

MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMALARI VE FIKIHTAKİ YERİ

Yard. Doç. Dr. Servet BAYINDIR*

ÖZET

Finansal piyasalarda çok değişik fon aktarım yöntemleri kullanılır. Bunlardan biri de modern menkul kıymetleştirmedir. Özellikle uzun vadeli konut finansmanında bu yöntemle sıklıkla başvurulur. Menkul kıymetleştirmede farklı uygulamalar söz konusudur. Kimi kurumlar bu işlemi borç satımı, kimileri de mal ve menfaat satımı temelinde gerçekleştirirler. Yeni bir fon aktarım yöntemi olması ve İslâm dünyasında da hızla yaygınlaşması bu uygulamanın fikhî durumunun aydınlatılması gereğini ortaya çıkarmıştır. İşte elinizdeki bu çalışmada, modern menkul kıymetleştirmenin günümüz uygulaması ve fikhî durumu incelenmiştir.

Anahtar kelimeler: *İslâm hukuku, Menkul kıymetleştirme, Securitization, Sukûk, Mudârabe sertifikası, Kira sertifikası.*

APPLICATIONS OF SECURITIZATION AND THEIR LEGAL SITUATION IN ISLAMIC LAW.

ABSTRACT

In the financial markets various methods are used to transfer the funds. One of them is modern securitization which is applied especially in the long term house financing. Securitization includes different applications. While some financial institutions use these applications through the debt selling and the others use them through the selling advantage and good. To be a new way to fund transfer and to be spreading fast in the Islamic world of is necessitated to be illuminated in the light of Fiqh (Islamic law). Now, in this work, contemporary applications for modern securitization and their legal situation in Islamic law is studied.

Keywords: *Islamic law, Securitization, Sukûk, Mudârabe certificate, Ijarah certificate.*

İstanbul Üniversitesi İlahiyat Fakültesi İslâm Hukuku Anabilim Dalı

İstanbul Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi Sayı: 16, Yıl: 2007

Giriş

Para ve para yerine geçen finansal varlıklara fon adı verilir. İhtiyaç fazlası fonlar ya bizzat sahipleri ya da başkaları tarafından yatırıma dönüştürülür. Bu tür fonların taliplileri genelde, mevcut işlerini sürdürmek, geliştirmek veya yeni projeleri hayata geçirmek isteyip de kaynak ihtiyacı duyan kesimlerden oluşur. Her iki kesim de tarihte hep var olagelmıştır.

Geleneksel fon aktarım işlemleri ya karşılıksız (karz-ı hasen) ya da karşılıklı olarak; bir takım maddî beklentilerle yapılır. Maddî menfaat unsuru taşıyan fon alış verişi ise ya kredi sistemi temeline dayalı faizli borç ya da ortaklık sistemi temeline dayalı kâr ve zarara katılma sözleşmesi ile olur. Fon talep edenler bu amaçla piyasaya bir takım belgeler arz ederler. Bunlar faiz karşılığı talep edilen fonlar için tahvil, bono vb. borç senetleri, pay ortaklığı karşılığı talep edilenler için ise hisse senedi niteliğindeki evraklardan oluşur. Tasarruflarını kredi sistemi çerçevesinde değerlendirmek isteyenler borç senetlerine, ortaklık sistemine göre değerlendirmek isteyenler ise hisse senetlerine yatırım yaparlar.

Bütün bu geleneksel uygulamalara ek olarak, son yıllarda bir takım yeni ve değişik fon aktarım yöntemleri geliştirildi. Bu yöntemlerden biri de menkul kıymetleştirmedir. ABD, Avrupa ve Ortadoğu ülkelerinde hızla gelişen ve özellikle Tutsat (Mortgage) yasasıyla ülkemizde de gündeme gelen bu finansman işleminde geleneksel yöntemlerden farklı teknikler kullanılır. Faizin dinen haram oluşu -özellikle İslâm dünyasında- birçok sermayedar, finansal kurum ve müteşebbisin ekonomik tercihi üzerinde etkili olmaktadır. Bu sebeple, katılım esaslı çalışmak üzere kurulan banka ve yatırım ortaklıkları menkul kıymetleştirmenin faizsiz olduğunu ileri, sürdükleri yöntemlerini icat edip kullanmaya başladılar. Bu durum, başta İslâm ülkeleri olmak üzere hemen tüm dünyada menkul kıymetleştirmenin fikhî durumunun sorgulanması içerikli tartışmaları gündeme getirdi. İşte elinizdeki bu

makalede yeni bir fon aktarım ve dolayısıyla finansman yöntemi olan *menkul kıymetleştirme* uygulamasının tanımı, ortaya çıkışı, dayandığı temeller, mevcut uygulama şekilleri ve bu uygulamaların fikhî durumu incelenecektir.

A. Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı

Menkul kıymetleştirme (*İng.* Securitization, *Arp.* التوريق والتصكيك) "menkul kıymet" ve bu varlığın "oluşturulma süreci"ni ifade eden bir kavramdır. Menkul kıymet ise ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlayan ve belli bir meblağı temsil eden mislî (*standart*) nitelikteki belgeye denir.¹ Menkul kıymetleştirme konusunda çok sayıda tanım yapılmıştır: "Varlıkların nakit akımlarının menkul kıymete dönüştürülmesi"²; "Likit olmayan varlıkların likit ve tedavül kabiliyeti olan varlıklara dönüştürülmesi"³; "Gelecekte bir nakit girişi doğuracak alacakların bir araya getirilerek havuz oluşturulması ve bu havuzlara dayalı olarak menkul kıymetler türetilip üçüncü taraf yatırımcılara satılması"⁴ gibi tanımlar bunlardan bir kaçıdır. Bu tanımların arka planında alacağın temliki düşüncesi yatmaktadır. İslâm dünyasındaki menkul kıymetleştirme uygulamalarının ise ortaklığa dayandığı ileri sürülür. Dolayısıyla her iki uygulamayı da kapsayıcı bir tanımla şu şekilde yapmak mümkündür: "*Mevcut mal, alacak veya proje halindeki varlığın kıymetli evrak haline getirilerek yatırımcılara arz edilmesi işlemine menkul kıymetleştirme*" denir.

¹ Parasız, İlker, "Türkiye'de Para ve Sermaye Piyasası Araçları", *Para ve Banka Dergisi*, Anadolu Üniversitesi Yay., Eskişehir, 2003, s. 85.

² Hepşen, Ali, *Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması*, Ticaret Odası Yay., İstanbul 2005, s. 4, 22.

³ Öcal, Nurcan, *Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunları ve Çözüm Önerileri*, Ankara 1997, s. 4.

⁴ Ceylan, Ali-Korkmaz, Turhan, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi*, Bursa 2000, s. 329.

B. Menkul Kıymetleştirmenin Ortaya Çıkışı ve Günümüzdeki Durumu

Batı kaynaklı menkul kıymetleştirme uygulaması borç satımı temeline dayanır. Borcun satımı ise ilk çağlardan beri bilinmektedir; M.Ö. 1400'lü yıllarda hâmiline yazılı borç senetlerinin Sümer ve Âsur pazarlarında alınıp satıldığı bildirilir⁵. Çalışmamızın konusunu teşkil eden modern menkul kıymetleştirme yönteminin ilk örneği 1970'li yıllarda ABD'de ortaya çıkmıştır. Uygulamaya, öncelikle ipotekli konut satışlarından doğan alacakların menkulleştirilip yatırımcılara arz edilmesi ile başlanmış, sistemin işlediği görülünce, konutlara ek olarak otomobil satışları, finansal kiralama, faktoring ve kredi kartı kullanımından doğan alacaklar menkulleştirilip satılmıştır. Amerika'da 2003 yılı sonu itibarıyla menkul kıymetleştirme tutarının 7,600 milyar dolara ulaştığı bildirilmektedir. Avrupa'da bu işlem ABD'ye oranla daha geç şekilde, 1990'lı yıllarda başlamış, bu coğrafyadaki siyasî, ekonomik ve hukukî alt yapı eksikliği nedeniyle hızlı gelişmemiştir. Avrupa'daki menkul kıymetleştirme tutarının ise 2003 yılı sonu itibarıyla 900 milyon Euro'ya ulaştığı bildirilmektedir.⁶

Malezya, Pakistan ve Ortadoğu bölgesi başta olmak üzere, birçok İslâm ülkesinde borcun satımı anlayışından farklı olarak mal, menfaat ve proje aşamasındaki varlıkların satımına dayalı menkul kıymetleştirme yöntemi geliştirildi. İlk kez Ürdün hükümeti 1978'de *makârada* (mudâraba) senetlerinin ihracına izin verdi. 1981'de Pakistan, 1983'te ise Malezya'da *mudâraba* sistemine dayalı senetler piyasaya sürüldü. İslâm dünyasında modern anlamdaki alternatif menkul kıymetleştirme ise ilk kez 1997 yılında, *murâbaha* alacaklarına dayalı olarak Malezya'da uygulandı. Bahreyn hükümeti 2001 yılında *icâre* senetlerini piyasaya sürerek bu konuda İslâm dünyasının öncülüğünü yaptı. Günümüzde Malezya, Pakistan ve İran başta olmak üzere hemen tüm Ortadoğu ve İslam ülkelerinde faizsiz temele dayandığı ileri sürülen menkul kıymetleştirme uygulamaları yapılmaktadır. İslâm dünyasındaki faizsiz

⁵ Silver, Morris, *Economic Structure of the Ancient Neareast*, London 1985, s. 60.

⁶ Ceylan, Ali, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa 2001, s. 157.

menkul kıymetlerin (*sukûk*) toplam değerinin 2008 yılı sonu itibariyle 30 milyar doları bulacağı tahmin edilmektedir.⁷

Türkiye'de menkul kıymetleştirme konusunda ilk yasal düzenleme SPK uygulamalarıyla ilgili olarak 13.05.1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan kanunla yapılmıő, daha sonra aynı kanuna 13/A maddesi eklenerek alacak ve duran varlıklar üzerinden menkul kıymet ihracına izin verilmiştir. Ancak hukukî ve kurumsal alt yapı eksikliği nedeniyle bu yöntemin Türkiye'de -ABD ve Ortadoğu ülkelerinin aksine- beklenen gelişmeyi gösteremediği ileri sürülmektedir.⁸

C. Menkul Kıymetleştirme İşleminin Yapısı

Menkul kıymetleştirme özellikle getirisi, sabit (*standart*) ve düzenli varlıklar esas alınarak yapılır. Bu varlıklar ise ipotekli konut satışıları, finansal kiralama, murâbaha, mudâraba, müşâreke, selem, istisnâ', factoring ve kredi kartı işlemlerinden kaynaklanan alacaklardan oluşur.⁹

Tipik bir menkul kıymetleştirme işlemi Şu şekilde gerçekleştirilir: Yukarıda sayılan alacaklara temel oluşturan işlem veya projeyi finanse eden devlet veya özel kurum –ki bu *Kaynak kuruluş* olarak adlandırılır- dayanak, vade, miktar ve kredi değerliliği bakımından benzer olan alacak senetlerini bir havuzda toplar. Bu varlıklar, kuruluş amacı yalnızca menkul kıymetleştirme işlemi olan *Özel Amaçlı Kuruluş*a (bahsi geçen SPK yasasında bu kuruluşun adı Genel Finans Ortaklığı'dır) satım veya devir yoluyla aktarılır. Özel amaçlı

⁷ International Organization of Securities Commissions, *Islamic Capital Markets Fact Finding Report*, Geneva 2004, s. 27-28; Alvi, Ijlal, *Towards Global Standart for Islamic Sukuk Issuence and Trading*, International Islamic Finance Market (IIFM) Yay., Manama 2005, s. 8; Rafe Haneef, *Present Trends & Future Prospects of Sukuk*, IIFM, Manama 2006, s. 2.

⁸ Parasız, İlker, *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, Bursa 1994, s. 243; Kavak, Dilek, *Kredi Riski ve Türev Araçlar Kullanılarak Aktarımı*, SPK Yay., Ankara 2003, s. 12-14.

⁹ Erdönmez, Pelin Ataman, "Aktif Menkul Kıymetleőtirmesi", *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 57, Yıl: 2006, s. 75.; el- Belvârî, Şaban Muhammed İslâm, *Borsatü'l-evrâkı'l-mâliyye min manzûrin İstâmîyyin: Dirâse tahhlîliyye nakdiyye*, Dımaşk 2002, s. 158-160.

kuruluş, bu alacaklar toplamını tek bir varlık haline dönüştürüp sigorta ettirerek uzman bir kuruluşa değer biçtirir. Daha sonra bu varlıklar üzerinden menkul kıymetler çıkarıp piyasaya arz eder. Menkul kıymetlerin taliplilerini bireysel ve kurumsal yatırımcılar oluşturur. Özellikle ticarî bankalar, sigorta şirketleri, portföy yöneticileri, yatırım ve emeklilik fonu işletmecileri menkul kıymetlerin başta gelen müşterileridir. Satın alınan menkul kıymetlerin gelirleri, özel amaçlı kuruluşun ya bizzat kendisi ya da işlemi finanse eden kaynak kuruluş tarafından tahsil edilip menkul kıymet sahiplerine aktarılır.¹⁰

Bu işlem sürecinde kaynak kuruluş, likit olmayan varlıkları likit hale dönüştürerek yeniden değerlendirme ve böylece daha fazla gelir elde etme imkânına kavuşur. Bankalar sermaye yeterliliklerini yükselterek daha fazla kredi verme imkânı elde ederler. Özel amaçlı kuruluş başta olmak üzere, sistemde yer alan diğer birimler de üstlendikleri sorumluluk ve verdikleri hizmete göre komisyon veya ücret adı altında kazanç sağlarlar. Menkul kıymetlere yatırım yapanlar ise, tasarruflarını diledikleri yöntemle değerlendirme imkânı bulmuş olurlar. Menkul kıymetlerin ikincil piyasada satılabilmesi, yatırımcılara istedikleri an onları nakde dönüştürme imkânı da verir.

Bir menkul kıymetleştirme işleminde temelde üç taraf bulunur. Bunlar, menkul kıymetlere dayanak teşkil eden mal, proje veya kredi işleminin finansörü *kaynak kuruluş*, bu kuruluşun finanse ettiği işlemlerden doğan alacakları satın alma veya devirle teslim alıp onlar üzerinden menkul kıymet ihraç eden *özel amaçlı kuruluş* ve menkul kıymetlere yatırım yapan *sermaye sahiplerinden* oluşur. Menkul kıymetleştirme işleminin bizzat kendisi ise ya *borç* (deyn)¹¹ ya *menfaat* ya da *mal satımı* üzerine kurulur. Biz bu üç temel

¹⁰ Değer, Alper, *Uluslararası Menkulleştirme ve Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Uygulamalar* (Yayınlanmamış doktora tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa 1999), s. 28; Öcal, *Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması*, s. 12.

¹¹ Borç, birine karşı yerine getirilmesi gereken bir yükümlülük manasında çok kapsamlı bir sözcüktür. Hakiki anlamıyla kullanıldığında, ödenmekle yükümlü olunan para ya da başka bir şey kastedilir. Yükümlülük borçlunun zimmetiyle ilgili ise *deyn*, muayyen bir mal varlığı ile ilgili ise *ayn* adını alır. Dar anlamıyla deyn, akit veya itlaf sebebiyle zimmette sabit olan

üzerinde gerçekleştirilen menkul kıymetleştirme iŐlemini kısaca tasvir edip daha sonra işlemin fiyh' yönünün incelenmesine geçeceğiz.

1. Borç Satımına Dayalı Menkul Kıymetleştirme: İpotekli konut, araba ve factoring işlemleri ile kredi kartı kullanımından doğan borçlar, bankaların bunlardan yararlanan kişilerin zimmetierindeki alacaklarını oluşturur. Bu alacaklar kaynak kuruluş tarafından satım yahut devir yoluyla özel amaçlı kuruluşa aktarılır. Özel amaçlı kuruluş bunları menkul kıymete dönüştürüp yatırımcılara satar. Bu süreçte duruma göre, bir yahut iki borç satımı işlemi yapılır. Kaynak kuruluşun alacaklarını devir yoluyla özel amaçlı kuruluşa aktarıp bu kuruluşa da yatırımcılara satılması işleminde tek bir borç satımı gerçekleşir. Alacakların önce özel amaçlı kuruluşa daha sonra bu kuruluş tarafından yatırımcılara pazarlanması sürecinde ise iki ayrı borç satımı söz konusu olur ki Batı'da yaygın olan bu yöntemdir.

2. Menfaat Satımına Dayalı Menkul Kıymetleştirme: Kaynak kuruluş veya adına hareket ettiği herhangi bir kurum arazi, konut, uçak, gemi ve otomobil gibi kiralanmaya müsait uzun ömürlü malları ya satın alarak ayn ve menfaatine ya da kiralayarak yalnızca menfaatine mâlik olur. Daha sonra bu mallar üzerindeki menfaat hakkını menkul kıymet haline dönüştürüp satar. Menfaat hakkının bir başkasına kiralanması temeli üzerinden gerçekleştirilen bu işleme menfaat satımına dayalı menkul kıymetleştirme adı verilir.

3. Mal Satımına Dayalı Menkul Kıymetleştirme: Menkul kıymetleştirmede klasik fiyhın temel akitlerinden mudârabe, müŐareke, selem, istisnâ' ve murâbaha gibi sözleşmelerden de yararlanır. Kaynak kuruluş mevcut veya proje halindeki herhangi bir varlığı bu akitlere dayalı olarak menkul kıymete dönüştürüp yatırımcılara arz eder. Bu tür mal veya proje üzerinden gerçekleştirilen işleme mal satımına dayalı menkul kıymetleştirme denir.

mala denir. (bk., Aybakan, Bilal, *İslam Hukukunda Borçların İfasi*, İstanbul 1998, s. 17, 26-27). Menkul kıymetleştirmeye konu olan deyn, akit sebebiyle zimmette sabit olandır.

D. Menkul Kıymetleştirme Uygulamasının Fıkhî Durumu

1. Fıkıh Kaynaklarındaki Temelleri Açısından Konuya Genel Bir Bakış

Menkul kıymetleştirmenin duran varlıkların likit hale dönüştürülmesi, yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi, kredi riskinin farklı birimler arasında dağıtılması ve finansman maliyetlerinin düşürülmesi gibi çok sayıda yararının olduğu ileri sürülür.¹² Bütün bu sayılanların nihaî anlamda yatırımların canlanmasına ve dolayısıyla toplumsal refahın artmasına katkıda bulunacağı bir gerçektir. Fıkıh kaynaklarında yukarıdaki hususlarla ilgili olumsuz bir yaklaşıma rastlanmaz. Aksine, Kur'an-ı Kerim ve hadislerde kurallarına uygun olarak yürütülen ticaret teşvik edilir.¹³ Malların değişiminde tarafların rızasının esas alındığı Kur'an'da¹⁴, alış verişin peşin olduğu gibi vadeli olabileceği de belirtilir.¹⁵ Faizli işlemle ticaret birbirinden ayrılarak, faizciliğin helal bir ticaret yöntemi değil¹⁶ kumar, gasp ve hırsızlık gibi haksız kazanç yollarından olduğu belirtilir.¹⁷ Alış verişin helal kılındığı bildirilen ayetle ilgili olarak Şafî (ö. 204/820) şöyle der: "Tarafların rızasının bulunması şartıyla aslolan, alış verişin bütün çeşitleriyle helal olmasıdır. Ancak haram alış veriş çeşitleri bu kuralın dışındadır.¹⁸ Kurtûbî (ö. 671/1273)' ye göre ayette geçen "البيع" kelimesindeki "ل" harf-i tarifi "cins" için olup umûm ifade eder. Bu tür umûm ifade eden kelimelerin kapsamı ancak, tahsis edici bir delil bulunduğu daraltılır. Dolayısıyla bu ayet, hakkında aksine bir delil bulunmayan bütün alış veriş çeşitlerinin mubah olduğuna delâlet eder.¹⁹ Akitlerle ilgili diğer bir ayette ise şöyle buyrulur: "Ey İman edenler! Akitlerinizin gereğini yerine getirin."²⁰ Bu ayette de herhangi bir sınırlamaya gidilmeksizin akitler genel olarak ifade

¹² Ceylan-Korkmaz, s. 337-338.

¹³ İlgili ayet ve hadisler için bk., el-Bakara, 2/ 275; en-Nûr, 24/ 37; el-Cum'a, 62/ 10; Müslim, "Müsâkât", 19; Ebû Dâvud, "Büyü", 4; Tirmizî, "Büyü", 2, 4, 75.

¹⁴ en-Nisâ, 4/ 29.

¹⁵ el-Bakara, 2/ 282.

¹⁶ el-Bakara, 2/ 275.

¹⁷ el-Bakara, 2/ 279-280.

¹⁸ eş-Şafî, Muhammed b. İdrîs, *ei-Ümm*, (nşr. Mahmûd Mataracî), Beyrut 1423/1993, III, 3.

¹⁹ el-Kurtubî, Ebû Abdullah Muhammed b. Ahmed, *el-Câmi' li ahkâmi'l-Kur'ân*, Beyrut: Dâru'l-Kütübü'l-İlmiyye, t. y., III, 356-357.

²⁰ el-Mâide, 5/ 1.

edilmiştir. İbn Teymiyye (ö. 728/127) bu konuyla ilgili olarak şöyle der: “Kur’ân ve Sünnet’te haram kılındığına dair herhangi bir delil bulunmadıkça, insanların ihtiyaç duyduğu muamelelere engel olmamak asıldır”.²¹ Ahmed b. Hanbel (ö.241/855) ve onun takipçisi bir kısım fukahaya göre ibadetlerde aslolan tevkîflilik, âdetlerde (günlük hayatla ilgili uygulamalarda) ise afv; Allah tarafından haram kılınmadıkça serbestliktir”.²² İbn Kayyim el-Cevziyye’nin (ö.751/1350) konuya ilişkin görüşü ise şöyledir: “Sözleşme ve muâmelelerde aslolan sahihliktir. Yeter ki, hakkında haram ve bâtil kılındığına dair bir delil bulunmasın. Hakkında Allah tarafından bir hüküm belirtilmeyen hiçbir şart ve sözleşmenin haramlığına hükmedilemez”.²³ Bu ve benzeri görüşlerden de anlaşıldığı üzere, fıkhîta ibadetler şâri’in iznine bağlanırken muamelât serbest bırakılmıştır. Menkul kıymetleştirmeye de bu çerçeveden yaklaşmanın daha isabetli olacağı kanaatindeyiz. Dolayısıyla bu uygulamaya ilişkin hükmün tespitinde, fıkhîtaki yasakların ihlâlinin mevcudiyeti belirleyici olacaktır.

Yukarıdaki ilkelerden hareketle menkul kıymetleştirmeyi incelediğimizde şunu görürüz: Menkul kıymetleştirmede alacakların ya mevcut haliyle (özel amaçlı kuruluşa satımında olduğu gibi) ya da evraka dönüştürülerek başkasına temlikî söz konusudur. Bahse konu alacaklara dayanak oluşturan işlemler ise mal, menfaat ve borç satımından ibarettir. Akitlerle ilgili genel kurallara uyulmak şartıyla mal ve menfaat satımı fıkhîta meşru görülmüştür. Üzerinde durulması gereken asıl nokta, borç satımının fıkhîtaki yeridir. Bu konu aydınlandığında, menkul kıymetleştirmenin fıkhî hükmü de büyük oranda açıklığa kavuşacaktır.

Borç satımının fıkhîtaki yeri hakkındaki görüşleri şu şekilde özetlemek mümkündür: Bedellerden her ikisi de vadeli olan borç satışı (*beyu'l-kâlf bi'l-kâlf*), ister borçluya isterse borçlu dışındaki birine olsun, hemen tüm

²¹ İbn Teymiyye, *Mecmû'ü fetâvâ*, t. ve yy., XVIII, 386.

²² İbn Teymiyye, *a.g.e.*, XXIX, 17-18.

²³ İbn Kayyim, Muhammed b. Ebî Bekr el-Cevziyye, *I'lâmü'l-muvakkî'in 'an rabbi'l-'âlemîn* (nşr. Muhammed M. Abdulhamid), Beyrut, 1407/1987, III, 107-112.

mezheplerce caiz görülmez.²⁴ Hz. Peygamber'den bu tür bir akdin yasaklandığına dair bir hadis nakledilmiş²⁵ fakat söz konusu hadisin sıhhati konusunda kuvvetli şüpheler ileri sürülmüştür.²⁶ Bu sebepten dolayı konuya ilişkin hüküm bu hadise değil, icmaya dayanılarak verilmiştir. İbn Arafe (ö. 803/1400), "müctehidlerin hadisteki hükmün kabulüne yönelik yaklaşımları, hadisin isnadının araştırılmasına ihtiyaç dahi bırakmamıştır" der.²⁷ Ahmed b. Hanbel'den ise şöyle bir görüş rivayet edilir: "Bu konuda sahih bir hadis yoktur. Ancak borcun, vadeli şekilde satılmasının caiz olmadığı konusunda icma vardır."²⁸

Borcun peşin satımıyla ilgi olarak ise iki durum söz konusudur. Birincisi, borcun bizzat borçluya diğeri ise, borçlu dışındaki birine satımıdır. Borcun, faizden kaçınmak şartıyla, para veya herhangi bir mal karşılığında borçlunun bizzat kendisine temlikinin caiz olduğu noktasında mezhepler ittifak etmiştir.²⁹ Borcun, borçlu dışındaki birine satımı konusunda ise ihtilaf vardır. Hanefî, Hanbelî³⁰ ve Zâhirî³¹ mezhebi fakihleri bu tür işlemi genelde caiz görmezler. Serahsî (ö. 483/1090) konuyla ilgili olarak şöyle der: "Borcun, borçlu dışındaki

²⁴ es-Serahsî, Şemsü'l-Eimme, *el-Mebsût*, Beyrut 1409/1989, VI, 235, XIV, 398; eş-Şirbînî, Şemsüddin b. Ahmed, *Muğni'l-muhtâc ilâ ma'rifeti meâ'ni'l-Minhâc*, Beyrut t.y., II, 326; İbn Rüşd el-Hafîd, *Bidâyetü'l müctehid ve nihâyetü'l-muktesid*, Mısır, 1981, II, 125; el-Merdâvî, Ali b. Ebu'l-Hasen b. Süleyman, *el-İnsâf fi ma'rifeti'r-râcih mine'l-hilâf* (nşr. Muhammed el-Fikî), Beyrut: Dâru İhyâi't-Türâsi'l-Arabî, t.s., V, 44.

²⁵ "الذي صلى الله عليه وسلم نهى عن بيع الكالئ بالكالئ" bk. Hâkim en-Nisâbüri, *el-Müstedrek ale's-Sahîhayn* (nşr. Mustalâ Abdulkâdir Atâ), Beyrut 1990, II, 65, 66; cd-Dârekutnî, Alî b. Ömer Ebu'l-Hasen, *es-Sünen* (nşr. Abdullah Hâşim Yemânî el-Medcnî), Beyrut 1966, III, 71-72; et-Tahâvî, Ebû Ca'fer, *Şerhu me'âni'l-âsâr* (nşr. Muhammed Zührî en-Neccâr), Beyrut 1399h., IV, 21.

²⁶ İbn Hacer el-Askalânî, *Telhîsü'l-habîr fi tahrîc'i ehâdisi'r-Râfi'l-kebîr* (nşr. Abdullah Hâşim Yemânî el-Medenî), Medine, 1964, III, 26. eş-Şirâzî, Ebû İshak İbrahim, *el-Mühezzeb fi fıkhi'l-İmam Şâfi*, Beyrut: Dâru'l-Fikr, t.y., I, 333. Hadisin sıhhati ile ilgili değerlendirmeler için bk, ed-Darîr, es-Siddîk Muhammed el-Emîn, *el-Ğararu ve eseruhû fi'l-ukûdi fi'l-Fıkhi'l-İstâmî*, Cidde 1990, s. 329.

²⁷ el-Abderî, Muhammed b. Yûsuf, *et-Tâc ve'l-iklîl*, Beyrut 1398, IV, 367.

²⁸ el-Münâvî, Abdurraûf, *Feyzu'l-kadîr şerhu'l-Câmi's-sağîr* (nşr. Mâcîd el-Hamevî), Mısır: el-Mektebetü't-ticâriyyetü'l-Kübrâ, t.y., VI, 330.

²⁹ Serahsî, *el-Mebsût*, XVIII, 156; Şirâzî, *el-Mühezzeb*, I, 333; Abderî, *et-Tâc ve'l-iklîl*, IV, 542; Merdâvî, *el-İnsâf*, V, 112.

³⁰ Merdâvî, *el-İnsâf*, V, 112.

³¹ İbn Hazm, Alî b Ahmed, *el-Muhallâ bi'l-âsâr*, Beyrût 1988, IX, 6.

birine satılması (borçluya satışın hükmü gibi olmayıp) caiz değildir. Çünkü alacaklı, onu borçlunun bizzat kendisine sattığında, borcu zimmetiyle kabzetmiş olur. Başkasına sattığında ise o borcu kabzetmeden müşteriye teslim etmesi mümkün değildir. Ne zaman kabzedeceğini ise bilemez. Dolayısıyla teslim gücünün yetmediği bir şeyi satmış olur. Oysa teslim şarttır.”³² Kâsânî (ö. 587/1191) de benzer gerekçelerle borcun, borçlu dışındaki birine satımının caiz olmadığını belirtir.³³

Şafîî fakihlerinden konuya ilişkin olarak farklı görüşler nakledilmiştir. Şirâzî (ö. 476/1083) bu konuda şöyle der: “Borcun, borçlu dışındaki birine satımında iki durum söz konusudur. Birinci ihtimal bu işlemin caiz olmasıdır. Çünkü borçluya satılması caiz olan şeyin başkasına satılması da caizdir. İkinci ihtimale göre ise caiz olmamasıdır. Çünkü satıcının o borcu müşteriye teslim imkânı olmayabilir. Borçlu, borcunu inkâr eder yahut teslimine engel olabilir. Bu müşteri için, akdın özülüyle ilgisi olmayan bir risk meydana getirir. Bu sebeple böyle bir sözleşmenin caiz olmadığı söylenebilir. Ancak, caiz olduğuna ilişkin birinci görüş tercih edilir. Çünkü borçlunun teslimine engel olmayıp borcunu inkâr da etmemesi daha kuvvetli bir ihtimaldir.”³⁴ Şirbînî (ö.977/1570) ise yukarıdaki görüşün aksine, borcun, borçlu dışındaki birine satımının tercihe şayan görüşe göre bâtil olduğunu ileri sürer.³⁵ Malikî fukahasına gelince, onlar borcun borçlu dışındaki bir kişiye satımını caiz görürler. Ancak, borçlunun mevcut ve borcunu ikrar ediyor olması, borç konusunun kabzedilmeden satılması caiz mallardan olması, bedellerin farklı mallardan oluşması, akdın - altın ile gümüşün değişiminde olduğu gibi- kabzın şart koşulduğu sarf akdi kapsamına girmemesi ve borçlu ile borcu satın alan kişi arasında düşmanlığın bulunmaması gibi bir takım şartlar ileri sürerler.³⁶

³² Serahsî, *el-Mebsût*, XVIII, 156.

³³ Kâsânî, Ebû Bekîr b. Mes'ûd, *Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertibi's-şerâ'i'*, Beyrut t.y., V, 148.

³⁴ Şirâzî, *el-Mühezzeb*, IX, 259.

³⁵ Şirbînî, *Muğni'l-muhtâc*, II, 71.

³⁶ ed-Desûkî, Ebû Abdullah Ahmed b. Arafе, *Haşiyetü'd-Desûkî* (nşr. Muhammed Uleyş), Beyrut: Dâru'l-Fikr, t.y., III, 63. Borç satımının fikhî hükmü hakkındaki çağdaş çalışmalar için bk., Muhammed Takî' el-Osmanî, "Beyu'd-deyni ve'l-evrâki'l-mâliyyeti ve bedâiluhâ's-şer'iyye", *Mecelletü mecma'l-fikhi'l-İslâmî (MMFİ.)*, Yıl. 1998, Sayı: 11, I, 57-92; el-

Fıkıhta borcun senet halinde satıldığına dair sahabe dönemine kadar uzanan örneklere rastlamak mümkündür. Başka Bir rivayete göre halife Mervan b. el-Hakem (ö. 65/684) gıda maddelerini temsil eden evrakların pazarlarda dolaşımına izin verir. Bir rivayete göre Ebû Hureyre (ö. 57/676), başka bir rivayete göre ise Zeyd b. Sâbit (ö. 45/665) halifeyi uyararak bunun bir faiz işlemi olduğunu bildirir; bunun üzerine halife söz konusu uygulamayı yasaklar. Her iki sahabînin itirazı da Hz. Peygamber'den rivayet edilen, gıda maddelerinin kabzedilmeden satışının yasaklandığına dair hadise dayanır.³⁷ Muvatta'da geçen bir rivayette ise bir tüccar, tâbiinden Saîd b. el-Müseyyeb'e (ö. 94/712) Câr bölgesinin gıda ürünlerini temsil eden evrakları (*sıkâk/sukûk*) satın aldığından söz eder. O da bu işte bir sakınca görmez.³⁸ İki örnekte de gıda maddelerinden oluşan malın evraka dönüştürülerek bir anlamda menkul kıymetleştirildiği ve bu işleme herhangi bir itirazda bulunulmadığı görülür. Ashabın itirazı borcun evrak haline getirilmesine değil, o evrakın temsil ettiği malların kabzedilmeden satılmasındır.

Tarihte satıma konu olmuş borç varlığını temsil eden bir diğer belge de Câmekiyye'dir. Câmekiyye, devlet hazinesi veya bir vakıftan, alacaklı kişi lehine çıkarılan ve o kişinin alacağını gösteren belgeye denir.³⁹ İbn Âbidin (ö. 1252/1836) bu tür bir belgenin satımının caiz olmadığını belirtir. Nedenini ise, belirli bir meblağdan oluşan vadeli parasal alacağın, daha düşük bir meblağdan

Karadâğî, "Ahkâmü't-tasarrufu fi'd-düyn: Dirâse fıkıyye mukârane", *a.g.e.*, s. 93-156; Nezhîh Kemâl Hammâd, "Beyu'd-deyni: Ahkâmuhû ve tatbikâtuhu'l-muâsıra", *a.g.e.*, s. 157-194; Abdullatîf Mahmûd, "Beyu'd-deyn", *a.g.e.*, s. 195-215; Muhammed Alî el-Karî b. İ'd, "Beyu'd-deyni ve senedâtu'l-karzi ve bedâiluhâş-şeriyyeti fi mecâli'l-kitâi'l-âmmi ve'l-hâssi", *a.g.e.*, 217-277; Sâmi Hamûd, "Beyu'd-deyni ve senedâtu'l-karzi ve bedâiluhâş-şeriyyeti fi mecâli'l-kitâi'l-âmmi ve'l-hâssi", *a.g.e.*, s. 281-346.

³⁷ Malik, *Muvatta'*, "Buyu'", 19; Ahmed b. Hanbel, *el-Müsned*, İstanbul 1982, II, 329.

³⁸ Malik b. Enes, *el-Muvatta'* (nşr. Muhammed Fuad Abdulbaki), Mısır: Dâru İhyâi't-Türâsi'l-Arabî, t.y., "Buyu'", 23.

³⁹ Farsça asıllı bir kelimedir. "Elbise" anlamındaki "Câme: عم" kelimesinden türetilmiştir. Önceleri emanet bırakılan elbiseleri koruyanlara verilen ücret için kullanılmış daha sonra bütün ücret ve maaşlara şâmil kılınmıştır. Çoğulu " عماء : Câmekiyyât"tır. Bk., Mirza Ali Ekber Han Dihhuda, *Lugatnâme* (zir-i nazar Muhammed Muin, Seyyid Cafer Şehidi), Tahran 1326h., XVI, 7; Hey'et, *el-Müncid*, Beyrut 2000, "c-m-k" md., s. 219; Akgündüz, Ahmet, "Câmekiyye", *DİA*, VII, 45-46.

oluşan para karşılığında peşin satılması şeklinde açıklar.⁴⁰ Görüldüğü üzere *Sukûk* gıda maddelerini, *Câmekkiye* ise parayı temsil etmektedir.

Sonuçta borcun - belge üzerinden veya çıplak olarak- satımının ilk dönemden beri fukahanın üzerinde durduğu konulardan biri olduğu anlaşılmaktadır. Aynı şekilde mevcut veya ileride tahsil edilecek bir varlığın belge haline dönüştürülüp piyasaya sunulması işlemi de yeni değil, sahabe dönemine kadar uzanmaktadır. Borcun, faiz yasağı ihlâl edilerek yapılan satımı bütün mezheplerce haram görülmüşken bunun dışındakiler ihtilafıdır. Dolayısıyla günümüzdeki menkul kıymetleştirme işleminin fikhî durumu incelenirken bu görüşler önem arz etmektedir. Biz de konuyu bu çerçeveden hareketle çözümlenmeye çalışacağız.

2. Borç Satımına Dayalı Menkul Kıymetleştirme Uygulamasının Fikhî Durumu

Kaynak kuruluşun vadeli alacakları para veya para yerine geçen evraklardan oluşur. Bu kuruluş gelecekteki bir tarihte tahsil edeceği alacakları, peşin fakat daha düşük bir parasal bedel karşılığında özel amaçlı kuruluşa satar yahut yatırımcılara satmak üzere onu yetkilendirir. Özel amaçlı kuruluş da bu borçları yatırımcılara pazarlar. Kaynak kuruluşun özel amaçlı kuruluşa, özel amaçlı kuruluşun da yatırımcılara yapmış olduğu bu satış işlemi fıkhîdeki riba kapsamına girer. Çünkü bu işlemde parasal bir alacağın borçlu dışındaki birine farklı miktardaki para karşılığında peşin satımı söz konusudur. Bu bir senet kırdırma işlemidir; yatırımcı gelecekte daha fazla tahsil etmek üzere vadeli kredi vermektedir ki bu câhiliye ribası ile örtüşmektedir. Cahiliye ribası ise faizi yasaklayan ayetler⁴¹ ve onların açıklamasından ibaret olan hadislerde⁴² yasaklanmıştır. Kaynak kuruluşun alacaklarını devir yoluyla özel amaçlı kuruluşa aktarmasıyla yapılan menkul kıymetleştirmede tek bir borç satımı gerçekleşir. Özel amaçlı kuruluşun bu işlemdeki rolü aracılıktır. Çünkü kaynak

⁴⁰ İbn Âbidîn, *Hâşiyetü Reddi'l-muhtâr aiâ'd-Dürri'l-muhtâr şerh-i Tenvîri'l-epsâr*, İstanbul 1984, IV,518.

⁴¹ el-Bakara, 275, 278-279.

⁴² Buhârî, "Buyu", 79; Müslim, "Müsâkaat", 81, 102, 103,104; Ebû Dâvud, "Buyü", 33, 34.

kuruluşun borçlarını onun vekili sıfatıyla yatırımcılara satmaktadır. Dolayısıyla fıkıhtaki faiz yasağının çiğnendiği bir işleme aracılık etmiş olur. Faize aracılık ise Hz. Peygamber'in hadisi ile yasaklanmıştır.⁴³ Sonuç olarak borç satımına dayalı menkul kıymetleştirmenin Kur'an ve hadislerde açıkça yasaklanan faizli işlem kapsamına girdiği görülmektedir.

3. Menfaat Satımına Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Fikhî Durumu

Gerek Batı gerekse Ortadoğu'da en fazla başvurulan menkul kıymetleştirme yöntemlerinden biri menfaat satımına dayalı olandır. Bu işlemde kiraya uygun bir mala veya o malın yalnızca menfaatine mâlik olan kişi, kira konusu maldaki menfaat hakkını menkul kıymete dönüştürerek yatırımcılara satar. Kaynak kuruluş söz konusu varlığın bizzat mâliki olabileceği gibi, mâlik adına hareket eden işletmeci durumunda da olabilir. Bu işlem fıkıhtaki temel akitlerden kiralamaya (icâre) dayanır. Zira kiralama menfaat satımı üzerine kurulan bir akittir. Menfaat satımına dayalı menkul kıymetleştirmede piyasaya arz edilen standart nitelikteki evraklara kira sertifikası (*Sukûku'l-icâre*) adı verilir. Bu sertifikalar kira konusu malın ya bizzat mâliki ya da kiracısı tarafından piyasaya arz edilir. Mal sahibi, malı üzerindeki menfaat hakkını bir kişiye kiralayabileceği gibi çok sayıdaki kişinin bir araya geldiği ortaklığa da kiralayabilir. Mal sahibinin kira sertifikalarını piyasaya arz etmesi "icap", yatırımcıların bu sertifikaları satın almaları ise "kabul" anlamına gelir. Tasarruf sahipleri bu sertifikalara yatırım yapmakla kira konusu malın menfaati üzerinde ortaklık akdi kurmuş olurlar. Dolayısıyla ortaklık konusu menfaatin gelirini satın aldıkları menkul kıymetlerin değeri oranında paylaşırlar. Dilediklerinde bu sertifikaları ikincil piyasada satıp ortaklıktan çıkabilirler. Kira sertifikaları bir alacağı değil, menfaat üzerindeki mülkiyeti temsil ettiğinden, ister üzerindeki yazılı meblağ, ister ondan daha düşük veya yüksek bedel karşılığında satılsın bunda bir sakınca görülmemiştir.⁴⁴ Ortaklığın işletmesini ya kira sertifikalarını

⁴³ Müslim, "Müsâkât", 19; Tirmizî, "Büyü", 2; Ebû Dâvud, "Büyü", 4.

⁴⁴ Heyetü'l-Muhâsebe ve'l-Murâcaa'h li'l-Müessesâti'l-Mâliyye el-İslâmiyye, *el-Meâ'yiru's-Şer'iyye*, Bahreyn (Manama) 2003, s. 310, 314; Mahmud Abdulkerim İrsid, *es-Şâmil fi muâmelâti ve ameliyyâti'l-mesârifi'l-İslâmiyye*, Amman 2001, s. 67-72; Kutub Mustafa Sânu, "Sukûku'l-icâre", *M.M.F.İ.*, Yıl. 2004, Sayı: 15, 1, 71,73.

piyasaya süren kuruluş ya da başka biri yürütebilir. Uygulamada genelde sertifikaları piyasaya süren yahut onun adına hareket eden kaynak kuruluş işletmecidir. Malın mâliki değil de kiracının maldaki menfaat hakkını sertifika haline getirip piyasaya sürmesi olayında, kiralanmış bir malın kiracı tarafından başka bir kişiye ikinci kez kiraya verilmesi durumu söz konusu olur. Aynı durum kira sertifikalarının ikincil piyasada satımı için de geçerlidir. Fıkıh kaynaklarında bu konu üzerinde durulmuş ve kira konusu malın kabzedilmiş olup mal sahibi ile kiracı arasında bir anlaşmazlığa yol açmayacak durumda olması şartıyla bu tür işlemin caiz olacağı noktasında görüş beyan edilmiştir.⁴⁵

4. Mal Satımına Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Fıkhî Durumu

Mal satımına dayalı menkul kıymetleştirme mudârebe, müşâreke, selem, istisnâ' ve murâbaha akitlerine dayalı olarak yapılır. Mudârabe ve müşâreke yönteminde kaynak kuruluş, hayata geçirmeyi düşündüğü projeyi standart nitelikteki menkul kıymetlere dönüştürerek özel amaçlı kuruluş aracılığıyla yatırımcılara arz eder. Yatırımcılar bu menkul kıymetleri satın alarak projeyi finanse ederler. Bu sayede projenin ortağı haline gelip kazanca payları oranında katılım hakkını elde etmiş olurlar. Kaynak kuruluş bu süreçte ya sadece işletmeci ya da projeye sermaye katkısında bulunmak suretiyle hem işletmeci hem de ortak sıfatıyla yer alır. Kaynak kuruluşun sermaye katkısının bulunmadığı menkul kıymetleştirmeye mudârabe esaslı, sermaye katkısının bulunduğu ise müşâreke esaslı menkul kıymetleştirme adı verilir. Fıkıhta konusu meşru olmak kaydıyla iki veya daha fazla kişi arasında mudârabe veya müşâreke ortaklığının kurulabileceği, tarafların anlaşmazlığa yol açmayacak şekilde sözleşme yapıp geliri diledikleri oranlarda paylaşabilecekleri kuralı

⁴⁵ Şirâzî, *el-Mühezzeb*, I, 403; Kâsânî, *Bedâyi'*, IV, 182; İbn Kudâme, *el-Muğnî* (nşr. Abdullah b. Abdülmuhsin Türkî, Abdülfettah Muhammed el-Hulv), Kahire 1989, VIII, 54-56. Menfaat satımına dayalı menkul kıymetleştirme konusunda ayrıntı bilgi için bk., Nezih Kemâl Hammâd, "Sukûku'l-icâre", *MMFİ*, Yıl: 2004, Sayı: 15, I, 13-44; Kutub Mustafa Sânu, "Sukûku'l-icâre", *a.g.e.*, Yıl: 2004, Sayı: 15, I, 55-111; el-Karadâğî, Ali Muhyiddîn, "Sukûku'l-icâre: Hasâisuhâ ve davâbituhâ dirâse fıkhiyye iktisâdiyye", *a.g.e.*, Yıl: 2004, Sayı: 15, I, 177-252.

kabul edilmiştir.⁴⁶ Dolayısıyla yukarıdaki ortaklıklara dayalı olarak yapılan menkul kıymetleştirmede fıkıhın temel kuralları ihlal edilmediği sürece bir sakınca olmadığı söylenebilir.

İstisnâ' temeline dayalı menkul kıymetleştirme genelde yol, köprü, baraj, fabrika, hastane, konut ve yüksek maliyetli makine ve teçhizatın üretilip müşteriye sunulması sürecinde söz konusu olur. Bu ürünlerin yapımını üstlenen, iş henüz proje aşamasında iken finansmanı temin için istisnâ' akdine dayalı sertifikalar çıkarıp yatırımcılara arz eder. Bu sertifikaları satın alan yatırımcılar, hem projeyi finanse etmiş hem de onun ortağı haline gelmiş olurlar. İşletmeci kuruluş, projeyi gerçekleştirdikten sonra onu satıp gelirini menkul kıymet sahiplerine hisseleri oranında pay eder. Bu sertifikalar ikincil piyasada dolaşım kabiliyetine sahip olduğundan yatırımcı dilerse, projenin sonuçlanmasını beklemeden onu satıp ortaklıktan ayrılabilir. Bu belgeler projedeki mal varlığının belli bir oranını temsil ettiğinden ikincil piyasada alınıp satılmasında fıkhen bir sakınca görülmez.⁴⁷

Selem akdine dayalı menkul kıymetleştirme büyük oranda yukarıdaki uygulamalara benzer. Ancak diğerlerinden farklı olarak araya paralel selem girer. Kaynak kuruluş, gelecekte var olacak belli standartlardaki ürünü selem akdi çerçevesinde finanse eder. Bu finansmanın kaynağını yatırımcılardan sağlamak için satın aldığı varlıkları menkul kıymetleştirip piyasaya arz etmek ister. Ancak selem genelde tarımsal ürünler üzerinde yapıldığından, selem konusu malın kabzdan önce satımının fikhî hükmü gündeme gelir. Hanefî⁴⁸, Şafii⁴⁹ ve Hanbelî⁵⁰ fakihleri kabzı fiilî teslimle gerçekleşen malların, henüz kabzedilmeden başkasına satılmasını caiz görmezler. *İslâm Fıkıh Akademisi*'nin

⁴⁶ İrşid, *eş-Şâmil fi muâmelât*, s. 51-53. Mudârabe senetlerinin fikhî durumu hakkında ayrıntılı bilgi için bk., Abdüssettâr Ebû Gudde (nşr.), *Karârâtü ve Tavsiyâtü Mecma'il Fikhi'l-İslâmî el-Münbesik min Munazzame'ti'l-Mu'temeri'l-İslâmî*, Dımaşk 1998, s. 67-71.

⁴⁷ Heyet, *el-Meâ'yîru's-Şeriyye*, s. 311, 314; İrşid, *eş-Şâmil fi muâmelât*, s.131.

⁴⁸ Kâsânî, *Bedayi*, V, 214.

⁴⁹ Şafii, *el-Ümm*, III, 70.

⁵⁰ İbn Kudâme, *el-Muğnî*, İV, 91.

kararı da bu doğrultudadır.⁵¹ Malikî mezhebindeki meşhur görüş ise, yiyecek maddesi dışındaki malların kabzdan önce satılabileceği yönündedir.⁵² Bu sebeple seleme dayalı menkul kıymetleştirme ya Malikî mezhebinin görüşü doğrultusunda ya da paralel selem yöntemiyle uygulanır. Paralel selem yönteminde kaynak kuruluş, selem yatırımı yaptığı ürünü değil de aynı standart ve aynı vadeye sahip farklı bir ürünü adeta üreticisi imiş gibi pazarlar. Selem sertifikalarını bu ürün üzerinden oluşturup piyasaya arz eder. Vadesi geldiğinde ilk selem akdinden doğan mal varlığını teslim alıp piyasada satar ve gelirini yatırımcılara aktarır. Yatırım yaptığı ürünü teslim alamaması durumunda ise, onu piyasadan tedârik edip pazarlayarak menkul kıymet sahiplerinin ödemelerini yapar.⁵³

Bir diğer menkul kıymetleştirme de *murâbaha serifikası* uygulamasıdır. Bu sertifikalar iki farklı temele dayalı olarak çıkarılır. Birincisinde, kaynak kuruluş mudârahe veya müşâreke ortaklığı çerçevesinde yatırımcılardan topladığı sermayeyi, murâbaha yöntemi ile değerlendirir. Bu sistemde sermayenin murâbaha esasına göre değerlendirileceği kararlaştırıldığından piyasaya arz edilen menkul kıymetlere *murâbaha serifikası* adı verilir. Aslında bunlar murâbaha olmayıp mudârahe veya müşâreke sertifikalarından ibarettir. Murâbaha ile sadece bir isim benzerliği söz konusudur. Çünkü işlem hukuken ortaklık esasları çerçevesinde yürür. Murâbaha serifikasının ikinci uygulamasında ise, işlem hukuken de murâbaha akdine dayanır. Kaynak kuruluş, murâbaha yöntemiyle sattığı mallardan doğan alacaklarını bir sepette toplayıp tek bir varlık haline getirerek onlar üzerinden menkul kıymet çıkarıp murâbaha serifikası adıyla yatırımcılara arz eder. Böylece murâbaha akdinden doğan vadeli parasal alacaklarını peşin olarak yatırımcılara satmış olur. Bu uygulamada para cinsinden bir alacağın borçlu dışındaki birine yine para cinsinden peşin bir bedel karşılığında satımı söz konusudur. Daha önce de geçtiği üzere böyle bir akit fikhen caiz olmaz. Çünkü faiz yasağının ihlâli söz

⁵¹ Abdüssetîâr Ebû Guddê (nşr.), *Karârât*, s. 139; el-Karadâgî, "Sukûku'l-icâre", *MMFİ*, Yıl: 2004, Sayı: 15, 1, 119.

⁵² İbn Rüşd, *Bidâyetü'l-müctehid*, II, 205; el-Bağdâdî Ebû Muhammed Abdulvahhâb, *Kiûbü't-Telkin fi'l-fikhi'l-Mâlikî* (nşr. Muhammed Salis Saîd Gani), Riyad 1995/1415, II, 370-371.

⁵³ İrşid, *eş-Şâmil fî muâmelât*, s.114-115.

konusudur. Zira satılan, para veya onun yerine geçen evraktır. Para ve para yerine geçen evrakların satımında ise, cins birliği olması durumunda denklik ve peşinlik cins farklılığı olması durumunda ise peşinlik şart koşulmuştur. Hz. Peygamber'den nakledilen riba ile ilgili hadis bunu göstermektedir.⁵⁴ Ancak, bu tür bir murâbaha sertifikası yönteminin Malezya'da faizsiz çalıştığı ileri sürülen kurumlar tarafından uygulandığı belirtilir.⁵⁵ M. Takî Osmânî'ye göre bu uygulamaya cevaz veren çağdaş İslâm hukukçuları şu gerekçelere dayanırlar: "Fıkıhta borçlu dışındaki birine, para karşılığında satılması caiz görülmemeyen alacak, karzdan doğan parasal olacaktır. Murâbaha sertifikası uygulamasında ise, mal satımından doğan parasal alacağın satımı söz konusudur. Murâbaha usûlü mal satımından doğan alacağı gösterir sertifika, herhangi bir parayı değil, satıma konu malın yerine geçen parayı temsil eder. Dolayısıyla bu işlem fakihlerin caiz görmediği borç satımı kapsamına girmez".⁵⁶

E. Değerlendirme ve Sonuç

Menkul kıymetleştirme müteşebbis, yatırımcı ve mâlî araçlarının ihtiyaçlarına cevap vermek için icat edilmiş çok yönlü fonksiyonları olan bir uygulamadır. Finans mühendisliğindeki uzmanlaşmanın bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Her ne kadar isim ve uygulama şekli bakımından yeni ise de kökleri milattan öncesine kadar uzanır. Kur'an-ı Kerim ve hadislerde menkul kıymetleştirmenin, bütün çeşitleriyle onaylandığı yahut yasaklandığına dair doğrudan bir bilgi yer almaz. Faizi haram kılan ayetlerden, faize dayalı olarak yapılan menkul kıymetleştirmenin de yasaklandığı sonucu çıkar. Faizle ilgili ayetlerin hemen ardından vadeli borç ilişkilerini düzenleyenlerin gelmesi ise faizsiz sözleşmelere dayalı menkul kıymetleştirmenin öz itibarıyla meşru olduğunu akla getirir. Zira ayetlerde faiz dışındaki akit çeşitleri hakkında ayrıntıya gidilmeyip özellikle karşılıklı rıza ve akitlerin gereğinin îfası üzerinde durulmuştur. Fakihler ayetlerdeki bu tür genel ifadelerden hareketle ibadetlerde şâri'in iznini muâmelâtta ise serbestliği temel ilke olarak benimsemişlerdir.

⁵⁴ Müslim, "Müsâkât", 81.

⁵⁵ Ali el-Karî, "Beyu'd-deyn", s. 250-251.

⁵⁶ Muhammed Takî el-Osmânî, "Beyu'd-deyn", *MMFİ*, Yıl. 1998, Sayı: 11, 1, 80-81.

Fıkıh kaynaklarındaki borcun satımı hakkında ileri sürülen görüşlerin menkul kıymetleştirmenin hükmüne ilişkin yorumlar üzerinde de etkili olduğu anlaşılmaktadır. Zira menkul kıymetleştirme işleminde mal, menfaat yahut borçtan oluşan varlığın peşin satımı yapılır. Özel amaçlı kuruluşun üretip piyasaya arz ettiği menkul kıymetler mal, menfaat yahut borçlardan meydana gelen varlıkları temsil eder. Leasing, faktoring, mal satımı ve kredi sözleşmelerinden doğan alacaklar parasaldır. Borçlunun zimmetinde para halinde sabit olmuş bir alacağın, menkul kıymetleştirmede olduğu gibi, borçlu dışındaki birine para karşılığında satımı ancak peşin olması şartıyla caiz olur ki bu menkul kıymetleştirme ile ulaşılmak istenen hedefe aykırıdır.

Parasal bir alacağın, borçlu dışındaki birine, para dışındaki mütekavvim bir mal karşılığında satımı konusunda ise farklı görüşler ileri sürülmüştür. Hanefî ve Zâhirî mezhebine mensup fakihlerin bu tür bir satışı onaylamadıkları görülmektedir. Hanefîlerin yaklaşımlarının temelinde garar ve anlaşmazlığa düşme tehlikesi yatar. Şâfiî mezhebi içerisinde bu konuda görüş birliğinin bulunmadığı, Mâlikîlerin ise bu tür bir akdi caiz gördükleri anlaşılmaktadır.

Para dışındaki herhangi bir maldan oluşan alacağın –Selem'de olduğu gibi- satımına ise, mezheplerin yaklaşımı genelde olumsuzdur. Zira Hanefî, Şâfiî ve Hanbelî fakihlere göre bütün mallar, Mâlikî'lere göre ise, gıda maddeleri kabzedilmeden başkasına satılamaz. Bu sebeple fıkha uygun olarak menkul kıymetleştirme yöntemini uygulamak isteyenlere ya Mâlikî mezhebinin görüşü ya da paralel selem yöntemi çıkış yolu olarak gösterilmiştir.

Parasal alacakların yine para karşılığında satımına dayalı menkul kıymetleştirmenin faizli olduğu bir gerçektir. Ancak faizsiz olduğu iddia edilmekle birlikte gerçekte faiz unsuru taşıyan menkul kıymetleştirme uygulamalarına da rastlanmaktadır. Bahreyn'deki İcâre sertifikası uygulaması ile Malezya'daki Murâbaha sertifikası uygulaması buna örnektir.

Resmi belgelere göre Bahreyn devleti 4 Eylül 2001 tarihinde başlayıp 4 Eylül 2006'da sona ermek üzere beş yıl vadeli 100 milyon ABD doları tutarında İcâre sertifikası senetleri çıkarmıştır. Bu uygulamada devletin kiralanmaya

uygun bir malı, önce menkul kıymet haline getirilip yatırımcılara satılmış, daha sonra aynı mal leasing yöntemiyle devletin kendisi tarafından kiralanmıştır. Bu süreçte devlet tarafından yatırımcıya yıllık % 5, 25 gelir va'd edilmiş beş yılın sonunda kira konusu malın ilk bedeli (100 milyon ABD doları) üzerinden yatırımcıdan geri satın alacağı garantisi verilmiştir. Bu uygulamanın caiz olduğu noktasında üç çağdaş İslâm hukukçusundan fetva alınmış ise de⁵⁷ gerçekte bunun bir kiralama görüntüsüne büründürülmüş faizli işlem olduğu açıktır. Zira yatırımcı sözde satın aldığı malın hiçbir riskine katlanmadan sadece yatırdığı parayı yıllık % 5,25 fazlasıyla tahsil etmektedir. Sonuç itibariyle devlet yıllık % 5,25 oranındaki faiz karşılığında beş yıl vadeli kredi kullanmış olmaktadır. Burada kira akdi görüntüsüne büründürülmüş faizcilikten ibaret hileli bir işlem söz konusudur. Oysa Hz. Peygamber'den nakledilen ribe'l-fadl konusundaki hadisler bu tür hileli yollarla faizciliğin engellenmesini de amaçlar.⁵⁸

Malezya'daki Murâbaha sertifikası uygulamasına gelince, fıkhîta, "karzdan doğan borçta faiz cereyan eder, mal satımından doğan borçta etmez" gibi akdın türüne yönelik bir ayırım yoktur. Ayet ve hadislerde de böyle bir ayırıma rastlanmaz. Hatta bu görüş aleyhine yorumlanabilecek rivayetler mevcuttur. Abdullah b. Ömer'den rivayet edilen hadis şu şekildedir:

"Bakî' pazarında deve satardım. Dînara karşılık satar yerine dirhem (veya *varik*), dirheme karşılık satar yerine dînar alırdım. Allah'ın Elçisine geldim,

-Ey Allah'ın Elçisi, izninizle bir şey sormak istiyorum; 'Ben Bakî'de deve satıyorum; dînar karşılığında satıp yerine dirhem (veya *varik*), dirheme karşılık satıp yerine dînar alıyorum. Ona karşılık onu alıyor buna karşılık bunu veriyorum' dedim.

Hz. Peygamber dedi ki:

⁵⁷ Devletü'l-Bahreyn: Müessesetü'n-nakidyeye, "Sukûku't-te'cîri'l-İslâmiyyeti'l-hükûmiyye", *MMFİ*, Yıl: 2004, Sayı: 15, II, 45-51.

⁵⁸ Ayrıntılı bilgi için bk., Bayındır, Abdülaziz, *Ticaret ve Faiz*, İstanbul 2007, s. 50-70.

- Günün fiyatıyla almanda bir sakınca yoktur, yeter ki aranızda bir şey bırakarak ayrılmayın"⁵⁹. Bu hadisten anlaşıldığı üzere, taraflar arasındaki borç ilişkisi deve alış verişine dayanır. Ödeme sırasında ise sarf akdi söz konusu olmaktadır. Hz. Peygamber mal satımından doğmuş borcun tahsili esnasında faize düşülmemesi noktasında uyarıda bulunmuştur. Eğer o borç, Malezya'daki murâbaha sertifikası uygulamacılarının iddia ettiği gibi malı temsil etseydi, Hz. Peygamber sarf hükümlerinin uygulanmasını emretmezdi. Dolayısıyla bu görüşün fikhî temelinin çürük olduğu anlaşılmaktadır. Nitekim M. Takî Osmânî ve Ali el-Karî de bu uygulamayı fikhî dayanaktan yoksun bulmuşlardır.⁶⁰

Bu uygulamanın Türkiye'de *Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı*, Batıda *Securitization*, Orta doğuda ise et-Taskîk: التصكك veya et-Tevrîk: التوريق şeklinde adlandırıldığı, bu sisteme dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetlere ise yaygın olarak *Sukûk* adı verildiği görülmektedir. Sukûklar dayandıkları akde göre Sukûku'l-İnudârabe, Sukûku'l-müşâreke, Sukûku'l-murâbaha, Sukûku's-selem, Sukûku'l-İstisnâ' ve Sukûku'l-icâre adını almaktalar.⁶¹

Menkul kıymetleştirmede amaca ulaşmanın en önemli şartı bu sistemin ikincil piyasasının varlığıdır. Bu durum mal ve menfaat satımına dayalı menkul kıymetler için de geçerlidir. Ancak, proje aşamasındaki varlıklar üzerinden mudârabe, müşâreke ve istisnâ' gibi akitlere dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetlerin ikincil piyasada satılması durumunda faize düşme ihtimali söz konusu olur. Zira bu evraklar, dayandıkları sermaye yatırıma dönüştürülünceye kadar, sahiplerinin ortaklıktaki parasal alacaklarını, yatırıma dönüştükten sonra ise mal varlıklarını temsil eder. Dolayısıyla bu akitlere dayalı olarak çıkarılan evraklar ancak, dayandıkları sermaye yatırıma dönüştükten sonra ikincil piyasada satılabilirler. Aksi halde faiz yasağı ihlal edilmiş olur.

Menkul kıymetleştirmede kaynak kuruluş sıfatıyla yer alan banka ve yatırım ortaklıkları finanse ettikleri projelerdeki uzun vadeli alacaklarını bir an

⁵⁹ Ebû Dâvûd, "Büyu", 14.

⁶⁰ M. Takî el-Osmânî, "Beyu'd-deyn", s. 80-81; Ali el-Karî, "Beyu'd-deyn", s. 250-253.

⁶¹ İrşîd, *eş-Şâmil fî muâmelât*, s. 223-224.

önce nakde çevirerek yeniden değerlendirmek isterler. Bu durum faizsiz kurumlar için de geçerlidir. Faizli kurumlar alacaklarını menkul kıymete dönüştürüp satarak bu arzularını gerçekleştirirler. Çünkü onların faizden kaçınma diye bir politikaları yoktur. Faizsiz çalışan kurumlar için ise mal ve menfaat satımına dayalı yöntem bir çıkış yolu olarak gösterilmiştir. Ancak, Türkiye'de olduğu gibi birçok İslâm ülkesinde menkul kıymetleştirme henüz yeterince yaygınlık kazanmamıştır. Faizsiz kurumların alacaklarının yaklaşık %80'ni murâbaha işlemlerine dayanır. Bu alacakların faiz yasağı çiğnenmeden menkul kıymete dönüştürülmesi durumunda ekonominin bütün tarafları bundan olumlu şekilde etkilenecektir. Klasik fıkıh kaynaklarımızdaki deyn satımının hükmüne ilişkin yaklaşımlar incelendiğinde, fakihlerin temelde iki nokta üzerinde odaklandıkları görülür: Birincisi faiz yasağının çiğnenmemesi, diğeri ise borcu satın alan müşterinin mağduriyetine yol açılmamasıdır. Darfır, faiz yasağının ihlali hariç, fakihlerin borç satımının caiz olmadığına yönelik ileri sürdükleri gerekçelerin geçerli olmadığı kanaatindedir. Ona göre parasal alacakların para dışındaki mal karşılığında peşin olarak satımı caizdir.⁶² Nezih Kemâl Hammâd da aynı görüşten hareketle faizsiz bankanın murâbaha alacaklarını para dışındaki herhangi bir mal karşılığında peşin olarak satabileceği kanaatindedir. Ona göre banka örneğin, 100 arabayı, peşin satın alıp müşterilerine vadeli olarak satar. Müşterilerden gelecekte tahsil edeceği alacak senetlerini menkul kıymete dönüştürüp araba firmasına yeni bir parti araba karşılığında verir. Böylece kurumun vadeli alacakları nakde dönüşmüş olur.⁶³ Bizce de bu görüşler isabetlidir. Dolayısıyla murâbaha alacakları bir havuzda toplanıp kaynak kuruluş veya özel amaçlı kuruluş tarafından menkul kıymete dönüştürülüp mal karşılığında satılabilir. Bu mal araba ve makine gibi somut mallardan oluşabileceği gibi hisse senetlerinden de oluşabilir. Murabaha alacakları karşılığında satın alınan mal yahut hisse senetleri piyasada satılmak suretiyle nakit paraya dönüştürülebilir. Bu yöntemin diğer uzun vadeli alacaklar için de uygulanabileceği açıktır.

⁶² Darfır, *el-Gararu ve eseruhû fi'l-ukûd*, s. 334-335.

⁶³ Nezih Kemâl Hammâd, "Beyu'd-deyn", s. 193.

İpotekli konut finansmanı *Mortgage* sistemi de menkul kıymetleştirmeye dayanır. Bu sistemde banka veya yatırım ortaklığının finansmanı ile inşa edilen konutların tapuları ipotek altına alınıp uzun vadeli olarak müşterilere satılır. Müşterilerden alınan ipotekli senetler finans kurumlarının duran varlıklarını oluşturur. Yüksek meblağlara ulaşan bu senetler bir anlamda nakde dönüőtürölüp yeniden yatırımda kullanılmak için özel amaçlı kuruluşa satılır. O da bu senetleri menkul kıymetleştirip piyasaya arz eder.⁶⁴ Görüldüğü üzere bu sistem tipik bir faizli borç satım işleminden ibarettir. Dolayısıyla faizsiz kurumların bu şekildeki bir uygulamaya yönelmeleri kuruluş ilkeleriyle bağdaşmaz.

Mortgage sistemi ile hedeflenen sonuca menfaat ve mal satımına dayalı menkul kıymetleştirme yöntemiyle de ulaşılabilir. Özellikle finansal kiralama ve istisnâ' esaslı menkul kıymetleştirme bu iş için elverişlidir. Finansal kiralamada, kurum tarafından finanse edilen konutlar, mülkiyetin devriyle sona eren kiralama yöntemiyle uzun vadeli olarak müşterilere kiralanır. Son kira taksiti ödeninceye kadar konutun mülkiyeti kuruma, menfaati ise müşteriye ait olur. Müşteri kurumun kiracısı konumundadır. Kurum konutlar üzerindeki hakkını, kiracıların haklarını ihlal etmemek şartıyla, menkul kıymet haline getirip yatırımcılara satarak uzun vadeli alacaklarını nakde çevirmiş olur. Kira taksitleri bundan böyle menkul kıymet sahiplerinin hesabına aktarılır. Son taksitle birlikte menkul kıymetin temsil ettiği mülkiyet hakkı kiracıya geçer. Menkul kıymet sahibi dilerse vadeyi beklemeden evrakı ikincil piyasada satıp nakde çevirebilir. İstisnâ' yönteminde de benzer uygulama söz konusudur. Kurum inşa etmek istediği konutları proje aşamasında menkul kıymetleştirip piyasaya sunarak teşebbüsün finansmanını sağlar. Menkul kıymet sahiplerinden topladığı sermaye ile konutları inşa edip müşterilere arz eder. Konutlardan elde edilen gelirden kendi payını çıktıktan sonra kalanı menkul kıymet sahiplerine aktarır.

⁶⁴ Özsan, Onur, "Mortgage sisteminin temelleri", *Active Dergisi*, Temmuz-Ağustos 2005, s. 1-7.

Türkiye'de ipotekli konut finansmanı ile ilgili ilk yasal düzenleme (*Tutsat: Mortgage yasası*) 6 Mart 2007 tarih ve 26454 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girdi. Yasanın 38/A maddesinde konutların kredi verme yahut finansal kiralama yöntemiyle finanse edilebileceği hükmüne bağlanmıştır. Dolayısıyla Türkiye'deki katılım bankalarının fıkha uygun finansal kiralama kuralları doğrultusunda faizsiz olarak ipotekli konut finansmanı ürününden yararlanabilecekleri anlaşılmaktadır.

Menkul kıymetleştirme ile ilgili olarak ulaştığımız sonuçları aşağıdaki maddeler halinde sıralamak mümkündür:

-Çağdaş menkul kıymetleştirme şekil ve uygulama olarak yirminci yüzyılın son çeyreğinde kullanılmaya başlanılan bir fon aktarım yöntemi olmasına rağmen, klasik fıkıh kaynaklarımızda erken döneme ait örnekleri mevcuttur; Sukûk ve Câmekiyye satımı gibi.

- Menkul kıymetleştirme mal, menfaat ve borç satımına dayalı olarak uygulanır.

- Borç satımına dayalı olan yöntem faizli kredi, mal ve menfaat satımına dayalı olan ise ticaret kuralları çerçevesinde yürütülür.

- Borç satımına dayalı menkul kıymetleştirme fıkıhtaki borcun satımı ile ilgili kurallara aykırı unsurlar taşıdığından fikhî bakımdan caiz görülmemiştir.

- Mal satımına adalı olanlar mudâربه, müşâreke, selem, istisnâ' ve murâbaha akitleri, menfaat satımına dayalı olan ise kira akdi çerçevesinde yapılmaktadır. Faiz yasağı ve adı geçen akitler için belirlenen kurallara çiğnenmediği takdirde bu tür sözleşmelere dayalı olarak yapılan menkul kıymetleştirmenin caiz olduğu noktasında genel bir kanaat vardır.

- Katılım bankalarının murâbaha, kiralama ve diğer uzun vadeli işlemlerden doğan alacaklarını borcun mal karşılığında peşin satımına dayalı menkul kıymetleştirme ile nakde dönüştürmeleri mümkün olabilir.

- Gerçekte faizli olmasına rağmen kira ve satım akdi görüntüsüne büründürölmüş hileli menkul kıymetleştirme uygulamalarına rastlanılmaktadır. Bu tür hileli yolların söz konusu işlemleri caiz kılmayacağı kanaatindeyiz.

- Mortgage yasasında ipotekli konut finansmanının hem kredi hem de finansal kiralama yöntemiyle gerçekleştirileceği hükme bağlandığından, katılım bankaları finansal kiralamanın fıkhı uygun şekliyle ipotekli konut finansmanında bulunabilirler.