lık sukuk ihraç edilmiştir. Özel Sektörün Gelişimi İçin İslami İşbirliği Örgütü; bu varlıkların konsolide net aktif değer üzerinden IDB'den alınıp Solidarity Trust Services'a satılması şeklinde aracı rol oynamıştır.

### **3.8.Sukuk ( Kira Sertifikaları) İhracında Malezya Örneği**

Sukuk ihracının ilk olarak Malezya hükümeti tarafından yapılmasından dolayı, sukuk açısından bu ekonominin incelenmesi gerekmektedir. Malezya; İslami finans sisteminin gelişiminde öncülük eden ülkelerden biri olmuştur. Ülkede bu sistemin ilerlemesinde devlet desteği ön plana çıkmaktadır. İslami Finans Malezya'da 30 yıldır varlığını sürdürüyor. 1983 yılında İslami bankacılık kanunu, 1984'te Takaful (İslami sigortacılık) kanunu çıkartılarak gerekli hukuki altyapı hazırlanmıştır.<sup>187</sup>

Dünyadaki ilk İslami bankalardan olan Malezya İslam Bankası, 1983 yılında kurulmuştur. Yine dünyadaki ilk İslami yatırım fonu 1993 yılında Malezya'da oluşturulmuş, bir yıl sonra da sadece İslami hisse senetlerinin alım satımını yapan ilk aracı kurum kurulmuştur. İlk devlet sukuku (2002) yine Malezya'da ihraç edilmiştir.

---

<sup>186</sup>Zamir Iqbal; Abbas Mirakhor, **a.g.e.**, s.127.

<sup>187</sup><http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=14&pg=17&ac=16&full=1>

2009 yılında yayımlanan bir rapora göre, dünyadaki toplam sukuk ihracının %79'u Malezya'da yapıldığı belirtilmektedir.<sup>188</sup>

2007 yılında malezya'da 28.1 milyon USD'lik sukuk ihracı gerçekleşirken Körfez Bölgesinde ise toplam 19 USD'lik ihraç gerçekleşmiştir. Bu durum 2004 ocak – 2007 temmuz arasında dünyada yapılan toplam sukuk ihracının % 75'inin Malezya da olmasını desteklemektedir. Bu aynı zamanda Malezya'daki sukuk ihracının ülkedeki tahvil ihracının yaklaşık yarısına karşılık geldiği fikrini de desteklemektedir. Aşağıdaki şekil 3.3. de bunu göstermektedir.<sup>189</sup>

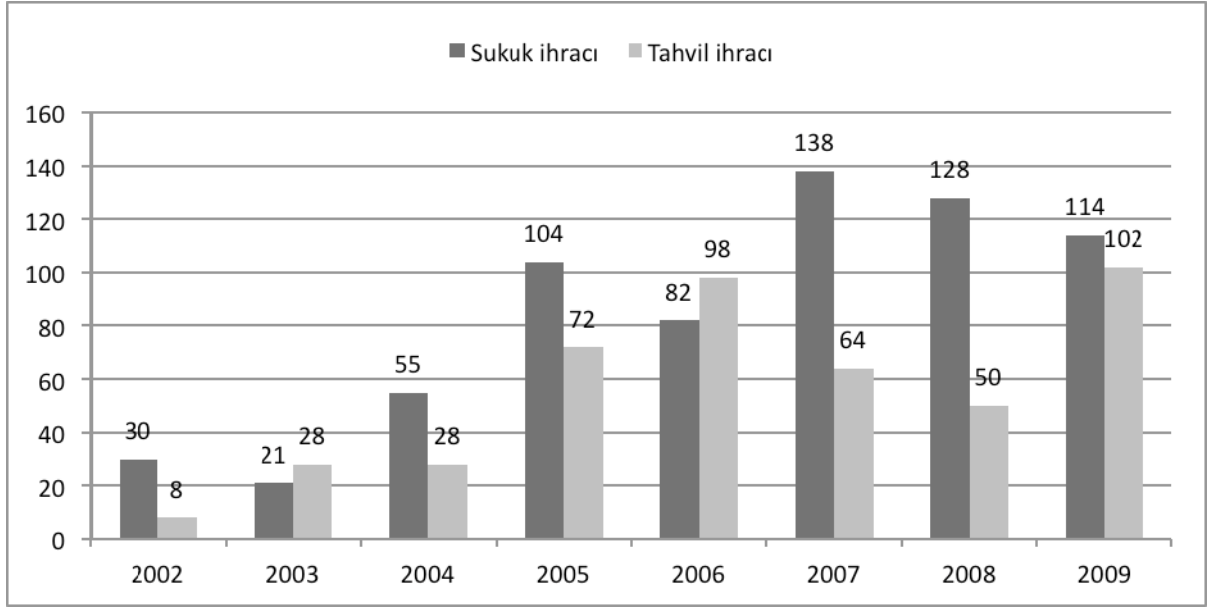
2000 yılından itibaren Malezya'nın Uluslararası İslami Finans Merkezi olması yönünde çalışmalara başlanmış, yabancı katılımcıların piyasaya girmesi için çeşitli düzenlemelere gidilmiştir. Labuan Uluslararası Finansal Borsası bu amaca uygun olarak İslami finans alanında da faaliyetlerine devam etmektedir. 2009 Kasım sonu itibariyle Borsaya kote borçlanma araçlarının %34'ü İslami prensiplere uygun olarak ihraç edilmiştir.<sup>190</sup>

---

<sup>188</sup>[http://www.khaleejtimes.ae/biz/inside.asp?xfile=/data/business/2010/August/business\\_August352.xml&section=business](http://www.khaleejtimes.ae/biz/inside.asp?xfile=/data/business/2010/August/business_August352.xml&section=business)

<sup>189</sup>Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss, Laurent Weill, **Are Sukuk Really Special? Evidence from the Malaysian Stock Exchange**, "<http://www.em-strasbourg.eu/docs/iw/papers/Godlewski-Turkariss-Weill.pdf>" (Mart 2010), s.2.

<sup>190</sup> Gökben Altaş, "Malezya Sermaye Piyasası", **Sermaye Piyasasında Gündem**, TSPAKB, Sayı 89 Ocak 2010, s.34.



Şekil 3.3. Malezya’da Konvansiyonel (standart) Tahviller ile Sukuk ihracı

Kaynak:<http://www.em-strasbourg.eu/docs/iw/papers/Godlewski-Turkariss-Weill.pdf> Mart 2010 s.2

Ülke sınırları dahilindeki sermaye piyasası faaliyetlerinde İslami finansın önemine bakıldığında, verileri tablodaki gibi özetlemek mümkündür. Örneğin, 2008 sonu itibariyle Malezya Borsasında işlem gören şirketlerin %87’sinin Şeriat Danışma Konseyi tarafından şeriat prensiplerine uygun olduğu onaylanmışken, bu şirketler Malezya Borsasının toplam piyasa değerinin %64’ünü oluşturmuştur.

Malezya’da İslami tahvil sukuk ihracı 2007’de 37 milyar \$’a çıkmıştır. Bu dönemdeki dünyadaki toplam sukuk stokunun %61’i Malezya’dadır. Küresel finans krizinin etkisiyle 2008 yılında bu faaliyetler de kısıtlı kalmış, 2008’de 12 milyar \$’lık yeni sukuk ihracı gerçekleşmiştir.<sup>191</sup>

<sup>191</sup> Hijazi Faisal, Global Sukuk Issuance: 2008 Slowdown Mainly Due to Credit Crisis, But Some Impact from Shari’ah Compliance Issues  
[http://www.institutfrancaisdefinanceislamique.fr/docs/docs/doc\\_id57.pdf](http://www.institutfrancaisdefinanceislamique.fr/docs/docs/doc_id57.pdf) (13.12.2010).

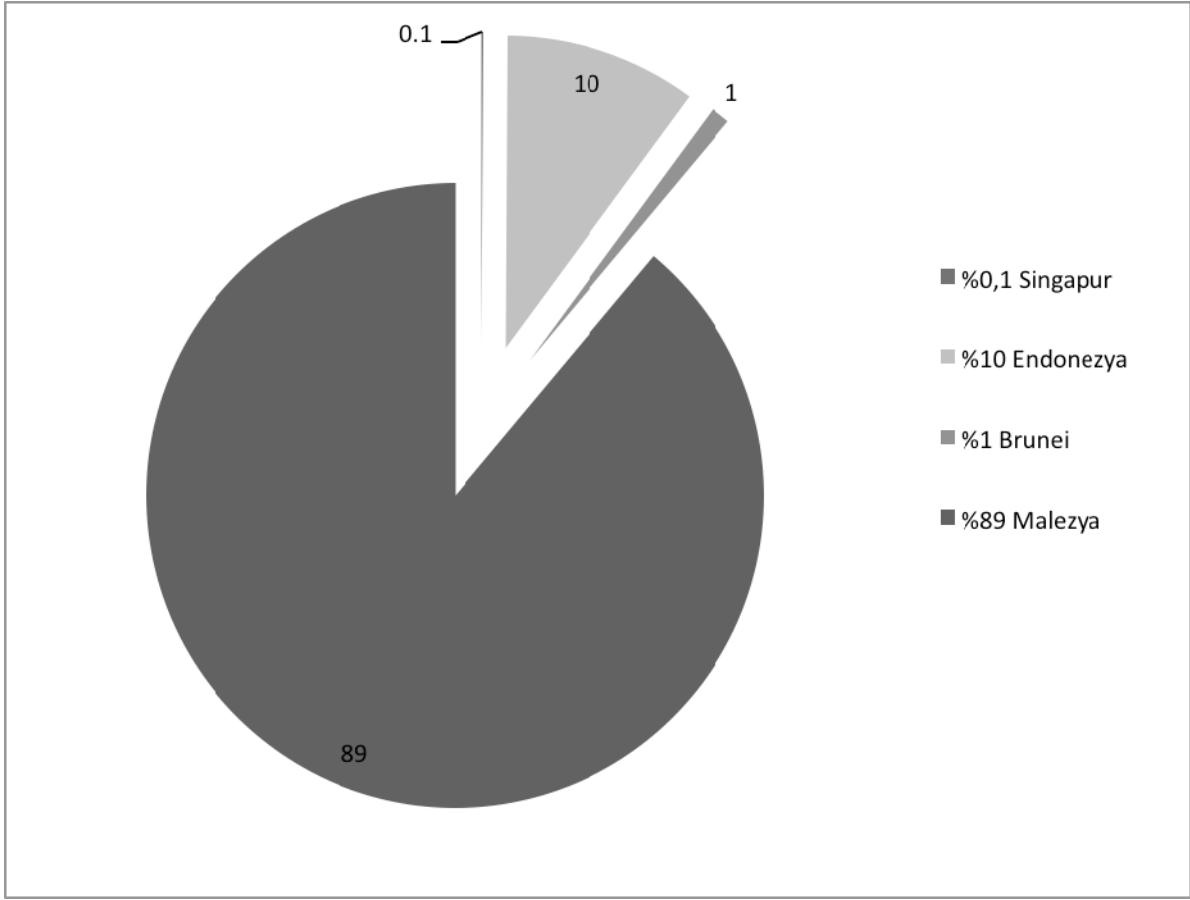
İlk İslami tahvil, Malezya Hükümeti tarafından 1983 yılında ihraç edilmiştir. İslami bankaların varlık yönetimini kolaylaştırmak için bu bonolar, (faizsiz borç) usulüne göre ihraç edilmiştir.<sup>192</sup>

İslami Finans Bilgi Hizmetleri'nin (IFIS) 2010 ilk yarı sukuk raporuna göre, 2010 yılının ilk yarısında 20,41 milyar USD değerinde 350 adet Sukuk sözleşmesi ihraç olmuştur. Bu ihraçların en fazlası 15,45 milyar USD'lik 313 adet ihraç ile Malezya tarafından gerçekleştirilmiştir. Malezya'nın en yakın takipçisi olan Endonezya 1,75 milyar USD değerinde 16 adet sözleşme ihraç etmiştir.<sup>193</sup> Şekil 3.3.'de bu görünmektedir.

---

<sup>192</sup> Gökben Altaş, "İslami Finans Sistemi", **Sermaye Piyasasında Gündem**, TSPAKB, sayı: 69, Mayıs 2009 s.19.

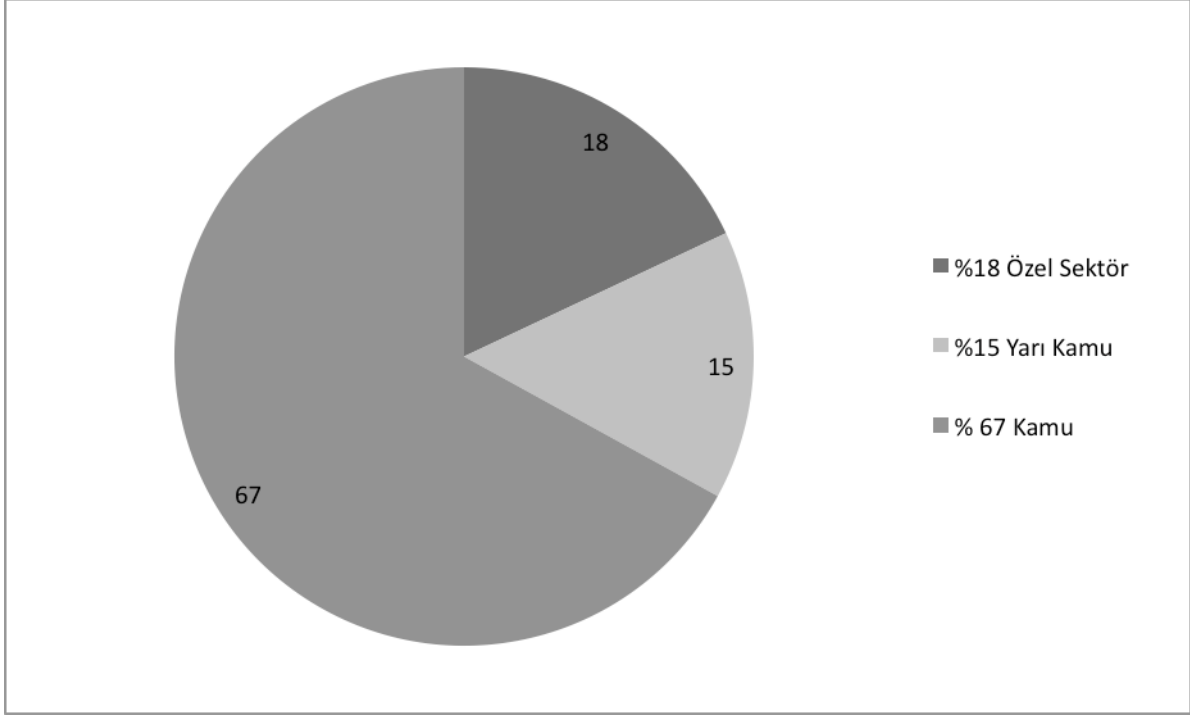
<sup>193</sup> <http://www.securities.com/ifis>



Şekil 3.4. Güney Doğu Asya Sukuk ihraci

Kaynak :IFIS (Islamic Finance Information Service), <http://www.securities.com/ifis>

Şekil 3.3. ve şekil 3.4.'de de görüldüğü gibi 2010 yılında ihraç edilen Güneydoğu Asya'da ihraç edilen Sukuk kontratlarının % 89'u Malezya'da ihraç edilmektedir. Aynı şekilde tablo'da Malezya'da ihraç edilen sukuk kontratlarının ihraççılarına göre sınıflandırıldığında en büyük ihraççı %67 ile kamu kesimidir. Geri kalan % 33'lük kesimin % 15'ni yarı kamu niteliğindeki kurumlar. Diğer kalan % 18'lik kısmı ise özel sektör oluşturmaktadır.



Şekil 3.5. Malezya Sukuk tipleri

Kaynak :IFIS (Islamic Finance Information Service), <http://www.securities.com/ifis>

Sukuk gibi İslami finansal enstrümanların geliştirilmesi yasal bir çerçeveye oturtularak. Malezya hükümetleri tarafından bir devlet politikası olarak günümüzde devam etmektedir.<sup>194</sup> Bir finansal inivasyon olarak görülebilecek bu durum, global farklılaşma adına ülkemiz ekonomisi tarafından farklılaşma adına referans alınabilecek bir uygulamadır.

<sup>194</sup>[http://www.bnm.gov.my/microsites/financial/0204\\_ib\\_takaful.htm](http://www.bnm.gov.my/microsites/financial/0204_ib_takaful.htm)



### 3.9. Sukuk Modelinin Türkiye'de Uygulanabilirliği

Yukarıda ayrıntılı olarak anlatılan İslami finans enstrümanlarının başında gelen Sukuk, Türkiye'de gelir ortaklığına dayalı bir tahvil (varlığa dayalı tahvil) yöntemi olarak bilinmekte olup, köprü, baraj, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile deniz ve hava limanları ile benzerlerinden kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanların yani birtakım düzenli gelir üreten varlıkların gelirleri karşılığı çıkarılan ve bu gelirlere gerçek ve tüzel kişilerin ortak olmasını sağlayan sertifikalar olarak kabul edilmektedir<sup>195</sup>.

Ülkemizde faizsiz varlığa dayalı sermaye piyasası aracına ihtiyaç duyulmasının sebepleri arasında; altyapı yatırımlarına devlet bütçesi dışında kaynak sağlamak, soyut nitelikte olan Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu yerine somut nitelikte olan köprü ve barajların adlarını kullanarak daha kolay borçlanmak ve faiz geliri elde etmekten çekinen tasarruf sahiplerine ulaşabilmek ve yabancı yatırımların Ülkemize çekilmesi temel amaç olarak belirlenebilir.

Hazine Müsteşarlığı, kamu varlıklarını kullanarak yeni bir borçlanma enstrümanı oluşturma düşüncesiyle, kamu kurumlarının elindeki varlıkların yeni kurulacak bir Kamu Varlıkları Yönetimi Şirketine (Şirket) satılarak ve oradan tekrar ilgili kamu kurumuna kiralanarak, elde edilen kira gelirlerinin Şirketçe ihraç edilen kira sertifikalarının satıldığı kişilere gelir olarak aktarılmasını ve itfa tarihinde kamu varlıklarının ilgili kamu kuruluşuna tekrar iade edilmesini sağlayan bir yapı oluşturan yasal düzenleme üzerinde çalışmalarını tamamlamış ve "Kamu Varlıklarının Kullanılması Suretiyle Kamuya Finansman Sağlanması Hakkında Kanun Tasarısı Taslağı"nı Başbakanlığa göndermiştir.

İlgili Taslağın gerekçesinde, yapılan yasal düzenlemenin ülkemize yatırım yapan uluslararası yatırımcı bazını geliştirmek, kamu finansman araçlarını çeşitlendirmek ve kamu varlıklarını verimli bir biçimde değerlendirmek üzere, kamu kurum ve kuruluşlarına ait her türlü taşınmaz mallar ile kamu mallarına ilişkin imtiyazları ve işletme haklarını kullanmak suretiyle sermaye piyasası araçları ihraç edilebilmesi için

---

<sup>195</sup> Ahmet Tok, **İslami Finans Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirme**, 2009, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, s.29.

gerekli düzenlemelerin yapılması, yetki, görev ve sorumlulukların belirlenmesi amacıyla yapıldığı ifade edilmektedir.

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

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

Hazine'nin altyapısını oluşturduğu kira sertifikaları da, varlığa dayalı menkul kıymet veya gelir ortaklığı senedi benzeri bir senet olarak nitelendirilebilir. Menkul kıymetleştirme uygulamasının alacaklara dayalı bir versiyonu olarak türetilen Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, ihraççıların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya temellük edecekleri alacaklar karşılığında ihraç edebilecekleri kıymetli evrak olarak tanımlanabilir.

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

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

Sonuç olarak kamu varlıklarının gelirlerinin menkul kıymetleştirilmesine imkan sağlandığı takdirde, "sukuk" modelinin ülkemizde de uygulanabilmesi temin edilmiş olacaktır. Burada dikkat edilmesi gereken husus, bu menkul kıymetin ihraç edilebilmesi için varlık finansmanı fonunun kurulmasının gerekli olmasıdır. Başka bir deyişle, "sukuk" modelinde kullanılan özel amaçlı şirketler, ülkemizde ancak varlık finansmanı fonu aracılığıyla gerçekleştirilebilecektir. Diğer taraftan, Tasarı kapsamında ihraç edilecek olan menkul kıymetlerin ikincil bir piyasası olup olmayacağı hususu da Tasarıda netlik kazanmamıştır. Tasarının 5'inci maddesinin dördüncü fıkrasında yapılan düzenlemede sadece "aracılık etmek amacıyla yurt içinde veya yurt dışında şirket, gayrimenkul yatırım ortaklığı, varlık finansmanı fonu ve yatırım fonu" tesis etmek hususunda Bakan yetkili kılınmıştır. Bu nedenle, Tasarıda yer alan bu düzenlemenin kapsamının genişletilerek ayrıntılı olarak kaleme alınması ya da madde metninde ikincil düzenleme yapma sürecine Kurulumuzun da dahil edilmesi ve maddede bu yönde gerekli değişikliğin yapılması uygun olacaktır.

Diğer taraftan hangi model uygulanırsa uygulansın, "sukuk" ile ilgili bir menkul kıymet ihraç edilmesi gerekecektir. "Sukuk" da bir menkul kıymet olup, menkul kıymetler, SPK md. 3'te şartları Kurulca belirlenen kıymetli evrak olarak tanımlandığından, ihraç edilecek olan sukuk ile ilgili olarak SPK md. 3'ün dikkate alınması gerekmektedir. Ancak Tasarıda ihraç edilecek menkul kıymetlerin sermaye piyasası mevzuatına tabi olup olmadıkları hususu açıklığa kavuşturulmamıştır. Tasarının 5'inci maddesinin dördüncü fıkrasında, Hazine Müsteşarlığı'nın ilgili olduğu Bakan'ın, finansman ihtiyacının karşılanmasına aracılık etmek amacıyla yurt içinde veya yurt

dışında şirket, gayrimenkul yatırım ortaklığı, varlık finansmanı fonu ve yatırım fonu tesis etmeye veya şirketlerin iştirak etme koşullarını belirlemeye ve bunlar veya yetkili mali kurumlar aracılığıyla ya da doğrudan sermaye piyasası araçları ihraç etmeye yetkili kılındığı görülmektedir. Ancak SPK'nun 2'inci maddesinde, sermaye piyasası araçlarının bu Kanun kapsamına dahil olduğu hususu hüküm altına alındığından, Taslak çerçevesinde ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının sermaye piyasası mevzuatı kapsamında olup olmayacağı konusundaki tereddütler giderilerek konunun açık bir şekilde Taslak'ta düzenlenmesi ve Taslak kapsamındaki sermaye piyasası araçlarının ihracında sermaye piyasası mevzuatı uygulanacak ise ilgili maddelerde SPK ve ilgili mevzuata atıf yapılması yerinde olacaktır.

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

İlgili tebliğde “Kira Sertifikası: Varlık kiralama şirketinin satın almak veya kiralamak suretiyle devraldığı varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlediği ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymeti, kira sukukunu”, şeklinde tanımlanarak doğrudan sukuk kavramına vurgu yapılmıştır. Kira sertifikalarını ihraç edecek olan Varlık kiralama şirketinin kurucuları olarakta banka ve aracı kurumları kurucu olarak tanımlamıştır.

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

## BÖLÜM 4

### BANKALARDA MENKUL KIYMET CÜZDANININ FON TOPLAMAYA ETKİSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

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

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

Bu finansal varlığın, Katılım Bankaları açısından kaynak teminine katkısı olup olmadığını görmek için ekonometrik uygulama yapmak gerekmektedir. Fakat Sukuk'un Türkiye uygulaması olmadığından veri tabanı açısından ekonometrik uygulamasını yapmak mümkün değildir. Bu nedenle uygulamada Mevduat Bankalarında olan menkul kıymetlerin mevduat toplamaya ve sermaye oluşturmaya etkisi olup olmadığına bakılarak değerlendirme yapılacaktır. Mevduat bankalarının verilerinden hareketle Katılım Bankalarında Sukuk'un uygulanabilirliğini belirlemeye dönük bir ekonometrik analiz için gerekli veri seti TBB resmi web sayfasından sağlanmıştır.

#### **4.1. Kullanılan Veri Seti ve Analiz Dönemi**

Çalışmada Türk Ticari Bankacılık Sektöründe faaliyet gösteren ticaret (mevduat) bankalarının verileri mülkiyet esasına göre üç kesit halinde kullanılmıştır. Bu çerçevede, kamusal sermayeli, özel sermayeli ve yabancı sermayeli bankaların 2002:4 ile 2010:3 dönemlerini kapsayan üçer aylık verileri kullanılmıştır. Oluşturulan panel veri setinin her kesiti 32 ve toplamı 96 gözlem değerinden meydana gelmektedir. Veriler TBB resmi web sitesinden sağlanmıştır. Ekonometrik analizler STATA 9.1 ekonometri yazılımı kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

#### **4.2. Analiz Yöntemi: Panel Veri Regresyonu**

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

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

birimin içerisinde zamana göre meydana gelen farklılıkların birlikte incelenebilmesine olanak vermesidir.<sup>196</sup>

İlgili yazın incelendiğinde; uygulamalı finans ve ekonomi alanında “sabit katsayı modelleri” (constant coefficients models), “sabitlenmiş ya da durağan etki modelleri” (fixed effect models), “tesadüfi veya rassal etki modelleri” (random effect models), “dinamik panel modelleri” (dynamic panel models), “güçlü veya dayanıklı panel modelleri” (robust panel models) ve “kovaryans yapısı modelleri” (covariance structure models) gibi çeşitli panel veri regresyon teknikleri söz konusudur. Bunlar; analiz edilecek verilerin yapısal özelliklerine, ispatlanmaya çalışılan teorik formasyona ve daha pek çok özelliğe bakılarak farklı amaçlarla kullanılmaktadır.<sup>197</sup> Dolayısıyla, öncelikle analizde hangi tekniğin kullanılması gerektiği sorusu cevaplanmalıdır.

Genel olarak analizde kullanılacak veri setinin nasıl derlendiği kullanılacak model tipi konusunda ipuçları taşımaktadır. Eğer gözlemler veri bir popülasyondan tesadüfi bir örneklem olarak toplamışsa hem sabitlenmiş etkiler hem de tesadüfi etkiler modelleri analizde kullanılabilir. Hangi modelin kullanılması gerektiğine Hausmann testi yapılarak karar verilir. Ancak firma temelli mikro ekonomik ya da kamusal istatistik kuruluşlarınca derlenen makro ekonomik verilerin kullanıldığı analizlerde tesadüfi bir örneklem söz konusu olmadığından doğrudan sabitlenmiş etkiler kullanılması yerinde olacaktır.<sup>198</sup>

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

---

<sup>196</sup> Badi H. Baltagi, **Econometric Analysis of Panel Data**, 2001, ss. 3-5.

<sup>197</sup> Robert Yafee, “A Primer for Panel Data Analysis”, **Information Technology at NYU**, Fall, 2003, ss. 1-11.

<sup>198</sup> Christospher Dougherty, **Introduction to Econometrics**, 2007, ss. 420-421.

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

Bu model sabitlemiş etkiler yapısında aşağıdaki şekilde yeniden yazılabilir:

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

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

### 4.3. Analize Temel Teşkil Eden Modeller

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

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

Menkul kıymetleştirme ile ilgili yazın incelendiğinde, menkulleştirilen banka aktiflerini alternatif değişkenlerle açıklayan modeller dikkati çekmektedir.<sup>199</sup> Bu

<sup>199</sup> Acharya, Viral V. – Schnabl, Philipp ve Suarez, Gustavo. (2010), "Securitization without Risk Transfer", **NBER Working Papers**, No: 15730; Egami, Masahiko ve Hosono, Kaoru (2010), "A Model for



bağlamda, en sık rastlanan değişkenler arasında sermaye oranı ve aktif büyüklüğünün geldiği gözlenmiştir. Dolayısıyla, (1) numaralı fonksiyonel ilişki bu değişkenleri kapsayacak şekilde aşağıdaki gibi geliştirilmiştir:

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

Bu çerçevede Egami ve Hosono'nun çalışması benimsenerek (2) numaralı model parametrize edilmiş ve analizlerde kullanılacak model kalıbı olarak belirlenmiştir.<sup>200</sup> Ancak buna geçilmeden önce Egami ve Hosono'nun orijinal modeli ve temel varsayımları kısaca açıklanmalıdır.

Bir kaldıraç ölçütü olarak Basel sermaye yeterliliği düzenlemeleri kapsamında zorunlu sermaye oranı kullanılmaktadır. Bankalarca yayınlanan aktife dayalı menkul kıymetlerle banka sermayesi arasındaki ilişkinin analiz edilmesi için Egami ve Hosono tarafından geliştirilen ve panel veri yapısındaki aşağıdaki model kullanılabilir<sup>201</sup>.

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

Bu eşitlikte;  $Sec_{i,t}$  mali yılında  $i$  bankasının menkul kıymetleştirilen banka aktiflerini,  $CapRatio_{i,t-1}$  mali yılında  $i$  bankasının zorunlu sermaye oranını ve  $\log(Asset_{i,t-1})$  yine  $t-1$  mali yılında  $i$  bankasının toplam aktiflerinin logaritmasını simgelemektedir. Egami ve Hosono'ya göre, bir bankanın sermaye gücü zayıfladıkça aktiflerini menkul kıymetleştirmesi artacağından  $\beta_1$  parametresinin katsayı değeri negatif olacaktır. Diğer yandan logaritmik aktiflerinin ise, menkulleştirilen banka aktiflerinin sabit maliyetlerini kapsadığı varsayılmaktadır.

Çalışmamızda, 2001 krizi sonrası dönemi kapsayan yeterince yıllık frekansta veri olmadığından zaman aralığı daha yüksek frekanslı olan üç aylık veriler kullanılmıştır. Öte yandan, Egami ve Hosono gibi her banka bazında bir analiz yapılması yerine, kamusal sermayeli, özel sermayeli ve yabancı sermayeli olmak üzere mülkiyet temelinde bir

---

Bank's Optimal Asset Securitization Program", (<http://ssrn.com/abstract=1593524>); Bannier, Christina E. ve Hansel, Dennis N. (2008), "Determinants of European Banks' Engagement in Loan Securitization", Deutsche Bundesbank, **Discussion Papers**, No: 10/2008; Di Cesare, Antonio. (2009), "Securitization and Bank Stability", **MPRA Papers**, No: 16831, February.

<sup>200</sup> Egami ve Hosono, a.g.e.

<sup>201</sup> a.g.e.

analiz uygulanmıştır. Bu bakımdan teknik olarak üç kesitli bir panel veri seti oluşturulmuştur. Ayrıca bankaların temel dışsal fon kaynağı olan mevduatların ( $Dep_{i,t}$ ) ve temel içsel fon kaynağı olan özkaynakların ( $Eq_{i,t}$ ) etkileri de araştırılmak istendiğinden Egami ve Hosono'nun modelleri bu değişkenler eklenerek aşağıdaki gibi geliştirilmiştir:

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

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

$$Sec_{i,t} = \beta_0 + \beta_1' CapRatio_{i,t} + \beta_2' \log(Asset_{i,t}) + \beta_3 Dep_{i,t} + \beta_4 Eq_{i,t} + \psi'_{i,t} \quad (5)$$

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

#### 4.4. Tahmin Sonuçları ve Bulguların Değerlendirilmesi

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

Egami ve Hosono'nun orijinal modeli olan (3) numaralı eşitliğin tahmin sonuçları oldukça başarılıdır ve neredeyse bulgular söz konusu araştırmacıların bulgularıyla aynıdır. Onların öngördükleri gibi  $CapRatio_{i,t-1}$  değişkeninin katsayı değeri negatif çıkmış ve sermaye gücü zayıfladıkça menkulleştirme eğiliminin arttığı savını destekler nitelikte bir sonuç vermiştir. Model sabiti hariç, modelin ilgi parametreleri olan  $\beta_1$  ve  $\beta_2$  sırasıyla %1 ve %10 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Bu makul kabul edilebilecek düzeylerde, ama yeterince tatminkâr olduğu da söylenemez.

Bizim Egami ve Hosono'nun orijinal modelinden hareketle geliştirdiğimiz (4) numaralı modelin tahmin sonuçları, yeterince başarılı değildir. Modele sonradan dahil edilen  $Dep_{i,t}$  ve  $Eq_{i,t}$  değişkenleri haricindekiler istatistik açıdan anlamsızdır. Bununla birlikte,  $\beta_3$  ve  $\beta_4$  parametrelerinin %1 düzeyinde anlamlı olmaları da dikkat çekicidir.  $Dep_{i,t}$  ve  $Eq_{i,t}$  değişkenlerinin menkul kıymetleştirmeyi açıklamakta önemli değişkenler olabilecekleri savımızı desteklemektedir.

**Tablo 4.1. Modellerin Panel Veri Regresyonu Tahmin Sonuçları**

### Modellerin Panel Veri Regresyonu Tahmin Sonuçları

Parametreler	Katsayılar		
	Model (3)	Model (4)	Model (5)
$\beta_0$	-2.62e+08 (-0.37)	1.92e+07 (0.03)	-1.57e+09 (-3.27)*
$\beta_1$	-7.94e+09 (-3.34)*	2.34e+08 (0.09)	--
$\beta_2$	1.65e+09 (1.87)***	-6.91e+07 (-0.08)	--
$\beta_1'$	--	--	1.20e+10 (3.12)*
$\beta_2'$	--	--	12.245 (3.80)*
$\beta_3$	--	22.607 (6.05)*	15.712 (4.04)*
$\beta_4$	--	-108.323 (-5.62)*	-168.165 (-7.06)*
<b>Gözlem Sayısı</b>	96	96	96
<b>R<sup>2</sup></b>	0.998	0.933	0.917
<b>F Testi</b>	11.87	54.18	77.21
<b>Anlamlılık</b>	0.002	0.000	0.000

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Model'in bu anlamda pozitif bir bağlantı sağlaması, Katılım bankaları açısından cesaret verici sonuçlar sağlamaktadır. Ve bu durum katılım bankalarını menkul kıymet veya sukuk gibi menkulleştirilmiş enstrümanlarını geliştirmesi bu bankaların katılım

hesaplarında fon toplamaya destek sağlayacağını, sermayelerini güçlendireceğini söylemeyi mümkün kılmaktadır.

## SONUÇ

Global finans piyasasında küçük ama hızla büyüyen ve gelişen bir yapıya sahip olan Faizsiz finans sisteminin 700 milyar USD büyüklüğe ulaştığı tahmin edilmektedir. Faizsiz bankacılık sisteminde mudaraba ve müşaraka gibi yöntemlerle ortaklık esasına göre ya da selem, istisna ve murabaha gibi yöntemlerle borçlanma esasına göre enstrümanlar oluşturulmaktadır. Ayrıca yarı borçlanma sayılan icara gibi finansal kiralama yöntemleri de yaygın olarak kullanılmaktadır.

Finansal piyasalarda mevduat bankaları ve yatırım bankalarıyla birlikte faaliyet gösteren ve faizsiz bankacılığın uygulayıcısı olan Katılım Bankaları 1960'lardan itibaren tüm dünyada hızlı bir şekilde yayılmaya başlamıştır. Türkiye'de Faizsiz bankacılık ilkesine yönelik uygulamalar, 1984 yılından itibaren "Özel Finans Kurumu" adı altında faaliyet göstermeye başlayan Katılım Bankaları ile başlamıştır.

5411 Sayılı Bankacılık Kanunu Öncesinde Katılım Bankaları olarak tanımlanan Özel Finans Kurumları kuruldukları dönemde Türk ekonomisinin yabancı kaynak ve döviz açığını gidermek ve Körfez Ülkeleri'ndeki "petro-dolar"ları Türkiye'ye kazandırmak amacıyla Türk Mali Sistemine dahil edilmişlerdir. Başlangıçta yabancı sermaye ve döviz fonlarının transferi amaçlanmış ise de, 5411 sayılı Bankacılık öncesi Özel Finans Kurumları olarak tanımlanan Katılım Bankaları bu amacın gerçekleşmesinden uzaklaşarak yurtiçi kaynaklara yönelmiş oldukları görülmektedir.

Katılım Bankaları temel olarak "Özel Cari Hesaplar" ve "Katılma Hesapları" yoluyla fon toplamaktadırlar. Bankalardaki vadesiz mevduata benzeyen özel cari hesaplarda bedelsizlik özelliği mevcut olup, hesap sahiplerine herhangi bir karşılık ödenmemektedir. Katılım Bankaları topladıkları fonları temel olarak, üretim desteği (murabaha), bireysel finansman desteği, kâr-zarar ortaklığı yatırımı (mudaraba-müşaraka), finansal kiralama (icara/leasing) ve mal karşılığı vesaiğin finansmanı yöntemleriyle kullanılmaktadırlar. Fon kullandırma yöntemlerinden uygulamada en fazla murabaha ve finansal kiralama yöntemi kullanılmakta olup, son sırayı ise faizsiz

bankacılığın temel felsefesi ile işleyen kâr-zarar ortaklığı yatırımı almaktadır.

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

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

Fiili olan bu durumla birlikte Katılım Bankaları'nın mali sistem içerisinde yapılarına uygun bir şekilde enstruman geliştirmeleri mümkündür. Katılım Bankaları'nın yapılarına uygun olan bu enstruman dünyada da geniş uygulama alanı bulan Sukuk diye ifade edilen Kira Sertifikalarıdır. Kira Sertifikaları sabit getiri sağlayan varlıkların menkulleştirmesinden başka bir şey değildir. Bu nedenle çalışma içerisinde menkulleştirmeye de geniş yer verilmiştir.

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



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

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

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

Türkiye’de hisse senedi dışındaki faizsiz yatırım araçlarına bakıldığında 1980-90 döneminde ülkemizde uygulanan ancak günümüzde kullanılmayan varlığa dayalı menkul kıymet, kâr-zarar ortaklığı belgesi, gelir ortaklığı senedi gibi araçların bulunduğu bilinmektedir. Günümüzde İslami finans alanında birçok batılı finans kuruluşlarının yanı sıra yerli ve yabancı bankalar, Katılım Bankaları ve aracı kurumlar faaliyette bulunmaktadır. Bunların piyasada İslami finansal ürünleri geliştirmeleri ile fiyatlama, yasal altyapı düzenlemeleri ve benzeri hususlarda aşılacak engeller sonrasında anılan ürünlerin ikincil piyasa işlem hacminde artış sağlanması imkan dahilinde olacaktır.

Türkiye'de devlet, mahalli idareler veya özel sektör tarafından ihraç edilecek borçlanma araçlarının (iskontolu kısa vadeli bonolar, uzun vadeli kuponlu tahviller veya eurotahviller vb.) yatırımcıya yapılacak "faiz" yerine "gelir" ödemesinin kaynağının ortaya konması halinde uygun bir yatırım aracı geliştirmek mümkün görülmektedir. Böylece, kamunun uluslararası piyasalardan eurotahvil olarak sağladığı uluslararası finansmana ilave bir yatırım aracı da özellikle faizsiz esaslara uygun bir yatırım aracı olarak ortaya çıkabilecektir. Kira sertifikası adı altında ihraç edilecek sukuk için gerekli yasal düzenleme Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Kira Sertifikaları Tebliği ile tamamlanmıştır (Ek-7). Kamunun uluslararası piyasalardan eurotahvil olarak sağladığı uluslararası finansmana ilave bir yatırım aracı da özellikle faizsiz esaslara uygun yatırım yapan yatırımcılar için geliştirilebilecek ve faizle çalışan geleneksel tasarruf kurumlarına manevi inançlar dolayısıyla akmayıp, mâli kurumlar dışında, altın, döviz, bina, arsa şeklinde veya yığın şeklinde saklanan fonların ekonominin emrine sunulması mümkün hale geleceği gibi yurtdışından özellikle Körfez Ülkelerin'den sermayenin de Ülkemize çekilmesi söz konusu olacaktır.

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

Geçen zaman içerisinde farklı yapıda sukuklar piyasaya sunulmuş olmakla birlikte, şu ana kadar ihraç edilmiş sukukların büyük kısmı icara sukuk niteliğindedir. Sukukların ikincil piyasada alınıp satılabilmesi, sukuku alternatif yatırım aracı olarak daha da cazip hale getirmiştir. İcara sukuka nispeten daha az ilgi görüyor olsalar da diğer sukuk çeşitleri de gelişmekte olan piyasalardaki yatırımcılar için havaalanı, köprü, baraj gibi belli başlı projelere katılımları noktasında etkin bir rol oynamaktadır.

Katılım Bankaları açısından sukuku icara yöntemiyle işleyecek kira sertifikasının bir avantajı da, ikinci el piyasasının oluşması halinde Katılım Bankalarına kısa vadeli fon sağlayacak olmasıdır. Bu kağıtların alım-satımında Katılım Bankaları aracılık yapabilir veya Katılım Bankalarınca toplanan bir kısım fonlar kısa vadeli olarak bu

kağıtlara yatırılabilir. Böylece Katılım Bankaları'nın da yatırım yapabilecekleri ve faaliyetlerine uygun bir sermaye piyasası enstrümanı bankacılık sektörüne girmiş olacaktır. Ayrıca ilerleyen aşamada Katılım Bankaları'nın Körfez Ülkeleri'nde kendi tahvillerini, sahip oldukları ekonomik getirisi yüksek varlıkların değerini tespit ettirdikten sonra bunların bir bölümünü kira sertifikası yöntemi ile çıkararak Körfez Ülkeleri'nde pazarlaması da söz konusu olabilecektir. Bununla Körfez Sermayesi ile Türk piyasaları arasındaki ilişki güçlendirilmiş ve finans kesimine taze para girişi sağlanmış olacaktır.

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

Sonuç olarak, Katılım Bankaları'nın kendisinden beklenenleri gösterememiş ise de, üretim desteği ve finansal kiralama yoluyla yapılan fon kullandırmaları ile reel ekonominin gelişmesine, ekonomik hareketlerin kayda alınmasına, ödenen vergiler nedeniyle kamu maliyesine, istihdam ve dış ticaret hacminin genişlemesi açılarından ekonomiye katkılarının olduğu görülmektedir.

Aynı zamanda, 25 yıllık geçmişleri dikkate alındığında Katılım Bankaları, Türk Finans Sisteminde, çeşitliliği ve derinliği artıran kurumlar olarak yer almışlardır. Katılım Bankaları esnek fon toplama yöntemleri ve ticarete dayalı finansman biçimleriyle kredi arzını artırarak, cari kredi faiz oranlarını aşağı çekici bir fonksiyon üstlenmektedir. Bu da ekonomide, yatırımların hacminin artmasına yol açarak, üretilen mal ve hizmet değerini yani milli geliri büyütmektedir. Hatta, ekonominin daralma

dönemlerinde bir çok bankanın kredilerini geri çağırmasına karşın Katılım Bankaları, çalışma prensipleri gereği bu yola başvurmamakta ve bu durum yatırımcı müteşebbislerin kaynak sıkıntısından dolayı yaşamaları muhtemel problemlerini azaltmaktadır.

## EKLER

### Ek 1: EKLER: Panel Veri Regresyonu Verileri

#### HAM VERİLER :

	Kamusal Sermayeli Mevduat Bankaları			Özel Sermayeli Mevduat Bankaları			Yabancı Ser. Bank.		
	Finansal Varl.	Mevduat	Özkaynak	Finansal Varl.	Mevduat	Özkaynak	Finansal Varl.	Mevduat	Özkaynak
2010/9	21.319.577,00	99.420.874,00	15.188.698,00	112.879.777,00	298.880.498,00	65.503.569,00	15.216.283,00	66.599.586,00	15.445.144,00
2010/6	20.448.118,00	100.875.893,00	14.272.689,00	109.583.995,00	297.361.902,00	61.382.767,00	14.286.618,00	64.160.095,00	14.822.492,00
2010/3	23.838.414,00	95.620.068,00	14.057.077,00	107.776.453,00	279.450.928,00	59.627.383,00	13.445.005,00	62.086.864,00	14.549.720,00
2009/12	45.806.021,00	187.509.580,00	23.741.137,00	96.121.083,00	269.784.103,00	56.766.976,00	14.240.217,00	61.805.567,00	14.093.441,00
2009/9	37.195.398,00	178.652.144,00	22.159.389,00	80.054.321,00	257.764.645,00	53.905.522,00	13.266.860,00	58.040.869,00	13.800.271,00
2009/6	30.859.873,00	173.435.522,00	19.936.809,00	68.692.943,00	249.011.870,00	49.874.601,00	11.545.353,00	55.062.014,00	13.365.302,00
2009/3	26.023.821,00	167.347.011,00	19.153.302,00	61.196.299,00	249.507.201,00	45.912.540,00	11.994.961,00	55.665.463,00	12.642.975,00
2008/12	19.810.116,00	161.868.320,00	17.497.829,00	54.853.335,00	246.076.298,00	43.961.789,00	9.581.845,00	58.907.447,00	11.848.262,00
2008/9	20.235.743,00	73.954.991,00	9.878.999,00	65.125.372,00	224.738.702,00	41.902.897,00	11.310.763,00	58.206.679,00	11.688.565,00
2008/6	19.790.316,00	72.138.023,00	9.169.616,00	64.465.740,00	214.154.080,00	38.910.937,00	11.586.119,00	55.436.444,00	10.958.223,00
2008/3	55.448.760,00	141.741.383,00	17.222.931,00	67.436.226,00	205.987.685,00	37.394.236,00	11.529.130,00	55.859.367,00	10.121.395,00
2007/12	18.001.267,00	59.990.336,00	9.587.831,00	63.697.311,00	187.231.471,00	37.586.159,00	10.371.263,00	50.847.631,71	9.841.601,86
2007/9	18.240.551,00	56.937.739,00	8.943.719,00	63.311.922,00	181.557.285,00	37.286.096,00	6.723.804,00	37.706.245,00	8.199.951,00
2007/6	17.800.499,00	55.031.703,00	8.348.475,00	66.046.996,00	182.851.984,00	34.633.674,00	6.143.343,00	35.186.175,00	7.483.994,00
2007/3	17.918.021,00	54.560.616,00	8.476.135,00	64.265.751,00	177.357.678,00	31.739.615,00	5.776.003,00	32.936.808,00	7.033.147,00
2006/12	16.459.524,00	52.351.742,00	8.541.163,00	58.576.542,00	171.226.170,00	29.315.370,00	5.108.883,00	33.698.660,00	6.115.283,00
2006/9	14.426.289,00	50.275.365,00	7.568.430,00	55.436.344,00	172.856.430,00	28.450.515,00	3.722.761,00	19.930.701,00	4.575.634,00
2006/6	13.323.522,00	49.140.798,00	6.809.363,00	57.618.732,00	182.100.390,00	27.765.966,00	1.246.033,00	12.461.791,00	2.439.094,00
2006/3	12.345.705,00	47.519.979,00	7.362.339,00	53.772.133,00	162.555.217,00	29.843.308,00	994.429,00	9.716.360,00	2.369.064,00
2005/12	11.539.155,00	44.094.508,00	7.404.131,00	53.975.377,00	156.848.983,50	29.361.325,83	801.637,00	8.765.163,00	2.298.561,00
2005/9	10.402.100,00	40.363.035,00	5.538.157,00	52.688.537,00	134.668.363,00	26.163.108,00	1.273.521,00	8.920.503,00	2.237.487,00
2005/6	8.532.466,00	39.318.580,00	5.171.741,00	47.364.314,00	125.886.810,00	27.583.849,00	324.289,00	3.994.846,00	1.153.312,00
2005/3	16.985.166,00	81.787.315,00	11.114.616,00	45.134.522,00	115.812.118,00	28.783.499,00	347.292,00	3.464.420,00	1.088.073,00
2004/12	13.760.780,00	82.786.162,00	10.332.860,65	39.333.019,45	112.523.495,00	27.967.711,92	439.704,00	3.639.497,00	1.311.665,00
2004/9	9.843.173,00	73.700.016,00	9.176.932,00	37.288.736,00	109.680.431,00	25.817.292,00	442.801,00	3.602.541,00	1.233.611,00
2004/6	6.913.262,00	68.561.437,00	7.895.319,00	30.577.277,00	104.683.465,00	23.345.477,71	416.819,00	3.050.987,00	1.159.115,00
2004/3	5.655.947,00	66.732.196,00	10.633.228,00	29.268.161,00	93.776.638,00	23.641.433,00	373.174,00	2.145.778,00	1.113.343,00
2003/12	2.720.107,00	60.527.886,00	9.748.789,00	24.939.978,18	95.767.187,90	21.486.611,59	337.714,00	2.279.526,00	1.133.927,00
2003/9	1.104.060,00	42.250.014,00	6.602.984,00	18.241.999,00	87.122.122,85	19.470.361,59	332.483,00	1.991.364,00	1.101.508,00
2003/6	798.049,00	39.574.328,00	5.988.348,00	16.644.278,00	82.914.944,00	17.988.719,00	334.324,00	1.947.584,00	1.019.334,00
2003/3	531.797,00	38.881.587,00	5.590.906,00	17.707.825,00	87.326.041,00	16.718.930,46	305.873,00	1.793.469,00	997.787,00
2002/12	540.924,00	37.794.178,00	4.955.194,00	15.020.533,00	87.017.508,35	15.801.059,00	309.930,00	2.119.166,00	931.700,02

## 1.İŞLEME :

<b>Kamusal Sermayeli Mevduat Bankaları</b>					
Dönem		Finansal Varl.	Mevduat	Özkaynak	T.Aktifler
2010/9	1	21.319.577,00	99.420.874,00	15.188.698,00	279.167.070,00
2010/6	1	20.448.118,00	100.875.893,00	14.272.689,00	272.218.561,00
2010/3	1	23.838.414,00	95.620.068,00	14.057.077,00	258.922.840,00
2009/12	1	45.806.021,00	187.509.580,00	23.741.137,00	249.976.260,00
2009/9	1	37.195.398,00	178.652.144,00	22.159.389,00	239.003.410,00
2009/6	1	30.859.873,00	173.435.522,00	19.936.809,00	231.246.682,00
2009/3	1	26.023.821,00	167.347.011,00	19.153.302,00	217.245.321,00
2008/12	1	19.810.116,00	161.868.320,00	17.497.829,05	207.701.884,00
2008/9	1	20.235.743,00	73.954.991,00	9.878.999,00	190.004.897,00
2008/6	1	19.790.316,00	72.138.023,00	9.169.616,00	183.841.882,00
2008/3	1	55.448.760,00	141.741.383,00	17.222.931,00	177.517.730,00
2007/12	1	18.001.267,00	59.990.336,00	9.587.831,00	163.585.241,35
2007/9	1	18.240.551,00	56.937.739,00	8.943.719,00	155.175.115,02
2007/6	1	17.800.499,00	55.031.703,00	8.348.475,00	151.912.239,00
2007/3	1	17.918.021,00	54.560.616,00	8.476.135,00	148.075.329,00
2006/12	1	16.459.524,00	52.351.742,00	8.541.163,00	143.362.423,00
2006/9	1	14.426.289,00	50.275.365,00	7.568.430,00	137.878.913,00
2006/6	1	13.323.522,00	49.140.798,00	6.809.363,00	133.956.981,00
2006/3	1	12.345.705,00	47.519.979,00	7.362.339,00	130.297.204,00
2005/12	1	11.539.155,00	44.094.508,00	7.404.131,00	124.485.923,00
2005/9	1	10.402.100,00	40.363.035,00	5.538.157,00	114.533.434,00
2005/6	1	8.532.466,00	39.318.580,00	5.171.741,00	109.488.957,00
2005/3	1	16.985.166,00	81.787.315,00	11.114.616,00	106.504.219,00
2004/12	1	13.760.780,00	82.786.162,00	10.332.860,65	106.902.774,00
2004/9	1	9.843.173,00	73.700.016,00	9.176.932,00	96.871.573,00
2004/6	1	6.913.262,00	68.561.437,00	7.895.319,00	89.954.832,00
2004/3	1	5.655.947,00	66.732.196,00	10.633.228,00	89.334.623,00
2003/12	1	2.720.107,00	60.527.886,00	9.748.789,00	83.134.383,00
2003/9	1	1.104.060,00	42.250.014,00	6.602.984,00	76.140.435,00
2003/6	1	798.049,00	39.574.328,00	5.988.348,00	71.342.815,00
2003/3	1	531.797,00	38.881.587,00	5.590.906,00	72.426.600,00
2002/12	1	540.924,00	37.794.178,00	4.955.194,00	67.831.493,00

### Özel Sermayeli Mevduat Bankaları

Dönem		Finansal Varl.	Mevduat	Özkaynak	T.Aktifler
2010/9	2	112.879.777,00	298.880.498,00	65.503.569,00	456.255.430,40
2010/6	2	109.583.995,00	297.361.902,00	61.382.767,00	450.174.668,00
2010/3	2	107.776.453,00	279.450.928,00	59.627.383,00	424.462.419,00
2009/12	2	96.121.083,00	269.784.103,00	56.766.976,00	413.241.040,00
2009/9	2	80.054.321,00	257.764.645,00	53.905.522,00	393.761.270,00
2009/6	2	68.692.943,00	249.011.870,00	49.874.601,00	377.732.712,00
2009/3	2	61.196.299,00	249.507.201,00	45.912.540,00	376.889.384,00
2008/12	2	54.853.335,00	246.076.298,00	43.961.789,00	369.603.091,00
2008/9	2	65.125.372,00	224.738.702,00	41.902.897,00	345.773.927,00
2008/6	2	64.465.740,00	214.154.080,00	38.910.937,00	331.302.228,00
2008/3	2	67.436.226,00	205.987.685,00	37.394.236,00	316.919.433,00
2007/12	2	63.697.311,00	187.231.471,00	37.586.159,00	293.529.719,00
2007/9	2	63.311.922,00	181.557.285,00	37.286.096,00	285.437.822,00
2007/6	2	66.046.996,00	182.851.984,00	34.633.674,00	283.467.897,00
2007/3	2	64.265.751,00	177.357.678,00	31.739.615,00	273.896.624,00
2006/12	2	58.576.542,00	171.226.170,00	29.315.370,00	265.614.996,00
2006/9	2	55.436.344,00	172.856.430,00	28.450.515,00	263.278.713,00
2006/6	2	57.618.732,00	182.100.390,00	27.765.966,00	277.999.302,00
2006/3	2	53.772.133,00	162.555.217,00	29.843.308,00	243.674.139,00
2005/12	2	53.975.377,02	156.848.983,50	29.361.325,83	237.043.151,00
2005/9	2	52.688.537,00	134.668.363,00	26.163.108,00	215.006.200,66
2005/6	2	47.364.314,00	125.886.810,00	27.583.849,00	202.522.929,00
2005/3	2	45.134.522,00	115.812.118,00	28.783.499,00	183.050.551,00
2004/12	2	39.333.019,45	112.523.495,00	27.967.711,92	175.936.582,00
2004/9	2	37.288.736,00	109.680.431,00	25.817.292,00	169.817.789,00
2004/6	2	30.577.277,00	104.683.465,00	23.345.477,71	157.645.223,17
2004/3	2	29.268.161,00	93.776.638,00	23.641.433,00	142.654.205,00
2003/12	2	24.939.978,18	95.767.187,90	21.486.611,59	142.270.850,99
2003/9	2	18.241.999,00	87.122.122,85	19.470.361,59	125.925.065,72
2003/6	2	16.644.278,00	82.914.944,00	17.988.719,00	117.389.203,00
2003/3	2	17.707.825,00	87.326.041,00	16.718.930,46	123.312.668,00
2002/12	2	15.020.533,00	87.017.508,35	15.801.059,00	119.471.361,13

### Yabancı Sermayeli Bankalar

Dönem		Finansal Varl.	Mevduat	Özkaynak	T.Aktifler
2010/9	3	15.216.283,00	66.599.586,00	15.445.144,00	121.595.966,00
2010/6	3	14.286.618,00	64.160.095,00	14.822.492,00	118.172.276,00
2010/3	3	13.445.005,00	62.086.864,00	14.549.720,00	111.582.039,00
2009/12	3	14.240.217,00	61.805.567,00	14.093.441,00	107.487.672,00
2009/9	3	13.266.860,00	58.040.869,00	13.800.271,00	105.844.075,00
2009/6	3	11.545.353,00	55.062.014,00	13.365.302,00	102.983.696,00
2009/3	3	11.994.961,00	55.665.463,00	12.642.975,00	104.895.825,00
2008/12	3	9.581.845,00	58.907.447,00	11.848.262,00	104.797.554,00
2008/9	3	11.310.763,00	58.206.679,00	11.688.565,00	97.520.728,00
2008/6	3	11.586.119,00	55.436.444,00	10.958.223,00	96.595.095,00
2008/3	3	11.529.130,00	55.859.367,00	10.121.395,00	95.332.099,11
2007/12	3	10.371.263,00	50.847.631,71	9.841.601,86	84.335.416,00
2007/9	3	6.723.804,00	37.706.245,00	8.199.951,00	66.131.152,00
2007/6	3	6.143.343,00	35.186.175,00	7.483.994,00	62.531.559,00
2007/3	3	5.776.003,00	32.936.808,00	7.033.147,00	59.316.725,00
2006/12	3	5.108.883,00	33.698.660,00	6.115.283,00	59.323.609,00
2006/9	3	3.722.761,00	19.930.701,00	4.575.634,00	44.115.919,00
2006/6	3	1.246.033,00	12.461.791,00	2.439.094,00	27.406.346,00
2006/3	3	994.429,00	9.716.360,00	2.369.064,00	23.206.833,00
2005/12	3	801.637,00	8.765.163,00	2.298.561,00	20.715.900,00
2005/9	3	1.273.521,00	8.920.503,00	2.237.487,00	20.449.385,00
2005/6	3	324.289,00	3.994.846,00	1.153.312,00	11.573.052,00
2005/3	3	347.292,00	3.464.420,00	1.088.073,00	10.981.808,00
2004/12	3	439.704,00	3.639.497,00	1.311.665,00	10.346.884,00
2004/9	3	442.801,00	3.602.541,00	1.233.611,00	9.695.271,00
2004/6	3	416.819,00	3.050.987,00	1.159.115,00	8.928.708,00
2004/3	3	373.174,00	2.145.778,00	1.113.343,00	7.123.315,01
2003/12	3	337.714,00	2.279.526,00	1.133.927,00	6.943.397,98
2003/9	3	332.483,00	1.991.364,00	1.101.508,00	6.382.716,00
2003/6	3	334.324,00	1.947.584,00	1.019.334,00	6.292.111,00
2003/3	3	305.873,00	1.793.469,00	997.787,00	6.634.781,00
2002/12	3	309.930,00	2.119.166,00	931.700,02	6.624.348,00



**İŞLENMİŞ VERİLER :**

			Finansal Varl.	Mevduat	Özkaynak	T.Aktifler	Ser.Yet.		
	zaman	grup	Sek	Mev	Ser	Tak	Syet	Tak1	Syet1
2002/12	1	1	309.930,00	2.119.166,00	931.700,02	6.624.348,00	0,140648	0,00	0,000000
2003/3	2	1	305.873,00	1.793.469,00	997.787,00	6.634.781,00	0,150387	6.624.348,00	0,140648
2003/6	3	1	334.324,00	1.947.584,00	1.019.334,00	6.292.111,00	0,162002	6.634.781,00	0,150387
2003/9	4	1	332.483,00	1.991.364,00	1.101.508,00	6.382.716,00	0,172577	6.292.111,00	0,162002
2003/12	5	1	337.714,00	2.279.526,00	1.133.927,00	6.943.397,98	0,163310	6.382.716,00	0,172577
2004/3	6	1	373.174,00	2.145.778,00	1.113.343,00	7.123.315,01	0,156296	6.943.397,98	0,163310
2004/6	7	1	416.819,00	3.050.987,00	1.159.115,00	8.928.708,00	0,129819	7.123.315,01	0,156296
2004/9	8	1	442.801,00	3.602.541,00	1.233.611,00	9.695.271,00	0,127238	8.928.708,00	0,129819
2004/12	9	1	439.704,00	3.639.497,00	1.311.665,00	10.346.884,00	0,126769	9.695.271,00	0,127238
2005/3	10	1	347.292,00	3.464.420,00	1.088.073,00	10.981.808,00	0,099080	10.346.884,00	0,126769
2005/6	11	1	324.289,00	3.994.846,00	1.153.312,00	11.573.052,00	0,099655	10.981.808,00	0,099080
2005/9	12	1	1.273.521,00	8.920.503,00	2.237.487,00	20.449.385,00	0,109416	11.573.052,00	0,099655
2005/12	13	1	801.637,00	8.765.163,00	2.298.561,00	20.715.900,00	0,110956	20.449.385,00	0,109416
2006/3	14	1	994.429,00	9.716.360,00	2.369.064,00	23.206.833,00	0,102085	20.715.900,00	0,110956
2006/6	15	1	1.246.033,00	12.461.791,00	2.439.094,00	27.406.346,00	0,088997	23.206.833,00	0,102085
2006/9	16	1	3.722.761,00	19.930.701,00	4.575.634,00	44.115.919,00	0,103718	27.406.346,00	0,088997
2006/12	17	1	5.108.883,00	33.698.660,00	6.115.283,00	59.323.609,00	0,103083	44.115.919,00	0,103718
2007/3	18	1	5.776.003,00	32.936.808,00	7.033.147,00	59.316.725,00	0,118569	59.323.609,00	0,103083
2007/6	19	1	6.143.343,00	35.186.175,00	7.483.994,00	62.531.559,00	0,119683	59.316.725,00	0,118569
2007/9	20	1	6.723.804,00	37.706.245,00	8.199.951,00	66.131.152,00	0,123995	62.531.559,00	0,119683
2007/12	21	1	10.371.263,00	50.847.631,71	9.841.601,86	84.335.416,00	0,116696	66.131.152,00	0,123995
2008/3	22	1	11.529.130,00	55.859.367,00	10.121.395,00	95.332.099,11	0,106170	84.335.416,00	0,116696
2008/6	23	1	11.586.119,00	55.436.444,00	10.958.223,00	96.595.095,00	0,113445	95.332.099,11	0,106170
2008/9	24	1	11.310.763,00	58.206.679,00	11.688.565,00	97.520.728,00	0,119857	96.595.095,00	0,113445
2008/12	25	1	9.581.845,00	58.907.447,00	11.848.262,00	104.797.554,00	0,113059	97.520.728,00	0,119857
2009/3	26	1	11.994.961,00	55.665.463,00	12.642.975,00	104.895.825,00	0,120529	104.797.554,00	0,113059
2009/6	27	1	11.545.353,00	55.062.014,00	13.365.302,00	102.983.696,00	0,129781	104.895.825,00	0,120529
2009/9	28	1	13.266.860,00	58.040.869,00	13.800.271,00	105.844.075,00	0,130383	102.983.696,00	0,129781
2009/12	29	1	14.240.217,00	61.805.567,00	14.093.441,00	107.487.672,00	0,131117	105.844.075,00	0,130383
2010/3	30	1	13.445.005,00	62.086.864,00	14.549.720,00	111.582.039,00	0,130395	107.487.672,00	0,131117
2010/6	31	1	14.286.618,00	64.160.095,00	14.822.492,00	118.172.276,00	0,125431	111.582.039,00	0,130395
2010/9	32	1	15.216.283,00	66.599.586,00	15.445.144,00	121.595.966,00	0,127020	118.172.276,00	0,125431

			Finansal Varl.	Mevduat	Özkaynak	T.Aktifler	Ser.Yet.		
	zaman	grup	Sek	Mev	Ser	Tak	Syet	Tak1	Syet1
2002/12	1	2	15.020.533,00	87.017.508,35	15.801.059,00	119.471.361,13	0,132258	121.595.966,00	0,127020
2003/3	2	2	17.707.825,00	87.326.041,00	16.718.930,46	123.312.668,00	0,135582	119.471.361,13	0,132258
2003/6	3	2	16.644.278,00	82.914.944,00	17.988.719,00	117.389.203,00	0,153240	123.312.668,00	0,135582
2003/9	4	2	18.241.999,00	87.122.122,85	19.470.361,59	125.925.065,72	0,154619	117.389.203,00	0,153240
2003/12	5	2	24.939.978,18	95.767.187,90	21.486.611,59	142.270.850,99	0,151026	125.925.065,72	0,154619
2004/3	6	2	29.268.161,00	93.776.638,00	23.641.433,00	142.654.205,00	0,165725	142.270.850,99	0,151026
2004/6	7	2	30.577.277,00	104.683.465,00	23.345.477,71	157.645.223,17	0,148089	142.654.205,00	0,165725
2004/9	8	2	37.288.736,00	109.680.431,00	25.817.292,00	169.817.789,00	0,152029	157.645.223,17	0,148089
2004/12	9	2	39.333.019,45	112.523.495,00	27.967.711,92	175.936.582,00	0,158965	169.817.789,00	0,152029
2005/3	10	2	45.134.522,00	115.812.118,00	28.783.499,00	183.050.551,00	0,157243	175.936.582,00	0,158965
2005/6	11	2	47.364.314,00	125.886.810,00	27.583.849,00	202.522.929,00	0,136201	183.050.551,00	0,157243
2005/9	12	2	52.688.537,00	134.668.363,00	26.163.108,00	215.006.200,66	0,121685	202.522.929,00	0,136201
2005/12	13	2	53.975.377,02	156.848.983,50	29.361.325,83	237.043.151,00	0,123865	215.006.200,66	0,121685
2006/3	14	2	53.772.133,00	162.555.217,00	29.843.308,00	243.674.139,00	0,122472	237.043.151,00	0,123865
2006/6	15	2	57.618.732,00	182.100.390,00	27.765.966,00	277.999.302,00	0,099878	243.674.139,00	0,122472
2006/9	16	2	55.436.344,00	172.856.430,00	28.450.515,00	263.278.713,00	0,108062	277.999.302,00	0,099878
2006/12	17	2	58.576.542,00	171.226.170,00	29.315.370,00	265.614.996,00	0,110368	263.278.713,00	0,108062
2007/3	18	2	64.265.751,00	177.357.678,00	31.739.615,00	273.896.624,00	0,115882	265.614.996,00	0,110368
2007/6	19	2	66.046.996,00	182.851.984,00	34.633.674,00	283.467.897,00	0,122178	273.896.624,00	0,115882
2007/9	20	2	63.311.922,00	181.557.285,00	37.286.096,00	285.437.822,00	0,130628	283.467.897,00	0,122178
2007/12	21	2	63.697.311,00	187.231.471,00	37.586.159,00	293.529.719,00	0,128049	285.437.822,00	0,130628
2008/3	22	2	67.436.226,00	205.987.685,00	37.394.236,00	316.919.433,00	0,117993	293.529.719,00	0,128049
2008/6	23	2	64.465.740,00	214.154.080,00	38.910.937,00	331.302.228,00	0,117448	316.919.433,00	0,117993
2008/9	24	2	65.125.372,00	224.738.702,00	41.902.897,00	345.773.927,00	0,121186	331.302.228,00	0,117448
2008/12	25	2	54.853.335,00	246.076.298,00	43.961.789,00	369.603.091,00	0,118943	345.773.927,00	0,121186
2009/3	26	2	61.196.299,00	249.507.201,00	45.912.540,00	376.889.384,00	0,121820	369.603.091,00	0,118943
2009/6	27	2	68.692.943,00	249.011.870,00	49.874.601,00	377.732.712,00	0,132037	376.889.384,00	0,121820
2009/9	28	2	80.054.321,00	257.764.645,00	53.905.522,00	393.761.270,00	0,136899	377.732.712,00	0,132037
2009/12	29	2	96.121.083,00	269.784.103,00	56.766.976,00	413.241.040,00	0,137370	393.761.270,00	0,136899
2010/3	30	2	107.776.453,00	279.450.928,00	59.627.383,00	424.462.419,00	0,140477	413.241.040,00	0,137370
2010/6	31	2	109.583.995,00	297.361.902,00	61.382.767,00	450.174.668,00	0,136353	424.462.419,00	0,140477
2010/9	32	2	112.879.777,00	298.880.498,00	65.503.569,00	456.255.430,40	0,143568	450.174.668,00	0,136353

			Finansal Varl.	Mevduat	Özkaynak	T.Aktifler	Ser.Yet.		
	zaman	grup	Sek	Mev	Ser	Tak	Syet	Tak1	Syet1
2002/12	1	3	540.924,00	37.794.178,00	4.955.194,00	67.831.493,00	0,073052	456.255.430,40	0,143568
2003/3	2	3	531.797,00	38.881.587,00	5.590.906,00	72.426.600,00	0,077194	67.831.493,00	0,073052
2003/6	3	3	798.049,00	39.574.328,00	5.988.348,00	71.342.815,00	0,083938	72.426.600,00	0,077194
2003/9	4	3	1.104.060,00	42.250.014,00	6.602.984,00	76.140.435,00	0,086721	71.342.815,00	0,083938
2003/12	5	3	2.720.107,00	60.527.886,00	9.748.789,00	83.134.383,00	0,117265	76.140.435,00	0,086721
2004/3	6	3	5.655.947,00	66.732.196,00	10.633.228,00	89.334.623,00	0,119027	83.134.383,00	0,117265
2004/6	7	3	6.913.262,00	68.561.437,00	7.895.319,00	89.954.832,00	0,087770	89.334.623,00	0,119027
2004/9	8	3	9.843.173,00	73.700.016,00	9.176.932,00	96.871.573,00	0,094733	89.954.832,00	0,087770
2004/12	9	3	13.760.780,00	82.786.162,00	10.332.860,65	106.902.774,00	0,096657	96.871.573,00	0,094733
2005/3	10	3	16.985.166,00	81.787.315,00	11.114.616,00	106.504.219,00	0,104358	106.902.774,00	0,096657
2005/6	11	3	8.532.466,00	39.318.580,00	5.171.741,00	109.488.957,00	0,047235	106.504.219,00	0,104358
2005/9	12	3	10.402.100,00	40.363.035,00	5.538.157,00	114.533.434,00	0,048354	109.488.957,00	0,047235
2005/12	13	3	11.539.155,00	44.094.508,00	7.404.131,00	124.485.923,00	0,059478	114.533.434,00	0,048354
2006/3	14	3	12.345.705,00	47.519.979,00	7.362.339,00	130.297.204,00	0,056504	124.485.923,00	0,059478
2006/6	15	3	13.323.522,00	49.140.798,00	6.809.363,00	133.956.981,00	0,050832	130.297.204,00	0,056504
2006/9	16	3	14.426.289,00	50.275.365,00	7.568.430,00	137.878.913,00	0,054892	133.956.981,00	0,050832
2006/12	17	3	16.459.524,00	52.351.742,00	8.541.163,00	143.362.423,00	0,059577	137.878.913,00	0,054892
2007/3	18	3	17.918.021,00	54.560.616,00	8.476.135,00	148.075.329,00	0,057242	143.362.423,00	0,059577
2007/6	19	3	17.800.499,00	55.031.703,00	8.348.475,00	151.912.239,00	0,054956	148.075.329,00	0,057242
2007/9	20	3	18.240.551,00	56.937.739,00	8.943.719,00	155.175.115,02	0,057636	151.912.239,00	0,054956
2007/12	21	3	18.001.267,00	59.990.336,00	9.587.831,00	163.585.241,35	0,058611	155.175.115,02	0,057636
2008/3	22	3	55.448.760,00	141.741.383,00	17.222.931,00	177.517.730,00	0,097021	163.585.241,35	0,058611
2008/6	23	3	19.790.316,00	72.138.023,00	9.169.616,00	183.841.882,00	0,049878	177.517.730,00	0,097021
2008/9	24	3	2.023.574.300,00	73.954.991,00	9.878.999,00	190.004.897,00	0,051993	183.841.882,00	0,049878
2008/12	25	3	1.981.011.600,00	161.868.320,00	17.497.829,05	207.701.884,00	0,084245	190.004.897,00	0,051993
2009/3	26	3	2.602.382.100,00	167.347.011,00	19.153.302,00	217.245.321,00	0,088164	207.701.884,00	0,084245
2009/6	27	3	308.587.300,00	173.435.522,00	19.936.809,00	231.246.682,00	0,086214	217.245.321,00	0,088164
2009/9	28	3	3.719.539.800,00	178.652.144,00	22.159.389,00	239.003.410,00	0,092716	231.246.682,00	0,086214
2009/12	29	3	4.580.602.100,00	187.509.580,00	23.741.137,00	249.976.260,00	0,094974	239.003.410,00	0,092716
2010/3	30	3	2.383.841.400,00	95.620.068,00	14.057.077,00	258.922.840,00	0,054291	249.976.260,00	0,094974
2010/6	31	3	2.044.811.800,00	100.875.893,00	14.272.689,00	272.218.561,00	0,052431	258.922.840,00	0,054291
2010/9	32	3	2.131.957.700,00	99.420.874,00	15.188.698,00	279.167.070,00	0,054407	272.218.561,00	0,052431

## İŞLENMİŞ VERİLER2 :

zaman	grup	Finansal Varl. Sek	Mevduat Mev	Özkaynak Ser	T Aktifler Tak	log(Mev)	log(Ser)	log(Tak)	Ser Yet	log(Tak)1	Syet1	log(Mev)1	log(Ser)1	logMev1-logTak1	Mev1	Ser1
2002/12	1	1	309.930.00	2.119.166.00	931.700.02	6.624.348.00	6.33	5.97	6.82	0.14065	0.00	0.00000	0.00	0.00000	0.00	0.00
2003/3	2	1	305.873.00	1.793.469.00	997.787.00	6.634.781.00	6.25	6.00	6.82	0.15039	0.78	0.14065	6.33	5.97	5.55	2.119.166.00
2003/6	3	1	334.324.00	1.947.584.00	1.019.334.00	6.292.111.00	6.29	6.01	6.80	0.16200	0.78	0.15039	6.25	6.00	5.47	1.793.469.00
2003/9	4	1	332.483.00	1.991.364.00	1.101.508.00	6.382.716.00	6.30	6.04	6.81	0.17258	0.78	0.16200	6.29	6.01	5.51	1.947.584.00
2003/12	5	1	337.714.00	2.279.526.00	1.133.927.00	6.943.397.98	6.36	6.05	6.84	0.16331	0.78	0.17258	6.30	6.04	5.52	1.947.584.00
2004/3	6	1	373.174.00	2.145.778.00	1.113.343.00	7.123.315.01	6.33	6.05	6.85	0.15630	0.78	0.16331	6.36	6.05	5.58	2.279.526.00
2004/6	7	1	416.819.00	3.050.987.00	1.169.115.00	8.928.708.00	6.48	6.06	6.95	0.12982	0.78	0.15630	6.33	6.05	5.55	2.145.778.00
2004/9	8	1	442.801.00	3.602.541.00	1.233.611.00	9.695.271.00	6.56	6.09	6.99	0.12724	0.78	0.12982	6.48	6.06	5.70	3.050.987.00
2004/12	9	1	439.704.00	3.639.497.00	1.311.665.00	10.346.884.00	6.56	6.12	7.01	0.12677	0.79	0.12724	6.56	6.09	5.77	3.602.541.00
2005/3	10	1	347.292.00	3.464.420.00	1.088.073.00	10.981.808.00	6.54	6.04	7.04	0.09908	0.78	0.12677	6.56	6.12	5.78	3.639.497.00
2005/6	11	1	324.289.00	3.994.846.00	1.163.312.00	11.573.052.00	6.60	6.06	7.06	0.09965	0.78	0.09908	6.54	6.04	5.76	3.464.420.00
2005/9	12	1	1.273.521.00	8.920.503.00	2.237.487.00	20.449.385.00	6.95	6.35	7.31	0.10942	0.80	0.09965	6.60	6.06	5.80	3.994.846.00
2005/12	13	1	801.637.00	8.765.163.00	2.298.561.00	20.715.900.00	6.94	6.36	7.32	0.10962	0.80	0.10942	6.95	6.35	6.15	8.920.503.00
2006/3	14	1	994.429.00	9.716.360.00	2.369.064.00	23.206.833.00	6.99	6.37	7.37	0.10208	0.80	0.10962	6.94	6.36	6.14	8.765.163.00
2006/6	15	1	1.246.033.00	12.461.791.00	2.439.094.00	27.406.346.00	7.10	6.39	7.44	0.08900	0.81	0.10208	6.99	6.37	6.18	9.716.360.00
2006/9	16	1	3.722.761.00	19.930.701.00	4.575.634.00	44.115.919.00	7.30	6.66	7.64	0.10372	0.82	0.08900	7.10	6.39	6.27	12.461.791.00
2006/12	17	1	5.108.883.00	33.698.660.00	6.115.283.00	59.323.609.00	7.53	6.79	7.77	0.10308	0.83	0.10372	7.30	6.66	6.47	19.930.701.00
2007/3	18	1	5.776.003.00	32.936.808.00	7.033.147.00	59.316.725.00	7.52	6.85	7.77	0.11857	0.84	0.10308	7.53	6.79	6.69	33.698.660.00
2007/6	19	1	6.143.343.00	35.186.175.00	7.483.994.00	62.531.559.00	7.55	6.87	7.80	0.11968	0.84	0.11857	7.52	6.85	6.68	32.936.808.00
2007/9	20	1	6.723.804.00	37.706.245.00	8.199.951.00	66.131.152.00	7.58	6.91	7.82	0.12400	0.84	0.11968	7.55	6.87	6.71	35.186.175.00
2007/12	21	1	10.371.263.00	50.847.631.71	9.841.601.86	84.335.416.00	7.71	6.99	7.93	0.11670	0.84	0.12400	7.58	6.91	6.73	37.706.245.00
2008/3	22	1	11.529.130.00	55.859.367.00	10.121.395.00	95.332.099.11	7.75	7.01	7.98	0.10617	0.85	0.11670	7.71	6.99	6.86	50.847.631.71
2008/6	23	1	11.586.119.00	54.639.444.00	10.988.223.00	96.595.095.00	7.74	7.04	7.98	0.11344	0.85	0.10617	7.75	7.01	6.90	55.859.367.00
2008/9	24	1	11.310.763.00	58.206.679.00	11.688.565.00	97.520.728.00	7.76	7.07	7.99	0.11986	0.85	0.11344	7.74	7.04	6.89	54.639.444.00
2008/12	25	1	9.581.845.00	58.907.447.00	11.848.262.00	104.797.554.00	7.77	7.07	8.02	0.11306	0.85	0.11986	7.76	7.07	6.92	58.206.679.00
2009/3	26	1	11.994.961.00	55.665.463.00	12.642.975.00	104.895.825.00	7.75	7.10	8.02	0.12053	0.85	0.11306	7.77	7.07	6.92	58.907.447.00
2009/6	27	1	11.545.353.00	55.062.014.00	13.365.302.00	102.983.696.00	7.74	7.13	8.01	0.12978	0.85	0.12053	7.75	7.10	6.89	55.665.463.00
2009/9	28	1	13.266.860.00	58.040.869.00	13.800.271.00	105.844.075.00	7.76	7.14	8.02	0.13038	0.85	0.12978	7.74	7.13	6.89	55.062.014.00
2009/12	29	1	14.240.217.00	61.805.567.00	14.093.441.00	107.487.672.00	7.79	7.15	8.03	0.13112	0.85	0.13038	7.76	7.14	6.91	58.040.869.00
2010/3	30	1	13.445.005.00	62.086.864.00	14.549.720.00	111.582.039.00	7.79	7.16	8.05	0.13039	0.86	0.13112	7.79	7.15	6.94	61.805.567.00
2010/6	31	1	14.286.618.00	64.160.095.00	14.822.492.00	118.172.276.00	7.81	7.17	8.07	0.12543	0.86	0.13039	7.79	7.16	6.94	62.086.864.00
2010/9	32	1	15.216.283.00	66.599.586.00	15.445.144.00	121.595.966.00	7.82	7.19	8.08	0.12702	0.86	0.12543	7.81	7.17	6.95	64.160.095.00
2002/12	1	2	15.020.533.00	87.017.508.35	15.801.059.00	119.471.361.13	7.94	7.20	8.08	0.13226	0.86	0.12702	7.82	7.19	6.97	66.599.586.00
2003/3	2	2	17.707.825.00	87.326.041.00	16.718.930.46	123.312.668.00	7.94	7.22	8.09	0.13558	0.86	0.13226	7.94	7.20	7.08	87.017.508.35
2003/6	3	2	16.644.278.00	82.914.944.00	17.988.719.00	117.389.203.00	7.92	7.26	8.07	0.15324	0.86	0.13558	7.94	7.22	7.08	87.326.041.00
2003/9	4	2	18.241.999.00	87.122.122.85	19.470.361.59	125.925.065.72	7.94	7.29	8.10	0.15462	0.86	0.15324	7.92	7.26	7.06	82.914.944.00
2003/12	5	2	24.939.978.18	95.767.187.90	21.486.611.59	142.270.850.99	7.98	7.33	8.15	0.15103	0.87	0.15462	7.94	7.29	7.07	87.122.122.85
2004/3	6	2	29.268.161.00	93.776.638.00	23.641.433.00	142.654.205.00	7.97	7.37	8.15	0.16573	0.87	0.15103	7.98	7.33	7.11	95.767.187.90
2004/6	7	2	30.577.277.00	104.683.465.00	23.345.477.71	157.645.223.17	8.02	7.37	8.20	0.14809	0.87	0.16573	7.97	7.33	7.10	93.776.638.00
2004/9	8	2	37.288.736.00	109.680.431.00	25.817.292.00	169.817.789.00	8.04	7.41	8.23	0.15203	0.87	0.14809	8.02	7.37	7.15	104.683.465.00
2004/12	9	2	39.333.019.45	112.523.495.00	27.967.711.92	175.936.582.00	8.05	7.45	8.25	0.15896	0.87	0.15203	8.04	7.41	7.17	109.680.431.00
2005/3	10	2	45.134.522.00	115.812.118.00	28.783.499.00	183.050.551.00	8.06	7.46	8.26	0.15724	0.87	0.15896	8.05	7.45	7.19	112.523.495.00
2005/6	11	2	47.364.314.00	125.886.810.00	27.583.849.00	202.522.929.00	8.10	7.44	8.31	0.13620	0.87	0.15724	8.06	7.46	7.18	115.812.118.00
2005/9	12	2	52.688.537.00	134.688.363.00	26.163.108.00	215.006.200.66	8.13	7.42	8.33	0.12169	0.87	0.13620	8.10	7.44	7.23	125.886.810.00
2005/12	13	2	53.975.377.02	156.848.983.50	29.361.325.83	237.043.151.00	8.20	7.47	8.37	0.12386	0.87	0.12169	8.13	7.42	7.26	134.688.363.00
2006/3	14	2	53.772.133.00	162.555.210.00	29.843.308.00	243.674.139.00	8.21	7.47	8.39	0.12247	0.87	0.12386	8.20	7.47	7.32	156.848.983.50
2006/6	15	2	57.618.732.00	182.100.390.00	27.765.966.00	277.999.302.00	8.26	7.44	8.40	0.09988	0.87	0.12247	8.21	7.47	7.34	162.555.210.00
2006/9	16	2	55.436.344.00	172.856.420.00	28.450.515.00	263.278.713.00	8.24	7.45	8.42	0.10806	0.87	0.09988	8.26	7.44	7.39	182.100.390.00
2006/12	17	2	58.576.542.00	171.226.170.00	29.315.370.00	265.614.996.00	8.23	7.47	8.42	0.11037	0.87	0.10806	8.24	7.45	7.36	172.856.420.00
2007/3	18	2	64.265.751.00	177.357.678.00	31.739.615.00	273.896.624.00	8.25	7.50	8.44	0.11588	0.88	0.11037	8.23	7.47	7.37	171.226.170.00
2007/6	19	2	66.046.996.00	182.851.964.00	34.633.674.00	283.467.897.00	8.26	7.54	8.45	0.12218	0.88	0.11588	8.25	7.50	7.37	177.357.678.00
2007/9	20	2	63.311.922.00	181.557.285.00	37.286.096.00	285.437.822.00	8.26	7.57	8.46	0.13063	0.88	0.12218	8.26	7.54	7.38	182.851.964.00
2007/12	21	2	63.697.311.00	187.231.471.00	37.586.159.00	293.529.719.00	8.27	7.58	8.47	0.12805	0.88	0.13063	8.26	7.57	7.38	181.557.285.00
2008/3	22	2	67.436.226.00	205.987.685.00	37.394.236.00	316.919.433.00	8.31	7.57	8.50	0.11799	0.88	0.12805	8.27	7.58	7.39	187.231.471.00
2008/6	23	2	64.465.740.00	214.154.080.00	38.910.937.00	331.302.228.00	8.33	7.59	8.52	0.11745	0.88	0.11799	8.31	7.57	7.43	205.987.685.00
2008/9	24	2	65.125.372.00	224.738.702.00	41.902.899.00	345.773.927.00	8.35	7.62	8.54	0.12119	0.88	0.11745	8.33	7.59	7.45	214.154.080.00
2008/12	25	2	54.853.335.00	246.076.298.00	43.961.789.00	369.603.091.00	8.39	7.64	8.57	0.11894	0.88	0.12119	8.35	7.62	7.47	224.738.702.00
2009/3	26	2	61.196.299.00	249.011.201.00	45.912.540.00	376.889.384.00	8.40	7.66	8.58	0.12182	0.88	0.11894	8.39	7.64	7.51	246.076.298.00
2009/6	27	2	68.692.943.00	249.011.201.00	49.874.610.00	377.732.712.00	8.40	7.70	8.58	0.13204	0.88	0.12182	8.40	7.66	7.51	249.011.201.00

## Ek-2: (1) Numarah Model

```

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =       96
Group variable: grup                     Number of groups =        3

R-sq:  within = 0.0041                   Obs per group:  min =       32
        between = 0.9999                  avg =            32.0
        overall = 0.1132                  max =            32

corr(u_i, X)      = 0 (assumed)          F(4,89)         =       11.87
                                                Prob > chi2     =       0.0026

```

Sec	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
logAss1	1.65e+09	8.82e+08	1.87	0.061	-7.91e+07	3.38e+09
CapR1	-7.94e+09	2.37e+09	-3.34	0.001	-1.26e+10	-3.28e+09
_cons	-2.62e+08	7.04e+08	-0.37	0.710	-1.64e+09	1.12e+09
sigma_u	0					
sigma_e	7.310e+08					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

### Ek-3: (2) Numaralı Model

```

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =       96
Group variable: grup                      Number of groups =        3

R-sq:  within = 0.2674                    Obs per group:  min =       32
        between = 0.9332                  avg =           32.0
        overall = 0.3732                  max =           32

                                           F(4,89)         =       54.18
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Prob > chi2      =       0.0000

```

Sec	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CapR1	2.34e+08	2.50e+09	0.09	0.925	-4.67e+09	5.14e+09
logAss1	-6.91e+07	8.24e+08	-0.08	0.933	-1.69e+09	1.55e+09
Dep	22.60772	3.734477	6.05	0.000	15.28828	29.92716
Eq	-108.3238	19.2713	-5.62	0.000	-146.0948	-70.55271
_cons	1.92e+07	6.22e+08	0.03	0.975	-1.20e+09	1.24e+09
sigma_u	0					
sigma_e	6.186e+08					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

### Ek-4: (3) Numaralı Model

```

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =      96
Group variable: grup                      Number of groups =       3

R-sq:  within = 0.3725                    Obs per group:  min =      32
        between = 0.9179                  avg =           32.0
        overall = 0.4590                  max =           32

                                           F(4,89)         =      77.21
corr(u_i, X)          = 0 (assumed)       Prob > chi2     =      0.0000

```

Sec	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Dep	15.7126	3.887193	4.04	0.000	8.093837	23.33135
Eq	-168.1658	23.82139	-7.06	0.000	-214.8549	-121.4768
Ass	12.2453	3.226046	3.80	0.000	5.922366	18.56823
CapR	1.20e+10	3.83e+09	3.12	0.002	4.44e+09	1.95e+10
_cons	-1.57e+09	4.78e+08	-3.27	0.001	-2.50e+09	-6.28e+08
sigma_u	0					
sigma_e	5.655e+08					
rho	0 (fraction of variance due to u_i)					

## EK-5. İslami Finans Hizmetleri Sektörünün Gelişim Süreci

1970ler	1980ler	1990lar	2000ler
<p><b>Kurumlar:</b></p> <p>-Ticari İslam Bankaları</p>	<p><b>Kurumlar:</b></p> <p>-Ticari İslam Bankaları</p> <p>-Takaful (sigorta)</p> <p>-İslam yatırım şirketleri</p>	<p><b>Kurumlar:</b></p> <p>-Ticari İslam Bankaları</p> <p>-Takaful (sigorta)</p> <p>-İslam yatırım şirketleri</p> <p>-Varlık yönetim şirketleri</p> <p>-Broker/dealerlar</p>	<p><b>Kurumlar:</b></p> <p>-Ticari İslam Bankaları</p> <p>-Takaful (sigorta)</p> <p>-İslam yatırım şirketleri</p> <p>-İslam yatırım bankaları</p> <p>-Varlık yönetim şirketleri</p> <p>-E-Ticaret</p> <p>-Broker/dealerlar</p>
<p><b>Ürünler:</b></p> <p>-Ticari İslam bankacılığı ürünleri</p>	<p><b>Ürünler:</b></p> <p>-Ticari İslam bankacılığı ürünleri</p> <p>-Takaful (sigorta)</p>	<p><b>Ürünler:</b></p> <p>-Ticari İslam bankacılığı ürünleri</p> <p>-Takaful (sigorta)</p> <p>-Yatırım ortakları/fonları</p> <p>-İslami finansman sertifikası sukuk</p> <p>-İslami esaslara uygun hisse senetleri</p> <p>-İslami hisse aracılığı</p>	<p><b>Ürünler:</b></p> <p>-Ticari İslam bankacılığı ürünleri</p> <p>-Takaful (sigorta)</p> <p>-Yatırım ortak/fonlar</p> <p>-İslami fin. Sertifikası sukuk</p> <p>-İslami esaslara uygun hisse senetleri</p> <p>-İslami hisse aracılığı</p>
<p><b>Bölge:</b></p> <p>-Körfez/Ortadoğu</p>	<p><b>Bölge:</b></p> <p>-Körfez/Ortadoğu</p> <p>-Asya Pasifik</p>	<p><b>Bölge:</b></p> <p>-Körfez/Ortadoğu</p> <p>-Asya Pasifik</p>	<p><b>Bölge:</b></p> <p>-Körfez/Ortadoğu</p> <p>-Asya Pasifik</p> <p>-Avrupa/America</p> <p>-Global offshore piyasası</p>



**EK - 6**

Sertifikasyonu Yapmakta	Sektör	Düzenleyici yapmakta	kuruluş	Sertifikasyon yapılmamakta
1.Avustralya 10.Ürdün 2.Bahreyn 11.Katar 3.Bangladeş 12.G.Afrika 4.Bosna 13.Singapur 5.Kanada (Ont.) Lanka 6.Dubai 15.Tayland 7.Hindistan 16.BAE 8.Malezya(Lüb.) 17.ABD 9.İngiltere	14.Sri	1. Endonezya 2. Malezya 3. Sudan 4. Pakistan		1. Kore 2. Nijerya 3. Türkiye

Kaynak: IOSCO, 2004

## **EK-7. Kira Sertifikalarına Ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği**

1 Nisan 2010 PERŞEMBE **Resmî Gazete** Sayı : 27539

### **TEBLİĞ**

Sermaye Piyasası Kurulundan:

### **KİRA SERTİFİKALARINA VE VARLIK KİRALAMA ŞİRKETLERİNE İLİŞKİN ESASLAR HAKKINDA TEBLİĞ**

**(SERİ: III, NO: 43)**

### **BİRİNCİ BÖLÜM**

#### **Amaç, Kapsam, Dayanak ve Tanımlar**

##### **Amaç ve kapsam**

**MADDE 1 – (1)** Bu Tebliğ'in amacı, kira sertifikalarının Kurul kaydına alınması, ihracı ve satışı ile varlık kiralama şirketlerinin kuruluş ve faaliyetlerine ilişkin esasları düzenlemektir.

##### **Dayanak**

**MADDE 2 – (1)** Bu Tebliğ, 28/7/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22. maddesinin birinci fıkrasının (a) ve (o) bentlerine dayanılarak düzenlenmiştir.

##### **Tanım ve Kısaltmalar**

**MADDE 3 – (1)** Bu Tebliğ'in uygulamasında;

- a) Aracı kuruluşlar: Aracı kurumlar ve bankaları,
- b) Banka: 19/10/2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 3 üncü maddesinde tanımlanan bankaları,
- c) BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nu,
- ç) Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP): Sermaye piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası mevzuatı uyarınca kamuya açıklanması gerekli bildirimlerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistemi,
- d) Kanun: 2499 sayılı Kanunu,
- e) Kaynak kuruluş: Sahip olduğu veya kiraladığı varlıkları, kiralamak üzere varlık kiralama şirketinden devreden anonim şirketi,
- f) Kira sertifikası: Varlık kiralama şirketinin satın almak veya kiralamak suretiyle devraldığı varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlediği ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymeti, kira sukukunu,
- g) Kurucu: Aracı kurumlar, bankalar ve kaynak kuruluşları,
- ğ) Kurul: Sermaye Piyasası Kurulu'nu,

- h) MKK: Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.'yi,
- ı) Nitelikli yatırımcı: Yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracıkurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardımsandıkları, vakıflar, 17/7/1964 tarihli ve 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu'nun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulcabelirlenecek diğer yatırımcılar ve kira sertifikalarının satış tarihi itibarıyla en az 1 milyon TL tutarında Türkve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişileri,
- i) RG: Resmî Gazete'yi
- j) TTK: 29/6/1956 tarihli ve 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nu,
- k) TTSG: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesini,
- l) Varlık: Varlık kiralama şirketinin satın alacağı veya kiralayacağı her türlü menkul veya gayrimenkul malları ve maddi olmayan varlıkları,
- m) Varlık kiralama şirketi (VKŞ): Aracı kurumlar, bankalar ve kaynak kuruluşlar tarafından münhasır kira sertifikası ihraç etmek üzere kurulmuş olan anonim şirketi, ifade eder.

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **Varlık Kiralama Şirketine İlişkin Esaslar**

#### **Varlık kiralama şirketinin kuruluşu**

**MADDE 4 –** (1) VKŞ, kaynak kuruluşlardan devraldığı varlıkları tekrar kaynak kuruluşu kiralama suretiyle kira geliri elde etmek, söz konusu kira gelirlerine dayalı olarak kira sertifikası ihraç etmek ve kira süresinde ilgili varlığı kaynak kuruluşu devretmek amacıyla kurucular tarafından kurulur. VKŞ aynı anda tek bir kaynak kuruluşu ait varlıkları devralabilir.

(2) VKŞ esas sözleşmesinin bu Tebliğ'in 5. maddesinde sayılan şartları taşıması ve Kurulca onaylanmış olması zorunludur.

(3) Bankaların VKŞ kurmalarına izin verilebilmesi için BDDK'nın görüşü alınır.

#### **Varlık kiralama şirketinin esas sözleşmesi**

**MADDE 5 –** (1) VKŞ'nin faaliyet konusu esas sözleşmesinde yer alacak aşağıdaki faaliyetlerden oluşur.

- a) Kira sertifikası ihraç etmek,
- b) Kendi nam ve kira sertifikası sahipleri hesabına her türlü varlığı devralmak, kiralamak, varlıklardan elde edilen gelirleri payları oranında kira sertifikası sahiplerine ödemek,
- c) Kira sözleşmesinin sonunda, başlangıçta anlaşılan koşullarda kiraya konu varlığı kaynak kuruluşu devretmek.

- (2) Gayrimenkullerin VKŞ'ye devrinde, tapu sicilinde kaynak kuruluş lehine ön alım hakkı tesis edilmesine ilişkin esas sözleşmede hüküm yer alması zorunludur.
- (3) VKŞ, bu maddenin birinci fıkrasında sayılan faaliyetler dışında herhangi bir ticari faaliyetle uğraşamayacağı gibi aşağıdaki faaliyetlerde de bulunamaz:
- (a) Her ne ad altında olursa olsun kredi kullanamaz, borçlanamaz, sahip olduğu varlıkları yukarıda ifade edilen faaliyetlerin olağan ifası dışında kullanamaz.
- (b) Sahip olduğu varlıklar üzerinde üçüncü kişiler lehine hiç bir ayni hak tesis edemez.
- (c) Varlığı, kira sözleşmesinden kaynaklanan tüm yükümlülüklerini yerine getiren kaynak kuruluş dışındabaşka bir kişiye devredemez.
- (4) Kira sertifikalarının itfa edilmesine ilişkin hususlar esas sözleşmede düzenlenir.
- (5) Kira sertifikası sahiplerine verilen taahhütlerin yerine getirilmemesi durumunda, kira sertifikasına konu varlık devredilerek elde edilecek kaynağın kira sertifikası sahiplerine payları oranında dağıtılacağına ilişkin esas sözleşmede hüküm yer alması zorunludur.

#### **Varlık kiralama şirketinin yönetimi**

**MADDE 6 –** (1) VKŞ yönetim kurulu, varlıklarını devralacağı kaynak kuruluş ile, söz konusu varlıkların devralınması, kaynak kuruluşta kiralanması ve kira süresi sonunda kaynak kuruluşta devredilmesini içeren bir sözleşme imzalar. Devre konu varlıklar üzerinde üçüncü kişiler lehine hiç bir ayni hak tesis edilmemiş olması zorunludur.

- (2) VKŞ yönetim kurulu, VKŞ namına ve kira sertifikası sahipleri hesabına varlıkları kiralamak ve devretmek suretiyle elde edilen gelirlerin kira sertifikası sahiplerine ödenmesinden sorumludur.
- (3) Kira sertifikası sahiplerine verilen taahhütlerin yerine getirilmemesi durumunda, VKŞ yönetim kurulu tarafından, kira sertifikasına konu varlık devredilerek elde edilen gelir kira sertifikası sahiplerine payları oranında dağıtılır.
- (4) VKŞ'nin yönetimine ilişkin giderler esas sözleşmede belirlenir ve izahnamede veya nitelikli yatırımcılara yapılacak duyurularda kamuya açıklanır.

#### **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

##### **Kira sertifikalarına İlişkin Esaslar ve Kira Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınması**

##### **Kira sertifikası**

- MADDE 7 –** (1) Kira sertifikası sahipleri, kendi tertiplerine ilişkin varlıklardan elde edilen gelirlerde payları oranında hak sahibidirler. Bu durum VKŞ esas sözleşmesine yazılır.
- (2) Her bir tertip kira sertifikasına konu varlıklar ve bu varlıklardan elde edilecek gelirler kira sertifikası sahipleriyle payları oranında ilişkilendirilmek suretiyle VKŞ'nin muhasebe ayıtlarında izlenir.

(3) Kira sertifikası sahiplerine yapılacak ödemelerin vadeleri yönetim kurulu tarafından belirlenir ve bunailişkin bilgilere izahnamede veya nitelikli yatırımcılara yapılacak duyurularda yer verilir. Ödemeler VKŞ'nindevraldığı varlıklardan kaynaklanan gelirlerden karşılanır.

(4) VKŞ aynı anda tek bir tertip kira sertifikası ihraç edebilir. Tedavüldeki kira sertifikaları itfa edilmeden yeni bir kira sertifikası ihracı yapılamaz.

(5) Bu Tebliğ kapsamında ihraç edilmeyen menkul kıymetler için "kira sertifikası", kira sertifikası ihraçetmek üzere kurulmayan VKŞ'leri ifade etmek için "varlık kiralama şirketi" veya bunlara eşdeğer ifadeler kullanılamaz. Bu hüküm Kanun'un 4 üncü maddesinin ikinci fıkrasında sayılan kurumlar tarafından yapılacak ihraçlar için uygulanmaz.

#### **Halka arz edilmek üzere ihraç edilecek kira sertifikalarının kayda alınması ve satışı**

**MADDE 8 –** (1) VKŞ, halka arz yoluyla satılacak kira sertifikalarının kayda alınması için bu Tebliğ'in 1no'lu ekinde belirtilen belgelerle birlikte Kurul'a başvurur. Kurul, halka arz edilecek kira sertifikalarına ilişkin kayda alma başvurusunu izahname ve sirkülerin mevzuat uyarınca ve Kurulca gerekli görülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak kamunun aydınlatılması çerçevesinde inceler ve halka arz yoluyla satışı yapılacak kira sertifikalarını kayda alır. Kayda alınan kira sertifikalarına ilişkin olarak bir kayıt belgesi düzenlenir. Kayda almaya ilişkin kayıt belgesi alınmaksızın ihraç ve satış işlemlerine başlanamaz.

(2) Kurul, incelemeler sonucunda izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin yeterli olmadığı ve gerçeğidürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varırsa, gerekçe göstererek, başvuru konusu kira sertifikalarının Kurul kaydına alınmasından imtina edebilir.

(3) Kurul kaydına alınma, ihraç edilen kira sertifikalarının ve VKŞ'nin Kurul veya kamuca tekeffül anlamına gelmez ve reklam amacıyla kullanılamaz. Halka arzla ilgili izahname, sirküler, ilan ve açıklamalarda Kurul kaydına alınmanın Kurul veya kamunun tekeffülü anlamına geldiğini açıkça belirten veya ima eden ifadeler kullanılamaz.

(4) Halka arz edilecek kira sertifikalarına ilişkin izahname ve sirkülerin, VKŞ ile ihraca ilişkin olarak mevzuatın öngördüğü ve Kurulca gerekli görülen bilgileri açıklıkla ortaya koyacak ayrıntıda düzenlenmesi, Kurulca belirlenen asgari standartlara uygun olması, kayda alınma başvurusu sırasında Kurulca istenecek ek bilgileri içermesi ve bilgi ve açıklamaların gerektiğinde belgeye dayandırılması zorunludur.

(5) VKŞ'nin izahname ve sirkülerindeki denetlenen dönemlere ilişkin mali durum ve faaliyet sonuçlarındair bilgilerin, ilgili bağımsız denetleme kuruluşlarınca verilen raporlara uygun olarak hazırlanması zorunludur.

(6) Kira sertifikalarının halka arz yoluyla satışının ve varlıklardan elde edilen gelirlerin ödemelerinin aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılması zorunludur. Halka arz yoluyla satışta halka arza aracılık yetki belgesine sahip aracı kuruluşların kullanılması zorunludur.

(7) İzahname ve sirkülerin, VKŞ ve aracı kuruluşlar tarafından imzalanması zorunludur. Bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmasından VKŞ sorumludur. Ancak, aracı kuruluşlar dabağımsız denetim kuruluşlarının sorumluluğundaki bilgiler hariç, kendilerinden beklenen özeni göstermemeler durumunda bu belgelerdeki bilgilerin gerçeği dürüst biçimde yansıtmasından hukuken sorumludurlar.

(8) Kurul, Kanun'un 22 nci maddesinin birinci fıkrasının (b) bendi uyarınca ihraç veya halka arz edilen kira sertifikalarının satışına müdahale ederek satış işlemlerini geçici olarak durdurabilir.

(9) Halka arz edilecek kira sertifikalarının satış süresi sirkülerde gösterilir. Satış süresi içinde satılamayan kira sertifikaları iptal edilir.

(10) Halka arz edilecek kira sertifikalarını satın almak isteyen yatırımcılara, yatırımcıların yatırım karar vermesinde etkili olacak, kira sertifikalarının risk düzeyi hakkındaki bilgilerin yer aldığı bir form verilmesi veya yatırımcının kira sertifikalarını satın almaya karar vermesi halinde, bu formun kendisine verildiğine dair yazılı beyanının alınması zorunludur.

(11) Kurulca gerekli görülmesi halinde, halka arz edilecek kira sertifikalarının Türkiye'de kurulan ve Kurul tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarından en az biri tarafından derecelendirilmesi ve derecelendirme notuna izahname ve sirküler ile diğer bilgilendirme dokümanlarında yer verilmesi zorunludur.

(12) Varlıklardan elde edilecek gelirlerin kira sertifikası sahiplerine dağıtılmasına ilişkin esaslara izahname ve sirkülerde yer verilmesi zorunludur.

(13) Kira sertifikalarının satış sonuçlarına ilişkin Kurulca istenen bilgilerin tam ve doğru olarak, satış süresinin bitiş tarihinden itibaren 6 işgünü içinde VKŞ tarafından Kurul'a gönderilmesi zorunludur.

#### **İzahname ve sirkülerin ilan esasları ile izahname ve sirkülerdeki değişiklikler**

**MADDE 9** – (1) Halka arz yoluyla satılacak kira sertifikalarının Kurul kaydına alınmasından sonra VKŞ, Kurulca onaylanmış izahnameyi kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde Ticaret Sicili'ne tescil ederek TTSG'de ilan ettirir. Kurulca onaylanmış izahname ayrıca KAP'ta ve kaynak kuruluşun veya VKŞ'nin internet sitesinde yayımlanır.

(2) Halka arz edilen kira sertifikalarına ilişkin sirküler, izahnamenin tescil tarihinden itibaren en geç 7 gün içinde KAP'ta ve kaynak kuruluşun veya VKŞ'nin internet sitesinde yayımlanır. Sirkülerin ilanı kaynak kuruluş veya VKŞ'nin internet sitesinin ve KAP'ın yanı sıra, VKŞ

tarafından belirlenecek gazetelerde de yapılabilir. Kurul gerekli gördüğü durumlarda gazetede veya yurt dışında da ilan yapılmasını veya gazetelerinde değiştirilmesini isteyebilir. Sirkülerin ilan tarihinden itibaren en az 3, en çok 7 gün içerisinde satışa başlanması zorunludur.

(3) Kira sertifikaları Kurul kaydına alınan VKŞ'ler, bu Tebliğ'deki işlemler nedeniyle; izahnamenin tesciline ilişkin ilanın yer aldığı TTSG'nin tarih ve sayısına ilişkin bilgi ile sirküler ve tanıtım ve reklam amaçlı ilanların yayımlandığı gazete ve diğer basılı yayınların ilgili sayfalarının birer nüshasını 6 iş günü içinde Kurul'agönderirler. İzahname ve sirkülerdeki değişiklikler de aynı hükümlere tabidir.

(4) İzahname ve sirkülerle halka açıklanan konularda satışa başlamadan önce veya satış süresi içinde ortaya çıkan önemli değişikliklerin ve yeni hususların, yönetim kurulu tarafından bunların öğrenildiği tarihte veya satış süresi içinde ise satış durdurularak derhal Kurula bildirilmesi zorunludur.

(5) Kurul'dan onay alındıktan sonra izahnamedeki değişikliklerin ticaret siciline tescil ettirilmesi ve daha önce ilan edildiği şekilde kamuya duyurulması zorunludur. Ayrıca Kurul'dan onay alındıktan sonra sirkülerdeki değişikliklerin de daha önce ilan edildiği şekilde kamuya duyurulması zorunludur. İzahname ve sirkülerdeki değişiklikleri KAP'ta ve kaynak kuruluşun veya VKŞ'nin internet sitesinde yayımlanır.

#### **Tanıtım ve reklam amaçlı ilanlar**

**MADDE 10 –** (1) Kira sertifikalarının halka arzı dolayısıyla yapılacak tanıtım ve reklam amaçlı ilanlarda yer alan bilgiler, yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olmamalı ve kaynak kuruluş ile VKŞ'nin mevcut koşullarına ilişkin olarak tasarruf sahiplerinin yanlış fikirler edinmelerine neden olmamalıdır.

(2) Kurul kaydına alınma başvurusundan sonra, ancak, izahnamenin yayımlanmasından önce yapılan tanıtım ve reklam amaçlı ilanlarda, izahnamenin henüz yayımlanmadığı, halka arz edilecek kira sertifikalarının Kurul kaydına alınmadığı ve yatırım kararlarının izahnamenin yayımlanmasından sonra izahname incelenerek verilmesi gerektiği hususlarında bir uyarıya yer verilmesi zorunludur.

(3) İzahnamenin yayımlanmasından sonra yapılan tanıtım ve reklam amaçlı ilanlarda ise izahnamenin yayımlandığı yerlerin belirtilmesi zorunludur.

(4) Her durumda tanıtım ve reklam amaçlı ilanlarda yer alan bilgilerin izahnamede yer alan bilgilerle tutarlı olması şarttır.

**Tahsisli olarak veya nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilecek kira sertifikalarının kayda alınması ve satışı**

**MADDE 11** – (1) VKŞ, tahsisli olarak veya nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilecek kirasertifikalarının kayda alınması için bu Tebliğ'in 2 no'lu ekinde belirtilen belgelerle birlikte Kurul'a başvurur. Buşekilde satılacak olan kira sertifikalarına ilişkin olarak izahname ve sirküler düzenlenmez.

(2) Kurul, tahsisli olarak veya nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilecek kira sertifikalarını,Kurulca istenen bilgilerin tam olarak verilip verilmediği yönünden inceler ve kayda alır. Kayda alınan kirasertifikalarına ilişkin olarak bir kayıt belgesi düzenlenir. Kayda almaya ilişkin kayıt belgesi alınmaksızın ihraç vesatış işlemlerine başlanamaz.

(3) Kira sertifikalarının satış sonuçlarına ilişkin Kurulca istenen bilgilerin tam ve doğru olarak satışsüresinin bitiş tarihinden itibaren 6 işgünü içinde VKŞ tarafından Kurul'a gönderilmesi zorunludur.

(4) Kurul kaydına alınma, ihraç edilen kira sertifikalarının ve VKŞ'nin Kurul veya kamuca tekeffülün anlamına gelmez ve reklam amacıyla kullanılamaz. Satışla ilgili ilan ve açıklamalarda Kurul kaydına alınmanınKurul veya kamunun tekeffülü anlamına geldiğini açıkça belirten veya ima eden ifadeler kullanılamaz.

(5) Bu madde uyarınca kayda alınan kira sertifikalarının, Kanunun 3 üncü maddesinde yer alan halka arztanımı kapsamına girecek şekilde yeniden satışa sunulmaları halinde, bu Tebliğ'in 8 inci maddesi çerçevesindeizahname ve sirküler düzenlenmesi zorunludur.

(6) Varlıklardan elde edilecek gelirlerin kira sertifikası sahiplerine dağıtılmasına ilişkin esaslara kirasertifikası sahiplerine yapılacak duyurularda yer verilmesi zorunludur.

#### **Başvuru noksanlıkları**

**MADDE 12** – (1) Kurul'a yapılan başvurulara eklenecek belgelerin noksansız olarak iletilmesizorunludur. Kurul tarafından belirlenecek bir sürede noksanlıkların tamamlanmaması halinde başvurular,Kanun'un 5 inci maddesinin ikinci fıkrası uyarınca düşer. Başvurular en çok 30 gün içinde sonuçlandırılır.Eksikliklerin tamamlanması için verilen süreler 30 günlük sürenin hesabında dikkate alınmaz.

#### **Finansal tablo hazırlama, bağımsız denetim ve ilan yükümlülüğü**

**MADDE 13** – (1) Bu Tebliğ'in 8 inci maddesi kapsamında halka arz yoluyla ihraç edilen kira sertifikalarıitfa edilene kadar kaynak kuruluşun ve VKŞ'nin, Kurul'un 9/4/2008 tarihli ve 26842 sayılı RG'de yayımlananSeri:XI, No:29 sayılı "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" ve 12/6/2006 tarihlive 26196 sayılı RG'de yayımlanan Seri:X, No:22 sayılı "Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim StandartlarıHakkında Tebliği" hükümleri çerçevesinde yıllık finansal tablo düzenlemeleri, bu finansal tabloları bağımsızdenetimden geçirmeleri ve ilan ettirmeleri zorunludur.



(2) Halka arz yoluyla satılan her bir tertip kira sertifikasına konu varlıklara ve kira sertifikası sahiplerine yapılan ödemelere ilişkin bilgiler, söz konusu kira sertifikası itfa edilene kadar her 3 ayda bir VKŞ tarafından, Kurulca uygun görülecek şekil ve şartlarda ilan edilir. Kira sertifikasının bir borsada işlem görmesi durumundaki kaynak kuruluşun veya VKŞ'nin internet sitesinde ve KAP'ta, işlem görmemesi durumunda izahname ve sirkülerde belirtilen internet sitesinde, raporun imzalandığı gün kaynak kuruluş veya VKŞ tarafından ilan edilir.

(3) Tahsisli olarak veya nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilen kira sertifikasına konu varlıklar ve kira sertifikası sahiplerine yapılan ödemelere ilişkin bilgiler, kira sertifikalarının satış tarihinden itibaren her 6 ayda bir Kurul'a ve kira sertifikası sahiplerine iletilir.

### **Kamuyu aydınlatma**

**MADDE 14** – (1) İzahname ve sirkülerde açıklanan ve kira sertifikasının vadesi boyunca meydana gelen ve bildirilmemesi halinde yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek değişikliklerin, Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklanması zorunludur.

(2) Ayrıca, kaynak kuruluş veya VKŞ'den kaynaklanan gerekçelerle kira sertifikasının fiyatı, likiditesi ve kira sertifikası sahiplerinin haklarının etkilenmesine yol açacak her türlü değişikliğin kaynak kuruluş veya VKŞ tarafından, Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklanması zorunludur.

(3) Bu madde kapsamındaki kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin Kurul düzenlemeleri çerçevesinde yerine getirilmesinden kaynak kuruluş ve VKŞ sorumludur. Yapılan özel durum açıklamaları kaynak kuruluş veya VKŞ'nin internet sitesinde ve KAP'ta aynı gün içinde yayımlanır.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **Çeşitli Hükümler**

#### **Değerleme**

**MADDE 15** – (1) Kira sertifikalarının halka arz yoluyla ihracı durumunda, varlıkların piyasa değerinin, varlıkların VKŞ tarafından devralınması veya kaynak kuruluş dışında bir üçüncü kişiye devredilmesi aşamalarında, Kurul'un 12/8/2001 tarihli ve 24491 sayılı RG'de yayımlanan Seri:VIII, No:35 sayılı "Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Gayrimenkul Değerleme Hizmeti Verecek Şirketler ile Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i ve 6/3/2006 tarihli ve 26100 sayılı RG'de yayımlanan Seri:VIII, No:45 sayılı "Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"inde yer alan usul ve esaslar çerçevesinde tespit edilmesi zorunludur.

#### **Kayda alma ücreti**

**MADDE 16** – (1) VKŞ, kayıt belgesinin verilmesinden önce, satışı yapılacak kira sertifikalarının ihraçdeğeri üzerinden Kanun’un 28 inci maddesinde belirtilen oran nispetinde belirlenecek ücreti, Kurul adına açılanhesaba yatırmakla yükümlüdür.

(2) Kayda alınan kira sertifikalarının tamamının veya bir kısmının satışının yapılamamış olması halinde,Kurulca alınmış bulunan ücretin iadesi talep edilemez.

#### **İkinci el piyasa işlemleri**

**MADDE 17** – (1) Kira sertifikaları, VKŞ’nin talebi ve ilgili borsanın uygun görmesi üzerine menkulkiymet borsalarında işlem görebilir.

#### **Kira sertifikalarının kayden izlenmesi**

**MADDE 18** – (1) Bu Tebliğ uyarınca Kurul kaydına alınan kira sertifikalarının, Kanun’un 10/A maddesiçerçevesinde MKK nezdinde hak sahipleri bazında izlenmesi zorunludur.

#### **Kurul denetimi**

**MADDE 19** – (1) Kaynak kuruluş ve VKŞ’nin tüm hesap ve işlemleri, bankacılık mevzuatı hükümlerisaklı olmak kaydıyla Kurul denetimine tabidir. Kurul, bu kuruluşlardan her türlü bilgi ve belgeyi isteyebilir.

#### **Benzer sermaye piyasası araçlarına ilişkin kayda alma başvurularının Kurulca sonuçlandırılması**

**MADDE 20** – (1) Kurul’un uygun göreceği benzer nitelikli sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydınaalınmasına ilişkin başvurular, bu Tebliğ hükümlerinin kıyasen uygulanması suretiyle sonuçlandırılır.

#### **Yürürlük**

**MADDE 21** – (1) Bu Tebliğ yayımı tarihinde yürürlüğe girer.

#### **Yürütme**

**MADDE 22** – (1) Bu Tebliğ hükümlerini, Sermaye Piyasası Kurulu yürütür.

#### **EK/1**

### **HALKA ARZ EDİLMEK ÜZERE İHRAÇ EDİLECEK KİRA SERTİFİKALARININ KAYDA**

#### **ALINMASI İÇİN GEREKLİ BELGELER**

- 1) Kaynak kuruluşun ve VKŞ’nin ticaret unvanı, tabiyeti, merkez adresi, ödenmiş sermayesi, kuruluştarhi, faaliyet konusu, ortaklık yapısı ve yönetim kurulunu tanıtıcı bilgiler,
- 2) Kaynak kuruluşun ve VKŞ’nin esas sözleşmesi,
- 3) Kaynak kuruluşun ve VKŞ’nin genel kurulca onaylanarak kesinleşen son yıllık finansal tabloları,faaliyet raporları, bağımsız denetim raporları ve önceki yılın aynı dönemi ile karşılaştırmalı son 6 aylık aradönem finansal tablolara ait sınırlı bağımsız denetim raporları,

- 4) VKŞ yönetim kurulunun ihraca ilişkin kararının noter onaylı örneği,
- 5) Varlıkların VKŞ'ye devrine ilişkin sözleşme,
- 6) İhraç edilecek kira sertifikalarına ilişkin vade, getiri ve risk faktörleri hakkında bilgi,
- 7) VKŞ'nin sahip olacağı varlıkların niteliklerine ilişkin detaylı bilgi,
- 8) İmza sirküleri,
- 9) İzahname ve sirküler örneği,
- 10) Aracılık sözleşmesi,
- 11) Kaynak kuruluşu ve VKŞ'ye ilişkin varsa derecelendirme raporu,
- 12) Kira sertifikasına ilişkin fiyat tespit raporu örneği,
- 13) Varlıklara ilişkin değerlendirme raporu.

**EK/2**

**TAHSİSLİ OLARAK VEYA NİTELİKLİ YATIRIMCILARA SATILMAK  
ÜZERE İHRAÇ EDİLECEK KİRA SERTİFİKALARININ  
KAYDA ALINMASI İÇİN GEREKLİ BELGELER**

- 1) Kaynak kuruluşun ve VKŞ'nin ticaret unvanı, tabiyeti, merkez adresi, ödenmiş sermayesi, kuruluş tarihi, faaliyet konusu, ortaklık yapısı ve yönetim kurulunu tanıttıcı bilgiler,
- 2) Kaynak kuruluşun ve VKŞ'nin esas sözleşmesi,
- 3) Kaynak kuruluşun ve VKŞ'nin genel kurulca onaylanarak kesinleşen son yıllık finansal tabloları, faaliyet raporları, bağımsız denetim raporları ve önceki yılın aynı dönemi ile karşılaştırmalı son 6 aylık aradönem finansal tablolara ait sınırlı bağımsız denetim raporları,
- 4) VKŞ yönetim kurulunun ihraca ilişkin kararının noter onaylı örneği,
- 5) Varlıkların VKŞ'ye devrine ilişkin sözleşme,
- 6) İhraç edilecek kira sertifikalarına ilişkin vade, getiri ve risk faktörleri hakkında bilgi,
- 7) VKŞ'nin sahip olacağı varlıkların niteliklerine ilişkin detaylı bilgi,
- 8) İmza sirküleri,
- 9) Kaynak kuruluşu ve VKŞ'ye ilişkin varsa derecelendirme raporu,
- 10) Satış fiyatının belirlenme yöntemine ilişkin bilgi.

## KAYNAKÇA

### *Kitaplar :*

Abbas Mirakhor, “General characteristics of an Islamic economic system.” In Baqir al-Al-Hasani, Bakir, and Abbas Mirakhor (eds), **Essays on Iqtisad**, Silver Spring, MD: NUR Corp., 1989.

Abdullah Saeed, **Islamic Banking and Interest**, Hollanda, 1996.

Ahmet Akgündüz: “**Studies in Islamic Economics, Islamic Banking and Development**”, IUR Press, 2007.

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

Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, **Finansal Teknikler**, Bursa, Ekin Kitabevi, 2008.

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

A. Thomas, **Interest in Islamic Economics: Understanding Riba**, Routledge, 2006.

Ahmad AUSAFA, **Contemporary Practices of Islamic Financing Techniques**, Jeddah, Islamic Development Bank, 1993.

Andrew Mullineux, Victor Murinde, **Handbook of International Banking**, İngiltere, Edward Elgar Publishing, 2003.

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

Badi H. Baltagi, “**Econometric Analysis of Panel Data** ”, Sec.Edt. John-Willey and Sons Ltd., 2001.

Bill Penman Brown, “**The Decline and Fall of Banking**”, Matador, 2009.

Burton Maureen; Brown Bruce, “The Financial System and the Economy: Principles of Money and Banking”, **M.E.Sharpe**, 2009.

Dougherty Christopher, “**Introduction to Econometrics**”, Third Edt., Oxford University Press, 2007.

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

Christine A.Pavel, **Securitization: The Analysis and Development of the Loan-Based/Asset-Backed Securities Markets**, Probus Publishing, Chicago,1989.

Cihangir Akin, “**Faizsiz Bankacılık ve Kalkınma**”, Kayıhan Yayınları, İstanbul 1986.

Clement M. Henry, “**The Politics of Islamic Finance**”, Edinburgh University Press, 2004.

Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, **Comptroller's Handbook for Asset Securitization** Washington, 1997.

Değer Alper, “Menkulleştirme”, Ali Ceylan, Ufuk Başoğlu, İlker Parasız, **Finans, Teori Kuram Uygulama**, Bursa, Ekin Kitabevi, 2001.

Duygu Koçak, **Uzun Vadeli Konut Finansman Sisteminde Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Rolü**, İstanbul, 2007.

Erden Kuntalp, **Kâr Ortaklığı Belgesi**, Ankara 1983.

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

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

Eugen Von Bohm-Bawerk, “**Capital and Interest-Critical History of Economical Theory**”, Macmillan & Co., Londra 1884.

Fabozzi Frank, Davis Henry, Choudhry Moorad, “**Introduction to Structured Finance**”, John Wiley & Sons, New Jersey, 2006.

Fisher Irving, **The Rate of Interest**, New York, Garland Publishing 1982.

Frank E. Vogel, “**Islamic Law and Finance: Religion, Risk, and Return**”, CQ Press 1998.

Hamdi Döndüren, **Ticaret ve İktisat İlmihali**, İstanbul, Erkam Yayınları, 1993.

Henry T. Azzam, **The Emerging Arab Capital Markets: Investment Opportunities in A Relatively Underplayed Market**, Kegan Paul, 1997.

Hossein Askari; Zamir Iqbal; Abbas Mirakhor, “**Globalization and Islamic Finance**”, Wiley Finance 2010, NY.

İlker Parasız, **Modern Para Teorileri**, Ezgi Kitabevi, Bursa 1998.

İsmail Özsoy, **Türkiye’de Özel Finans Kurumları ve İslam Bankacılığı**, İstanbul, Timaş Yayınları, 1987.

İsmail Özsoy, “**Özel Finans Kurumları**”, Asya Finans Kültür Yayınları 1, İstanbul Ekim 1997.

İsmail Özsoy, **Türkiye’de Katılım Bankacılığı**, İstanbul, Asya Katılım Bankası yayınları, 2009.

Iraj Toutounchain, “**Islamic Money and Banking: Integrating Money in Capital Theory**”, Wiley 2009.

İshak Emin Aktepe, **İslam Hukuku Çerçevesinde Finansman ve Bankacılık**, Erkam Matbaası, İstanbul 2010.

J. M. Keynesi, **General Theory of Employment Interest and Money**, London, Macmillan, 1936.

Jean François Seznec, **The Financial Markets of the Arabian Gulf**, ABD, 1987.

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

Kymi Brown, M. Kabir Hassan, M. Skully, “Operational Efficiency and Performance of Islamic Banks”, **Handbook of Islamic Banking**, Kabir Hassan M, Lewis Mervyn (ed), Edward Elgar Publishing, 2007.

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

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

M. K. Lewis, K.T. Davis, **Domesitc and International Banking**, İngiltere, Philip Allan Publishers, 1987.

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

Mehmet Takan, **“Bankacılık Teori Uygulama ve Yönetim”**, 2. Baskı, Nobel Yayınları, 2002.

Merih Paya, **“Para Teorisi ve Para Politikası”**, Filiz Kitabevi, İstanbul 2007.

Merih Paya, **Makro İktisat**, İstanbul 2007, Filiz Kitabevi.

Muhammad Ayub, **Understanding Islamic Finance**, Wiley2007.

Murat Çizakca, **Risk Sermayesi, Özel Finans Kurumları ve Para Vakıfları**, İلمي Neşriyat, 1993.

Niyazi Berk: “Finansal Yönetim”, İstanbul 1999.

Nurcan Öcal, **Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1997.

Nurhan Aydın, **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi, 2004.

Osman N. Yılmaz, **“Faizsiz Bankacılık İlkeleri ve Katılım Bankacılığı”**, Katılım Bankalar Birliği Yayınları 2010.

Ömer Nasuhî Bilmen, **Hukuk-ı İslâmiyye ve Istilâhât-ı Fıkhiyye Kamusu**, İstanbul, 1986.

Öztin Akgüç, **“100 Soruda Türkiye’de Bankacılık”**, Gerçek Yayınevi, İstanbul 1987.

Christospher Dougherty, **Introduction to Econometrics**, 2007.

Kym Brown, M. Kabir Hassan, Michael Skully, “Operational Efficiency and Performance of Islamic Banks”, **Handbook of Islamic Banking**, M. Kabir Hassan, Lewis Mervyn (ed), Edward Elgar Publishing, 2007.

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

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

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

Sabahaddin Zaim, “**İslâm, İnsan ve Ekonomi**”, Yeni Asya Yayınları, 1995 İstanbul.

Saadet Tantan, **Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulaması ve Bankacılık Sektörüne Etkileri**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1996.

Salman Syed Ali, “Introduction to Ijara Sukuk: Current Structures and Future Prospects”, **Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank**, Jeddah, 2005.

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

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

Tezer Öçal ve Ömer Faruk Çolak, **Para Teori ve Politika**, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 1999.

Türkiye Diyanet Vakfı, “İslam Ansiklopedisi”, Cilt. 12.,s.110, İstanbul 2003.

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

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



Vural Savaş, **İktisat'ın Tarihi**, Siyasal Kitabevi, Ankara 1999.

Vural Günal, **Özel Finans Kurumları**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 1984.

Zamir Iqbal; Abbas Mirakhor, “An Introduction to Islamic Finance”, **Theory and Practice**, Wiley; 1 edition (November 10, 2006).

Zühtü AYTAÇ, “Gelir Ortaklığı Senetlerinin Hukuki Statüsü”, **Batıder** 1987, Cilt XIII.

*Makaleler :*

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

Adnan Büyükdeniz, “Körfez Sermayesi”, **Çerçeve Dergisi**, Ekim 2008, s.84.

Adnan Büyükdeniz, “Faizsiz Finans Kurumlarının Mali Sistem İçindeki Yeri ve Çalışma Prensipleri”, Türkiye’de Özel Finans Kurumları Teori ve Uygulama, **Albaraka Türk Yayınları**, İstanbul 2000, s.25.

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

Antonio Di Cesare, “Securitization and Bank Stability”, **MPRA Papers**, No: 16831, February, 2009.

Ali Andar, "Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS): As An Option of Raising Capital For Issuer/Companies/Banks Etc."**Royal Institute of Technology**, Stockholm 2004, s. 33.

Bankalar Birliği,“5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Md; 3”. **Bankalar Birliği Yayınları**, İstanbul, 2010.

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

Berke Duvar, “4389 Sayılı Bankalar Kanununda 4672 Sayılı Kanunla Gerçekleştirilen Değişikliklerin Değerlendirilmesi”, **Bilgi Notu, Devlet Planlama Teşkilatı**, 2001, s.8.

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

Christina E. Bannier, N. Dennis Hansel, “Determinants of European Banks’ Engagement in Loan Securitization”, **Deutsche Bundesbank, Discussion Papers**, No: 10/2008.

Claire A Hill, “Securitization: A Low Cost Sweetener for Lemons”, **Washington University Law Quarterly** (Winter 1996).

David T. Llewellyn: “Financial Innovation And The Economics Of Banking And The Financial System” **Financial Innovation in Retail and Corporate Banking**, Luisa Anderloni, Reinhard H. Schmidt (Ed.), England, 2009, s.23.

Estrella A., “Securitization and the Efficacy of Monetary Policy”, **FRBNY Economic Polilcy Review** (2002).

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

Feng Wang, "Throwing Bricks, Attracting Jade: Securitization of Non-Performing Loans in China", **International Finance Seminar**, Cambridge, 18 April 2004, s. 8.

Gary Gorton; Nicholas S. Souleles, "Special Purpose Vehicles and Securitization", **Federal Reserve Bank of Philadelphia Research Department Working Papers**, Paper No: 05-21, 2005, s.2.

Gökben Altaş, “Malezya Sermaye Piyasası”, **Sermaye Piyasasında Gündem**, TSPAKB, Sayı 89 Ocak 2010, s.34..tr/kredirisk/kredifiles/TS/sukuk.pdf (19.12.2008).

Gül Altaş, “Malezya Sermaye Piyasası”,**Gündem, TSPAKB Yayını**, Ocak 2010 Sayı: 89 s.20.

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

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

Hatice Uzun, “Securitization and Risk”, **Journal of Risk Finance**, Vol 8 Iss. 1, 2007.

İlter Öztürk: “İslâm Ülkeleri Arasında İşbirliğine Giden Yolda Fırsatlar ve Engeller”, **Çerçeve Dergisi**, Ekim 2008, s.70.

İsmail Seyrek; Zekeriya Mızrak, “Faiz Teorileri Üzerine Bir İnceleme: Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Temel Dayanağı”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Ens. Dergisi**, Sayı. 22/209.

Jan Kregel, “Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis”, **The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper** No. 530, Kansas City, 2008.

John Enderson; Jonathan P. Scott, “Securitisation”, **Woodhead Faulkner**, London, 1988, s. 26.

Johnson Silvester; Ametia A.Murphy, “Going off the Balance Sheet”, **Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review**, Sept./Oct. 1987, vol. 72, iss. 5, ss. 23-25.

Joseph C.Shenker; Anthony J.Colletta, “Asset Securitization:Evolution, Current Issues and New Frontiers”, **Texas Law Reivew**, 1991, vol. 69, part. 6, ss. 1380-81.

Keith Brown; Mahmoud Kabir Hassan, Michael Skully, “Operational Efficiency and Performance of Islamic Banks”, Handbook of Islamic Banking, Kabir Hassan M, Lewis Mervyn eds. 2007, **Edward Elgar Publishing**, s. 85.

Klein N. Klee, Cormac B. Butler, “Asset-Backed Securitization, Special Purpose Vehicles and Other Securitization Issues”, **Uniform Commercial Code Law Journal**, Vol. 35 No. 2, 2002.

Mahmoud A. El-Gamal; Hulusi Inanoglu, "Inefficiency and Heterogeneity in Turkish Banking: 1990-2000" **Journal of Applied Econometrics**, 20: 641-665 (2005).

Masahiko Egami, Kaoru Hosono, “A Model of Bank’s Optimal Securitization Program”, **SSRN**, <http://ssrn.com/abstract=1593524> ; 2010.

Masahiko Egami, ve Kaoru Hosono, “A Model for Bank’s Optimal Asset Securitization Program”, (<http://ssrn.com/abstract=1593524>); 2010.

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

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

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

Mustafa El Qorchi, "Islamic Finance Gears Up", **Finance and Development Magazine IMF**, Volume 42, Number 4, s.161.

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

Necla Küçükçolak, "Faizsiz Finansman Sertifikası Sukuk'un Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Cilt: 45 Sayı: 520, 2008, Sayfa 23.

Nizamettin Uçak, "Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme", **Sermaye Piyasası Kurulu**, 2000, s. 4.

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

Osman Zaim, "The Effects of Financial Liberalization on the Efficiency of Turkish Commerical Banks, Development of Financial Markets in the Arab Countries Iran and Turkey", **A Workshop Organized by ERF**, Beirut, Lebanon, 15-16 July 1994, s. 63.

Pelin Ataman Erdönmez, "Aktif Menkul Kıymetleştirme", **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, Sayı: 76, 2006, s.57.

Richard Harrington, "Financial Innovation and International Banking", **Financial Innovation** edited by Henry Cavanna, London, 1992, s. 52.

Robert Yafee, "A Primer for Panel Data Analysis", **Information Technology at NYU**, Fall, (2003), ss. 1-11.

Ron Wilson, "Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk: Overview of the sukuk market" **Euromoney**, Vol. 1 Iss.4, 2004.

Sait Zaim, "İslâm Ekonomisi Dünyadaki Mevcut Düzene Karşı Bir Alternatif Arayışıdır", **Çerçeve Dergisi**, Ekim 2008, s.28.

Salim Koç, "İslâm Ülkelerinin Dünya Ticaretindeki Yeri", **Çerçeve Dergisi**, Ekim 2008, s.102.

Shinsuke Nagaoka, "Beyond the Theoretical Dichotomy in Islamic Finance: Analytical Reflections on *Murābaah* Contracts and Islamic Debt Securities", **Kyoto Bulletin of Islamic Area Studies**, Issue 1, Kyoto 2007, s.84.

Silvester Johnson and Ametia A. Murphy, "Going off the Balance Sheet", **Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review**, Sept./Oct. 1987, vol. 72, iss 5, ss.23-25.

Stephen Lumpkin, "Trends and Development in Securitization", **Journal of Financial Markets Trends**, Sayı; 74, 1999, s. 38.

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

Şule Bilir: "Menkul Kıymetleştirme", **Bankacılık Dergisi**, Ekim 1990, s.56.

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

Tim Norman, "Securitisation structures within an Islamic framework", **ISR**, 2005, s. 2.

Timur Kuran, "The Economic System in Contemporary İslamic Thought: Interpretation and Assesment", **International Journal of Middle East Studies**, Vol 18, 1986, s. 27.

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

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

Ülkü Kabaca, "Körfez Sermayesi İçin Ortam Çok Müsait", **Çerçeve Dergisi**, Ekim 2008, s.88.

Valik A. Papazian, "The Global Sukuk Market: Developments and Prospects", **DIFC Forum**, Dubai, 14th of May, 2007.

Viral V. Acharya, – Schnabl, Philipp ve Suarez, Gustavo., "Securitization without Risk Transfer", **NBER Working Papers**, No: 15730, 2010.

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

Yavuz Akbulak, Erkan Özgüç, “Alternatif Finansman Yöntemi Olarak İslami Finansal Araçlar ve Türkiye’de Uygulanabilirliği Üzerine Düşünceler”, **Aktive Finans Dergisi**, Kasım – Aralık 2004, s.80.

Yener Coşkun, “Yapılandırılmış Finans ve Küresel Finansal Kriz”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Cilt: 47, Sayı: 545, 2010, s.71.

*Tezler :*

Fehmi M. Eken; Yusuf Köroğlu, “Sukuk”, MBA, **Türkiye Katılım Bankaları Birliği Kütüphanesi** , Nisan 2008.

Halil Doğru, “Menkul Kıymetleştirmenin Temel ve Hukuki Esasları; Yurt Dışı ve Türkiye Uygulamasının Karşılaştırılması”, Yüksek Lisans Tezi, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul 2002, s.1.

Şenol Kandemir, “Finansal Serbestleşme Sürecinin Türk Bankacılık Sistemi  zerindeki Etkileri”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara**, 2006, s.73.



*Raporlar :*

BDDK, “2009 Bankacılık Raporu” BDDK Yayınları, İstanbul 2010, s. 85.

Ernest – Young, “Assessing major trends in the Sukuk and their developments in the Capital Markets”, **Islamic Finance – Investment World Africa**, 2008, s.12.

Fitch Ratings, “Fitch’s Approach to Rating Sukuk”, **Criteria Report**, March 2007, s.18.

Serkan İMİŞİKER, “Altyapı Yatırımlarının Sermaye Piyasaları Yoluyla Finansmanı: Gelir Ortaklığı Senetleri Modeli”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu** (Hizmete Özel), 5.11.2007, s.8.

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

Macfarlane, B.J., “London: The New Souk For Sukuk”, **Mondaq Business Briefing**, Apr 17, 2007, s.211.

*İnternet :*

Ali Tarıqı, “What is sukuk?”(çevrimiçi)

<http://islamicbanking.worldmuslimmedia.com/what-is-sukuk> 19.12.2009.

Andreas Jobst, “What is Structured Finance”, (çevrimiçi)

[http://www.securitization.net/pdf/Publications/StructuredFinance\\_20Oct05.pdf](http://www.securitization.net/pdf/Publications/StructuredFinance_20Oct05.pdf), 2005, s.2, 17.08.2010.

Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss, Laurent Weill, **Are Sukuk Really Special? Evidence from the Malaysian Stock Exchange**, “<http://www.em-strasbourg.eu/docs/iw/papers/Godlewski-Turkariss-Weill.pdf>” (Mart 2010), s.2.

Hijazi Faisal, Global Sukuk Issuance: 2008 Slowdown Mainly Due to Credit Crisis, But Some Impact from Shari’ah Compliance Issues

Ramesh Naranyanaswamy, “An Odyssey in Structured Finance”, (çevrimiçi)

[http://www.crisil.com/crisil-young-thought-leader-2006/dissertations/Ramesh-Naranyanaswamy\\_Dissertation.pdf](http://www.crisil.com/crisil-young-thought-leader-2006/dissertations/Ramesh-Naranyanaswamy_Dissertation.pdf), Bangolere, 2007 s.5, 11.02.2010.

Sermaye Piyasası Kurulu, “Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları”, 2009 Yılı Faaliyet Raporu, (çevrimiçi) [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr) 20.05.2010.

Sukuk, “İslami Finansman Bonusu”,

[www.riskcenter.com](http://www.riskcenter.com)<sup>1</sup>[http://www.khaleejtimes.ae/biz/inside.asp?xfile=/data/business/2010/August/business\\_August352.xml&section=business](http://www.khaleejtimes.ae/biz/inside.asp?xfile=/data/business/2010/August/business_August352.xml&section=business)

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

Türkiye Finans Katılım Bankası, Günlük Bülten, “Sukuk”, Mayıs 2007, (çevrimiçi) [www.turkiyefinans.com.tr](http://www.turkiyefinans.com.tr) 22.06.2010.

<http://www.securities.com/ifis>( 13.09.2010)

[http://www.institutfrancaisdefinanceislamique.fr/docs/docs/doc\\_id57.pdf](http://www.institutfrancaisdefinanceislamique.fr/docs/docs/doc_id57.pdf) (13.12.2010).

[http://www.bnm.gov.my/microsites/financial/0204\\_ib\\_takaful.htm](http://www.bnm.gov.my/microsites/financial/0204_ib_takaful.htm)(02.04.2010)