

**T.C.**  
**İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İSLAM İKTİSADI VE FİNANSİ ANABİLİM DALI**

**DOKTORA TEZİ**

**DEĞİŞEN DÜNYADA ORTAKLIK TEMELLİ**  
**FİNANSMAN VE KATILIM BANKALARINDAKİ YERİ**

**Ömer EMEÇ**

**2502140130**

**TEZ DANIŞMANI**

**Prof. Dr. Mehmet SARAÇ**

**İSTANBUL – 2019**



T.C.  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

DOKTORA  
TEZ ONAYI



ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : ÖMER EMEÇ Numarası : 2502140130  
Anabilim Dalı / Anasanat Dalı / Programı : İSLAM İKTİSADI VE FİNANSI Danışmanı : PROF. DR. MEHMET SARAÇ  
Tez Savunma Tarihi : 04.12.2019 Saati : 10:00  
Tez Başlığı : "DEĞİŞEN DÜNYADA ORTAKLIK TEMELLİ FİNANSMAN VE KATILIM BANKALARINDAKİ YERİ"

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 50. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜNE OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

| JÜRİ ÜYESİ                   | İMZA | KANAATİ<br>(KABUL / RED / DÜZELTME) |
|------------------------------|------|-------------------------------------|
| 1- PROF. DR. MEHMET SARAÇ    |      | KABUL                               |
| 2- PROF. DR. SERVET BAYINDIR |      | KABUL                               |
| 3- PROF. DR. VEDAT AKGİRAY   |      | KABUL                               |
| 4- DOÇ. DR. ABDÜLKADİR TUNA  |      | KABUL                               |
| 5- DR. ÖĞR. ÜYESİ ALİ ÇOŞKUN |      | KABUL                               |

| YEDEK JÜRİ ÜYESİ               | İMZA | KANAATİ<br>(KABUL / RED / DÜZELTME) |
|--------------------------------|------|-------------------------------------|
| 1- DR. ÖĞR. ÜYESİ GÖKHAN ÖVENÇ |      |                                     |
| 2- DR. ÖĞR. ÜYESİ HAKAN ŞAHİN  |      |                                     |

## ÖZ

# DEĞİŞEN DÜNYADA ORTAKLIK TEMELLİ FİNANSMAN VE KATILIM BANKALARINDAKİ YERİ

ÖMER EMEÇ

Bu doktora tezi, ekonomi politik gelişmelerle finansman yöntemleri arasındaki ilişkileri incelemektedir. Finansman tarihi süreçte dini, sosyal, çevresel etmenlerle birçok form değişiklikleri geçirmiş ve değiştirmeye devam etmektedir. Bu çalışmada endüstri 4.0, teknolojik dönüşüm ve dijitalleşme ile gelişeceği düşünülen yeni iş modelleri, ortak kaynak kullanımı ve bu gelişmelerin finansman bacağındaki yansımaları incelenmiştir. Tezin hipotezlerinden biri olan ortaklık temelli finansmanın yaygınlaşacağı önermesi bağlamında, ortaklık temelli finansmanın İslam İktisadındaki tarihselliği, İslam İktisadının ortaklık ve borç temelli finansmana olan yaklaşımı tartışılmıştır. Sonrasında, katılım bankalarındaki mevcut ürün ve hizmetleri ortaklık ve borç temelli olmaları bakımından değerlendirilmiş, katılım bankalarının yeni gelişen finansman paradigmasına olan yaklaşımları analiz edilmiştir.

İslam İktisadının özünde yer alan risk paylaşımı ve ortaklık temelli finans yaklaşımının katılım bankalarının finansman bacağında ciddi bir karşılık bulmadığı bilinen bir gerçekliktir. Bu bağlamda, yarı yapılandırılmış derinlemesine mülakat yöntemi ile katılım bankalarının yöneticileri gözünden katılım bankalarının ortaklık temelli finansman yerine borç temelli finansmana odaklanmalarının gerekçeleri analiz edilmiştir. Yine katılım bankaları yöneticileri gözünden katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı yaygınlaştırması ile elde edecekleri potansiyel kazanımlar tartışılmıştır. Ardından katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı yaygınlaştırabilmeleri adına model önerisinde bulunulmuştur.

**Anahtar Kelimeler:** Endüstri 4.0, Dijital Dönüşüm, Teknoloji, Ortak Kaynak Kullanımı, İnovasyon, Risk Sermayesi, Ortaklık Temelli Finansman, Katılım Bankaları, Mudaraba, İşbirliği Çağı.

**ABSTRACT**

**EQUITY BASED FINANCING IN THE CHANGING WORLD  
AND ITS PLACE IN PARTICIPATION BANKS**

**ÖMER EMEÇ**

This PhD thesis examines the relationship between economic political developments and financing methods. Financing has undergone many form changes through religious, social, environmental factors in the historical process and continues to change. In this study, new business models, common resource usage that are thought to develop with industry 4.0, technological revolution and digitalization and the reflections of these developments on financing methods are examined. In the context of the hypothesis that equity based finance will be more commonly used, the historical background of equity based finance in Islamic economics and the approach of Islamic economics to equity and debt based financing are examined. Afterwards, the existing products and services in the participation banks were examined in terms of being equity and debt based, and the strategies of the participation banks in new finance approaches were examined.

It is a well-known fact that the risk-sharing and equity-based finance approach, which is at the core of Islamic Economics, has just a small share in the financing provided by participation banks. In this context, the reasons of the participation banks' focus on debt-based finance instead of equity-based finance were analyzed through semi structured in depth interview. Again, from the perspective of participation banks executives, the potential gains of participation banks by extending equity-based financing are discussed. Subsequently, a model is proposed for participation banks to expand equity based financing.

**Keywords:** Industry 4.0, Digital Transformation, Technology, Common Resources, Innovation, Venture Capital, Equity Based Financing, Participation Banks, Mudaraba, Age of Cooperation.

## ÖNSÖZ

Bu çalışma, ortaklık temelli ve riskin paylaşıldığı finansman yönteminin önemine ve ana akım iktisat ve finans paradigmasının değişen dünya gereksinimlerini karşılayamamasına değinmektedir. Çalışmada, İslam İktisadının modern ve kurumsal manadaki en önemli yapıları olan katılım bankalarının ortaklık temelli finansmana odaklanmamalarının analizi yapılmakta ve katılım bankalarının bu alanı geliştirmesi için model/yöntem önerisinde bulunmaktadır.

Tez, 4 bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde değişen dünyanın endüstri 4.0'ın temelinde yer alan teknolojik ve dijital dönüşümün beraberinde getirdiği “işbirliği çağı”nın finansman tarafındaki yansıması olan ortaklık temelli finansmanın ihtiyaç ve önemine değinilirken, borç temelli finansmana yönelik eleştiriler getirilmiştir.

İkinci bölümde İslam İktisadında kullanılan bir finansman ve ortaklık yöntemi olan mudarabanın tarihin akışı içerisindeki farkı formlarına değinilmiş, özellikle yeni teknoloji girişimleri (startup) tarafında önemli bir finansman yöntemi haline gelen risk/girişim sermayesinin tanımı, gelişimi ve ölçeğine odaklanılmıştır.

Üçüncü bölümde katılım bankalarının ürün ve hizmetleri borç ve ortaklık temelli olmaları bakımından incelenmiştir. Temel bir kategorilendirme ile katılım bankalarının ürün ve hizmetlerini fon toplama, fon kullandırma ve bankacılık hizmetleri olacak 3 grupta sınıflandırılabilir. Katılım bankalarının topladığı fonların büyük bir bölümünde mudaraba yöntemiyle ortaklık temelli bir mekanizma kurulurken, fon kullandırma tarafında ise neredeyse tamamı murabaha olan borç temelli bir mekanizma göze çarpmaktadır. Bankacılık hizmetleri ise borç ve ortaklık temelli olmaktan ziyade ücret ve komisyon karşılığında verilen hizmetler olarak bu çalışmanın kapsamı içerisinde bulunmadıkları için incelenmemiştir. Yine üçüncü bölümde, değişen dünyadaki farklılaşan finansman gereksinimlerine yönelik katılım bankalarının kurdukları girişimcilik merkezleri ve girişim sermayesi yatırım fonları incelenmiştir.

Dördüncü bölümde ise katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı özellikle de fon kullandırma tarafında ortaklık temelli finansmanı tercih etmemelerinin

gerekçeleri incelenmiş ve ortaklık temelli finansmanın gelişmesinin potansiyel kazanımları üzerinde durulmuştur. Çalışma kapsamında katılım bankaları yöneticileri ile derinlemesine mülakatlar yapılmış ve katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı geliştirilebilmesi için çözüm ve model önerisinde bulunulmuş ve ortak temelli finansman için katılım bankalarının “ortak hareket etmelerinin” önemine değinilmiştir.

Bu tezin hazırlanmasında emeği geçen başta kıymetli danışman hocam Prof.Dr. Mehmet Saraç olmak üzere tezin hazırlanması sürecinde değerli fikirlerini esirgemeyen Prof. Dr. Servet Bayındır ve Dr. Öğr. Üyesi Ali Coşkun’a teşekkürü bir borç bilirim. Tezin yoğun çalışması esnasında gerek görüşlerini ve gerekse de desteklerini her daim gördüğüm akademi ve iş dünyasından katkı sağlayan tüm arkadaşlarıma, meslektaş ve akademisyenlere destekleri için müteşekkirim. Özellikle saha çalışması kısmında çalışmanın olgunlaşması için mülakatlara zaman ayıran ve destekleriyle vererek çalışmaya değer katan katılım bankaları yöneticilerine ayrıca teşekkür ederim. İlim yolculuğunda beni sürekli destekleyen muhterem annem, babam ve kardeşlerime, ayrıca anlayış ve hoşgörleriyle hep yanımda olan eşim ve oğluma müteşekkirim olduğumu belirtmek isterim.

ÖMER EMEÇ

İSTANBUL, 2019

## İÇİNDEKİLER

|                          |      |
|--------------------------|------|
| ÖZ.....                  | iii  |
| ABSTRACT.....            | iv   |
| ÖNSÖZ.....               | v    |
| ŞEKİLLER LİSTESİ.....    | x    |
| GRAFİKLER LİSTESİ.....   | xi   |
| TABLolar LİSTESİ.....    | xii  |
| KISALTMALAR LİSTESİ..... | xiii |
| GİRİŞ .....              | 1    |

### 1. BÖLÜM

#### DİJİTAL ÇAĞDA İŞ MODELLERİ VE FİNANSMAN YAKLAŞIMININ DEĞİŞİMİ VE ANA AKIM FİNANS ELEŞTİRİSİ

|                                                                                              |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.1. Giriş.....                                                                              | 5  |
| 1.2. Sanayi Devrimleri, Teknolojik Değişimler, İnternet ve Dijital Dünya.....                | 10 |
| 1.3. Borca Dayalı Finans Sistemi ve Beraberinde Getirdiği Problemler .....                   | 17 |
| 1.3.1. Eşitsizlik.....                                                                       | 18 |
| 1.3.2. Borçluluk.....                                                                        | 21 |
| 1.3.3. Krizler .....                                                                         | 23 |
| 1.4. Dijital Çağda Ortaklık ve Ortaklık Finansmanı .....                                     | 26 |
| 1.4.1. Dijital Çağda Köklü Değişiklikler ve Ortak Kaynak Kullanımı.....                      | 27 |
| 1.4.2. Dijital Çağda Hâkim Finans Yaklaşımının Eksiklikleri ve Yeni Finans<br>Anlayışı ..... | 32 |
| 1.4.3. Yeni Gelişen Finans Enstrümanları ve Anlayışı: Ortaklık ve İşbirliği .....            | 35 |

## **2. BÖLÜM**

### **İSLAM İKTİSADI, ORTAKLIK TEMELLİ FİNANSMAN VE GİRİŞİM SERMAYESİ**

|                                                                        |    |
|------------------------------------------------------------------------|----|
| 2.1. İslami İktisadında Borç ve Ortaklığa Yaklaşım .....               | 39 |
| 2.2. İslami Finansta Ortaklık Temelli Finansman Türleri.....           | 44 |
| 2.3. Mudarabanın Tarihsel Gelişimi ve Süreç İçerisindeki Formları..... | 47 |
| 2.4. Girişim Sermayesinin Ortaya Çıkışı ve İşleyiş Mekanizması.....    | 50 |
| 2.5. Küresel Girişim Sermayesi .....                                   | 56 |
| 2.6. Türkiye’de Girişim Sermayesi .....                                | 61 |

## **3. BÖLÜM**

### **KATILIM BANKALARI ÜRÜNLERİ, GİRİŞİMCİLİK MERKEZLERİ VE GİRİŞİM SERMAYELERİ**

|                                                                                                      |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 3.1. Katılım Bankaları: Doğuşu, İlkeleri ve Ürünleri.....                                            | 65 |
| 3.2. Ortaklık Temelli Finansman Açısından Katılım Bankalarının Ürünlerinin<br>Değerlendirilmesi..... | 72 |
| 3.2.1. Fon Toplama .....                                                                             | 73 |
| 3.2.2. Finansman Sağlama .....                                                                       | 78 |
| 3.3. Yeni Finans, Katılım Bankaları, Girişimcilik ve Girişimcilik Merkezleri.....                    | 81 |
| 3.4. Katılım Bankalarında Portföy Yönetimi Şirketleri ve Girişim Sermayesi.....                      | 88 |
| 3.5. Katılım Bankalarında Girişim Sermayesi .....                                                    | 92 |
| 3.6. Girişim Sermayesi ile Girişimcilik Merkezi Koordinasyonu.....                                   | 94 |

## **4. BÖLÜM**

### **ORTAKLIK TEMELLİ FİNANSMAN VE KATILIM BANKALARI**

|                                                                        |    |
|------------------------------------------------------------------------|----|
| 4.1. Veri Seti ve Yöntem.....                                          | 96 |
| 4.2. Çalışma Bulguları: Ana Tema, Kategoriler ve Alt Kategoriler ..... | 97 |

|                                                                                                                                                   |            |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 4.2.1. Kategori 1'in Detaylandırılması: Ortaklık Temelli Finansman Yerine Borç Temelli Finansmana Odaklanma Gerekçeleri.....                      | 99         |
| 4.2.2. Kategori 1'in Değerlendirilmesi: Ortaklık Temelli Finansman Yerine Borç Temelli Finansmana Odaklanma Gerekçelerinin Değerlendirilmesi..... | 106        |
| 4.2.3. Kategori 2'nin Detaylandırılması: Ortaklık Temelli Finansmanın Yaygınlaşmasının Katılım Bankalarına Katkıları .....                        | 109        |
| 4.2.4. Kategori 2'nin Değerlendirilmesi: Ortaklık Temelli Finansmanın Yaygınlaşmasının Katılım Bankalarına Katkıları .....                        | 115        |
| 4.3. Katılım Bankalarının Ortaklık Temelli Finansmanı Yaygınlaştırabilmesi İçin Çözüm ve Model Önerisi .....                                      | 117        |
| <b>DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....</b>                                                                                                                | <b>124</b> |
| <b>KAYNAKÇA .....</b>                                                                                                                             | <b>130</b> |
| <b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>                                                                                                                              | <b>154</b> |

## ŞEKİLLER LİSTESİ

|                                                                            |     |
|----------------------------------------------------------------------------|-----|
| Şekil 1.1: Sanayi Devrimleri: 1.0, 2.0, 3.0, 4.0 .....                     | 11  |
| Şekil 1.2: Endüstri 4.0: Temel Bileşenleri.....                            | 13  |
| Şekil 1.3: Dijitalleşme ile Gelen İş Modelleri Örnekleri.....              | 16  |
| Şekil 2.1: Mudaraba, Commenda, Girişim Sermayesi Karşılaştırması .....     | 47  |
| Şekil 2.2: Girişim Sermayesi Türleri .....                                 | 53  |
| Şekil 2.3: Girişim/Risk Sermayesi İşleyişi .....                           | 55  |
| Şekil 3.1: Dünyada ve Türkiye’de İslami Bankaların Gelişimi.....           | 66  |
| Şekil 3.2: Tekli Para Sistemlerinden İkili Para Sistemine Geçiş.....       | 69  |
| Şekil 3.3: Katılım Bankacılığının Temel Ürünleri .....                     | 70  |
| Şekil 3.4: Katılım Bankacılığında Yeni Ürün Fırsatları .....               | 81  |
| Şekil 4.1: Katılım Bankaları Ortaklık Temelli Finansman Model Önerisi..... | 119 |

## GRAFİKLER LİSTESİ

|                                                                                           |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Grafik 1.1:</b> Dünya'daki Reel Sermaye Getirisi ve Reel Büyüme .....                  | 19 |
| <b>Grafik 1.2:</b> Global Gelir Dağılımı (%).....                                         | 20 |
| <b>Grafik 1.3:</b> Küresel Borç ve GSYH Oranı (Milyar Dolar, %).....                      | 22 |
| <b>Grafik 1.4:</b> Kredi Döngüsü .....                                                    | 23 |
| <b>Grafik 2.1:</b> Global Girişim Sermayesi Büyüklükleri (Milyar Dolar) .....             | 58 |
| <b>Grafik 2.2:</b> Amerika Girişim Sermayesi Yatırım Sayısının Sektörel Kırılımı .....    | 59 |
| <b>Grafik 2.3:</b> Amerika Girişim Sermayesi Yatırım Hacimlerinin Sektörel Kırılımı ...   | 59 |
| <b>Grafik 2.4:</b> Yazılım Sektörünün Girişim Sermayesi Payı (%).....                     | 60 |
| <b>Grafik 2.5:</b> GSYF Portföy Bilgileri (Mart 2019, Milyon TL) .....                    | 63 |
| <b>Grafik 2.6:</b> GSYO Yatırımları Piyasa Değerleri (Mart 2019, Milyon TL).....          | 64 |
| <b>Grafik 3.1:</b> Dünyada İslami Finans Varlıklarının Tarihsel Gelişimi (Milyar \$)..... | 73 |
| <b>Grafik 3.2:</b> Cari Hesaplar/Toplanan Fonlar (%) .....                                | 75 |
| <b>Grafik 3.3:</b> Piyasa Faiz Oranları ve Kar Payı-Mevduat Faizi Makası (%) .....        | 77 |
| <b>Grafik 3.4:</b> Katılım Bankaları Ortaklık Finansmanları (Milyar TL, %) .....          | 78 |
| <b>Grafik 3.5:</b> Krediler/Toplam Aktifler (%) .....                                     | 79 |
| <b>Grafik 3.6:</b> Toplam Menkul Değerler/ Toplam Mevduat (%) .....                       | 80 |

## TABLÖLAR LİSTESİ

|                                                                                      |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Tablo 1.1:</b> Amerika'daki Şirketlerin Piyasa Değerleri (Milyar Dolar) .....     | 15 |
| <b>Tablo 3.1:</b> Portföy Yönetimi Şirketleri Portföy Büyüklükleri (Mayıs 2019)..... | 91 |
| <b>Tablo 3.2:</b> GSYF Portföy Bilgileri .....                                       | 93 |
| <b>Tablo 4.1:</b> Görüşme Yapılan Müdürlerin Dağılımı.....                           | 96 |
| <b>Tablo 4.2:</b> Ana Tema, Kategoriler ve Alt Kategoriler .....                     | 98 |



## KISALTMALAR LİSTESİ

|             |                                            |
|-------------|--------------------------------------------|
| <b>API</b>  | : Application Programming Interface        |
| <b>ATM</b>  | : Automated Teller Machine                 |
| <b>B2B</b>  | : Business-to-Business                     |
| <b>B2C</b>  | : Business-to-Customer                     |
| <b>BDDK</b> | : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu |
| <b>GSYF</b> | : Girişim Sermayesi Yatırım Fonu           |
| <b>GSYH</b> | : Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla                |
| <b>GSYO</b> | : Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı      |
| <b>IIF</b>  | : Institute of International Finance       |
| <b>IoE</b>  | : Internet of Everything                   |
| <b>IoT</b>  | : Internet of Things                       |
| <b>KOBİ</b> | : Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler    |
| <b>MVP</b>  | : Minimum Viable Product                   |
| <b>ÖFK</b>  | : Özel Finans Kurumları                    |
| <b>P2P</b>  | : Peer-to-Peer                             |
| <b>PYŞ</b>  | : Portföy Yönetim Şirketi                  |
| <b>SPK</b>  | : Sermaye Piyasası Kurulu                  |
| <b>SYR</b>  | : Sermaye Yeterlilik Rasyosu               |
| <b>TMSF</b> | : Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu           |

## GİRİŞ

İnsanoğlunun finansmana erişimi meselesi neredeyse insanlık serüveni kadar eski bir olgudur. Finansman tarihi süreçte dini, sosyal, çevresel etmenlerle birçok form değişiklikleri geçirmiş ve değiştirmeye devam etmektedir. Örneğin, teknoloji sektörü ve girişimcilik dünyasının gelişmesinde ciddi etki ve katkıları söz konusu olan girişim sermayesi/risk sermayesinin, 6. yüzyılda İslam dünyasında kullanılan mudaraba ve 11.yüzyılda Akdeniz’de kullanılan commendayla benzerlikleri bunu desteklemektedir. Her ne kadar finansman formları teknoloji, hız, sosyokültürel yapı gibi etkenlerle değişse de temelde ortaklık temelli finansman ve borç temelli finansman olmak üzere iki ana finansman yönteminden bahsetmek mümkündür.

Özellikle ana akım iktisat ve piyasa ekonomisinin şekillendirdiği finansman paradigması krediye/borca dayalı bir anlayışı esas almaktadır. Kredi ve borç mekanizmasının da kompleks ve ileri düzey türev ürünleri ile daha da derinleştirilmesi ile küresel borçluluk, üretilen küresel hasılanın çokça üzerinde seyretmeye başlamıştır. Üstelik kredi temelli finansmanın büyük kısmı da varlık temelli olmaktan çıkmış ve parasal/nakdi borç temelinde türev ürünlerle daha da derinleşmiştir. Nakdi/parasal borçların ise fiyatlanırken, tüm semavi dinler tarafından yasaklanmış olan faiz getirisi üzerinden fiyatlanması ciddi bir sorun iken, bu denli yüksek borçluluğun gerek ekonomi üzerinde gerekse de toplumlar üzerinde önemli yansımaları oluşmaktadır.

Bu manada günümüz dünyası ekonomilerinin en temel problemi, riskin paylaşımı yerine transferine dayanan bir sistem ile işleyişini sürdürmeye çalışıyor oluşudur. Bu işleyiş, beraberinde geriye ödenmesi mümkün olmayan ve sürekli artan miktarlarda borç üretilmesi ve borç verenler ile borç alanlar arasında sürekli artan sosyoekonomik farklılığın oluşması gibi problemleri getirmekte ve sistemin sürdürülebilirliğini imkânsız hale dönüştürmektedir. Hâkim ekonomi ve finans yaklaşımının, risk transferine dayalı sistemlerin sürekli biçimde ekonomik ve siyasi problemler yarattığı küresel finans krizlerinde açık bir şekilde görülmektedir.

Nitekim 2008 global krizinin etkisi ile ana akım iktisat paradigması eleştirilmeye başlanmış, İslam İktisadını bu sıkışma ve sorunlara alternatif olarak dile getirenlerin

sayısı ciddi oranda artmıştır. İslam iktisadının çekirdeğinde yer alan riskin paylaşımını öngören, ortaklık temelli muşaraka ve mudaraba gibi enstrümanları destekleyen, varlık temelli reel ekonomiye finansman sağlama yaklaşımlarının küresel finansal istikrara önemli kazanımlar getireceği düşünülmektedir.

Ayrıca mevcut prensipler ve kriterlerle gerçekleştirilen finansman yönteminin, teknoloji çağının gereksinimlerini karşılamadığı da ortadadır. Çok ciddi potansiyelleri olan yeni girişimlerin (startup), küçük finansman ihtiyaçlarına bile mevcut finansman kriterleri çerçevesinde çözüm bulabilmek mümkün olamamaktadır. Potansiyeli çok yüksek olan birçok girişim ve girişimci, bir nakit akışı henüz oluşmamış ve ilgili finansman kuruluşuna verebileceği teminatı olmadığı için finansmana erişememekte ve önemli birçok fikir, iş ve girişim kaybolmaktadır. Ancak, bu durumu fark etmiş ve çözüm geliştirmiş ekonomilerin geliştirdikleri ortaklık temelli finansmanların etkisi ile girişimcilik ekosistemi bu ülkelerde hızla gelişmiştir. Silikon Vadisi bu bağlamda örnek verilebilecek bir başarı hikâyesidir. Her ne kadar başka birçok faktör bu başarının arkasında olsa da finansman da bu başarının önemli bir parçasıdır.

Dolayısı ile gerek artan eleştiriler, gerekse teknolojinin birçok konuda insanları ortak ve işbirliği ile hareket etmeye doğru yöneltmesi neticesinde ortaklık temelli ve riskin daha fazla paylaşıldığı bir finansman yönteminin önümüzdeki dönemlerde daha fazla gelişeceği öngörülmektedir. Risk almanın negatif bir çağrışım oluşturmada “risk transferini” temel alan bir finans paradigmasının da ciddi etkisi olmuştur. Ancak risk transferine dayalı anlayışın sistemik risk oluşturduğu gerçeği ise 2008 finansal krizinde anlaşılmıştır. Nitekim riski azaltmak ve yönetmek riski belli bir prim karşılığında 3. tarafa transfer etmekten ziyade riskin paylaşılması ile mümkün olabilmektedir. Risk transferi taşıdığı riskleri başkalarına devrettiği için güvende olduğunu düşünen kurumlar/kişiler aslında risk transferi ile sistemik riskin oluşmasına neden olmakta ve sistemik risk üzerinden kendi risklerini de arttırmaktadır.

Risk paylaşımı konusu, İslam İktisadının temel prensiplerinden biri olmakla birlikte pratik uygulama alanları şu ana kadar gelişemediği için aynı zamanda da en çok eleştirilen alanıdır. Nitekim her ne kadar reel temelli alım-satım işlemi olarak murabaha, konvansiyonel kredi mekanizmasından ayrışsa da, katılım bankaları

tarafından neredeyse tek finansman yöntemi olarak kullanılmaktadır. Murabaha finansmanında risk paylaşımı olmadığı için, bu durum katılım bankalarına yöneltilen bir eleştiri konusu olmaktadır. Geliştirilen bu eleştiriler özellikle fon kullandırım tarafı için geçerlidir. Nitekim katılım bankalarının sukuk, vekalet, vaad gibi sabit getirili fon toplama ürünleri olsa da katılım bankaları çoğunlukla mudarabaya (emek-sermaye ortaklığı) dayalı olarak fon toplamakta olup bu manada mudilerle riski paylaşmaktadırlar.

Son dönemlerde ise katılım bankalarının özellikle girişim sermayesi yatırım fonları ve girişimcilik merkezleri ile ortaklık temelli finansmana olan eğilimleri artmakla birlikte ortaklık temelli finansman toplam bilançolarının küçük bir oranını oluşturmakta ve bu küçük oranın da hemen hepsi inşaat sektöründeki kar-zarar ortaklığı projelerinden oluşmaktadır.

Bu zemin üzerinde, “Değişen Dünyada Ortaklık Temelli Finansman ve Katılım Bankalarındaki Yeri” olarak adlandırdığımız bu doktora tezi 4 bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde borç temelli finansmanın oturduğu paradigma ve bu finansmanın yöntemine olan eleştiriler ve eksik kaldığı yönleri ek olarak ortaklık temelli finansmanın önemine değinilmiştir. İkinci bölümde mudaraba ve girişim sermayesinin benzerlikleri incelenmiştir. Üçüncü bölümde katılım bankalarının mevcut ürünleri ortaklık/borç temelli olmaları bakımından incelenmiş, girişimcilik merkezi ve girişim sermayesindeki çalışmaları analiz edilmiştir. Dördüncü bölümde ise katılım bankalarının yöneticileri ile görüşmeler yapılarak katılım bankalarının ortaklık temelli finansmana odaklanmamalarının gerekçeleri ve ortaklık temelli finansmana odaklanması ile katılım bankalarının elde edeceği potansiyel kazanımlara değinilmiştir.

Çalışma kapsamındaki araştırmalarda ve literatür taramasında, mülakatların analiz edildiği 4.bölüm dışında, birçok kaynağa erişilmiştir. 2008 finansal krizi neticesinde ana akım ekonomi ve finansa artan eleştirilere ek olarak teknolojinin değiştirici gücü gerek Batı dünyasında gerekse de Müslüman ülkelerinde ortaklık temelli finansman yatırımlarını arttığı gibi bu alana olan akademik ilgiyi de arttırmıştır. Dolayısı ile bu alanda önemli sayıda çalışma söz konusudur.

Ortaklık temelli finansmanın İslam tarihindeki yeri, gelişimi ve İslami finansın modern kurumları olan katılım bankalarının ürün ve hizmetlerinin ortaklık ve risk paylaşımı bakımından incelendiği çalışmalar da bulunmaktadır. Ancak katılım bankalarını, yeni gelişen fintekler, girişimler ve finansman modelleri kapsamında inceleyen çalışmaların eksikliği hissedilmiştir. Bu minvalde, katılım bankalarının girişimcilik merkezlerindeki çalışmaları ve girişim sermayesi fonlarındaki stratejileri incelenmiştir.

Ayrıca, katılım bankalarının ortaklık temelli finansmana ve risk paylaşımına odaklanması gerektiği ile ilgili çok sayıda kitap, tez, makale, rapor bulunmaktadır. Ancak katılım bankalarının yöneticileri gözünden ortaklık temelli finansmana bakış açısı, önemli sayıda katılım bankası yöneticisi örnekleme ile değerlendirilmemiş, analiz edilmemiştir. Çalışmamız bu boşluğu bir nebze doldurmayı hedeflemektedir.

Bu boşluğu doldurmak maksadı ile yapılan mülakatlarda görüşülen 25 katılım bankası yöneticisine, elverişli örnekleme ve zincir örnekleme yöntemleriyle ulaşılmıştır. Yarı yapılandırılmış derinlemesine mülakat yönteminin kullanıldığı görüşmelerde, önceden belirlenen açık uçlu sorular sorulmuştur. Sonrasında yazılı hale getirilen görüşme metinleri içerik analizi yöntemi ile incelenmiştir. Ana teması “katılım bankaları açısından ortaklık temelli finansman” olarak belirlenen çalışmada, ilki “ortaklık temelli finansman yerine borç temelli finansmana odaklanma gerekçeleri” ikincisi ise “ortaklık temelli finansmanın yaygınlaşmasının katılım bankalarına katkıları” olarak belirlenen 2 kategori çerçevesinde alt kategoriler belirlenmiştir.

Çalışmanın en sonundaki ortaklık temelli finansmanın nasıl yapılacağı önerimiz ise, çalışmanın en başındaki hedeflerimiz arasında olmasa da, sektör çalışanı olmamız dolayısıyla, bu alanın gelişmesi için âcizane bir öneri mahiyetindedir. Yapılan görüşmelerin değerlendirilmesi ve analizi neticesinde alanının gelişmesi için yine 4.bölümde “*ortaklık temelli finansman için ortaklık*” olarak özetlenebilecek, katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanın gelişimi için ortak hareket etmesinin bu alan için önemli olacağını vurgulayan bir model önerisi sunulmuştur.

## 1. BÖLÜM

# DİJİTAL ÇAĞDA İŞ MODELLERİ VE FİNANSMAN YAKLAŞIMININ DEĞİŞİMİ VE ANA AKIM FİNANS ELEŞTİRİSİ

### 1.1. Giriş

İnsanoğlunun ekonomik sistem yorumlarını, değişen ihtiyaçlarını, bu ihtiyaçlara göre sistemi yeniden nasıl kurguladıklarını, sistemi yeni gereksinimlere cevap verecek hale hangi siyasi, ekonomik, sosyal değişimler ile adapte ettiklerini bilmek bugünün hâkim ekonomik düzenine dair söz söyleyebilmeyi daha anlamlı kılmaktadır. Tezimizin günümüz piyasa ekonomisi ve kapitalizmin en önemli sacayaklarından olan finansman tarafına dair öne sürdüğü öneriyi daha iyi kavrayabilmek için; bugünkü sistemin hangi ihtiyaçların üzerine inşa edildiğini, hangi problemlere çözüm getirdiğini ve nihayetinde hangi sorunları da beraberinde getirdiğini kavramanın şart olduğu açıktır. Bu yönüyle ana akım piyasa ekonomisi paradigmasının nasıl şekillendiği ele alınacaktır. Ana akım ekonomi ve finans yaklaşımının beraberinde getirdiği ve çözmekte başarısız olduğu krizler, problemler analiz edildikten sonra; ekonomilerin gelişmesi için hayati rolde olan sistemin finansman kısmına dair dünyanın tıkanığı noktaya değinilecek ve de teknolojiadaki değişimlerle birlikte dünyanın gittiği yönün üzerine bina edeceğimiz tezin önerisi tartışılacaktır.

Nasıl ki, dünya ekonomisinin an itibariyle yaşadığı tıkanıklığı çözmekle ilgili çağdaş teorik ve pratik arayışlar söz konusu ise, geçmişte de bu noktada ciddi çabalar gösterilmiştir. Ekonomi sözcüğü Yunanca “oeconomicus”tan (oikos: hane, nomos: yasa - kural) türetilmiştir. Yunanlılar ekonomiyi hanelerin, ev halkının ihtiyaçlarını gidermek için kaynakları nasıl kullanacağına yönelik tanımlamışlardır. (Kishtainy, 2018, s. 14) Ev ekonomisi olarak adlandırılan ekonomi, ticaret tarafındaki gelişmelerle birlikte insanlık tarihinde önemli bir yer kaplayan tüccarlık mesleğinin önemini daha da arttırmıştır. Ticaret ve tüccarlık uzun yıllar toplumların geleceğinde belirleyici rol oynamış, zaman içinde vazgeçilmez bir konuma yükselen tüccarlar yaptıkları ticaret hacminin artmasıyla ilk defa devletle olan münasebetlerinde bir ciddiyet ve saygınlık kazanmıştı. 1500’lü yıllarda hükümdarlar ile tüccarlar arasında doğal bir iş birliği

ortaya çıkmıştır. Nitekim merkantilizme göre dış ticaret dengesinin artıda olması, diğer bir deyişle ihracatın ithalattan daha fazla olması hükümdarlar ve tacirler arasında bir çıkar birliği oluşturmuştur. Her ne kadar merkantilizmin bir sistem olup olmadığı tartışmalı olsa da genel çoğunluk bir sistem olarak kabul etmekte ve 1450-1750 yılları arasında yaşanan, fizyokrazi başlamadan evvel ki iktisadi düşünceye merkantilizm denmektedir. (Aydemir & Güneş, 2006, s. 136) Bu iktisadi düşünce, zenginliğin ve refahın temelinde ülkenin sahip olduğu doğal kaynakların görüldüğü ve bu kaynakların artırılması için ticaretin ön planda tutulduğu ekonomik bir paradigmadır. “Krizohedonizm” yani kıymetli madenlere, özellikle de altına olan özel ilgi ve bağlılık ilkesi oluşmuştur. Bu dönemlerde devletler dış ticaret fazlası vermeye yani ihracat yapmaya odaklanmışlar; gerek kendi topraklarından gerekse sömürge topraklarından değerli maden çıkarıp, işleyip, satmaya yoğunlaşmışlardır. (Parasız, 2014, s. 20) Merkantilist dönemde ekonomi özellikle belli bir grubun çıkarına göre tasarlanmıştır. Ulusların refahı tüccarların refahına bağlı olarak değerlendirilmiştir.

Eski dönemlerden beri dünyada hâkim ekonomik anlayışlar için finans boyutu önemli bir yer tutmuştur. İhtiyaç duyulan maddi kaynağın nasıl sağlanacağı ve en etkin şekilde nasıl kullanılacağı her dönemin tartışma konusu olmuştur. Esasen finans denilen olgu da tam bu tartışmayla ilgilenmektedir. Her ne kadar modern dönemde finans, sermaye piyasaları, borç, para, yatırım gibi faaliyetleri tanımlayan geniş bir terim olsa da esasında finans ile kaynağın nasıl oluşturulacağı ve nereye aktarılacağı araştırılmaktadır. (Kurt, 2019)

Merkantilist dönemde kaynak yer altından çıkarılacak değerli madenler olarak görülmüş, bu madenlere ulaşp madenleri işleyip ticarete kullanmak da katma değerın nasıl sağlanacağıının çerçevesi olmuştur. Zenginliğı ve refahı bu kaynaklarda bulan merkantilist dönemde de daha sonra takip edecek birçok ekonomi öğretisinde de finans her zaman önemini korumuş ve ihtiyaçların karşılanması için bulunacak finansman değişerek evrilmiştir.

Merkantilizmin hemen sonrasında gelişen bir başka ekonomi öğretisi olan fizyokrazi ise ulusların zenginliğini doğaya ve tarıma bağlamıştır. Finansman kaynağı olarak doğayı ve çevreyi esas almıştır. Fizyokratlara göre topraktan çıkarılan ürünler

ve tarımın kendisi zenginliktir. Ticaret ve imalatın yaptığı ise doğadan çiftçinin bin bir emekle ürettiği hammaddeyi bir noktadan bir noktaya aktarmak yahut yaratılan şeyi dönüştürmektir. (Higgs, 1897)

Nasıl ki merkantilistler ve fizyokratlar sırasıyla altına ve tarıma çok ciddi önem vermiş; ancak dünyanın değişen paradigmasında bu alanların eski anlamları kalmamışsa, benzeri bir eğilim günümüzde de yaşanmaktadır. Günümüz ana akım finans yaklaşımının borç temelli finansman modelini ekonominin olmazsa olmazı olarak görmesi ve dünyanın geldiği nokta itibarıyla finansman modeline de yenilikçi bir çözüm bulunması gerektiğini görememeleri de aynı şekilde yorumlanmaktadır. Bugün de finans tarafında hâkim ekonomik anlayış eksik ve yetersiz durumdadır, yeni bir paradigma aranmaktadır. Dolayısı ile hâkim ekonomi paradigmasının, nasıl ve ne şartlarda geliştiği, zihni ve pratik temellerinin neler olduğu, teorik altyapısı ve sistemin işleyişinin nasıl şekillendiği tartışıldıktan sonra, sistemin finansman kısmına dair dünyanın tıkanıdığı noktaya değinilecek ve de teknolojiye de değişimlerle birlikte finansmanın gittiği yön üzerine odaklanan tezimizin önerisi tartışılacaktır.

Piyasa ekonomisi tarihi her ne kadar çok eski tarihlere kadar götürülebilse de Batılı literatürdeki asıl mihenk taşının 18.yüzyılda Adam Smith tarafından yazılan “Ulusların Zenginliği: The Wealth of Nations” adlı eser olduğu söylenebilir. Smith, toplumdaki her bir bireyin kendi çıkarına çalıştığı, rasyonel, bencil bir o kadarda dayanışmacı bir düzen tasavvur etmiştir. Bireylerin kendi çıkarlarını salt amaç olarak değerlendirmelerinin bir kaosa değil; ahenge neden olacağını belirtmiş, toplumun refahının artmasını insanların kendi çıkarları peşinde koşmalarına bağlamıştır. Böylelikle herkes işini en iyi şekilde yapacak, hırslı ve mantıklı bir şekilde hayatını dizayn edecek ve tüm toplum bireylerin rasyonel davranışlarıyla topyekûn bir kalkınma içerisine girecekti. Smith The Wealth of Nations adlı eserinde, her bir bireyin iş tanımının belli olduğu, toplumda yeteneklerine göre iş bölümünün yapıldığı bir ekonomik düzen tasvir eder. Bireylerin iş bölümü sayesinde uzmanlaşacağına, daha fazla ve kaliteli üreteceğine, bunun da toplumda sermaye birikimine zemin hazırlayacağını savunur. Merkantilizmden farklı olarak milletlerin refahını sahip olunan kıymetli maden ve hammadde olarak değil; toplumun ürettiği malların toplamı

olarak tanımlayan Smith, kalkınmanın ise iş bölümünün ne derece iyi organize edildiğine bağlı olarak fazla üretmekle mümkün olduğunu belirtmiştir. Piyasa ekonomisinin rasyonellik, iş bölümü, görünmez el temelleriyle şekillendiğini ve devletin bu düzene olabildiğince az müdahil olması gerektiğini vurgulamıştır. Dış ticaretin engelsiz ve sınırsız bir şekilde yapılmasını savunan Smith, her ülkenin istikbalinin ticarete, yani fazla veya kaliteli ürettiğini, üretmediği mallarla takas etmesine doğrudan bağlı olduğunu söylemiştir. Üretimi artırmanın iş bölümünden geçtiğini savunmakla birlikte; eğer yeterli talep piyasada oluşmazsa iş bölümünün etkisinin sınırlı olacağını vurgulamıştır. (Smith, 1776)

Dolayısıyla, piyasadaki talebin de artırılması gerekir. Mekanizma şu şekilde basitleştirilebilir: Ticaretin önündeki bariyerleri kaldırılacak, ticaret gelişecek, alışverişin artmasıyla piyasada satılabilir mal miktarı artacak; toplam arza olan talep fazla arzın fiyatları makul seviyeye getirmesiyle artacak, piyasa gelişecek, iş bölümünde uzmanlaşma artacak, üretim artacak ve nihayet verimlilik artacaktır.

İş bölümüyle birlikte alanında uzmanlaşmış bireyler tüm toplumun refahını artırmıştır. Ticaret ülke sınırlarını aşmış ve ekonominin üretim ve ticarete dayandığı bir dönem yaşanmaya başlamıştır. Bu sebeple merkezi otoritelerini ve güçlerini konsolide etmek için servete, paraya ihtiyaç duyan krallar, tüccarların kendilerine bu imkânları sunabileceklerini düşünmüşlerdir. Krallar servet birikimine, ekonomilerini parasallaştırmaya ve ticaretten elde edecekleri kaynaklarla devlet mekanizmalarını (vergi sistemi, hukuk ve adalet mekanizmaları, güvenlik aktörleri, ordu) güçlendirmeye önem vermiş, kendilerine en büyük rakip olarak gördükleri “asilleri” alt edebilmenin bu şekilde mümkün olabileceğini düşünmüşlerdir. Öncelikle ticaretin sınırlarının kaldırılması, gelişmesi, önünün açılması gerekmektedir; buradan elde edilecek kaynakla da içeride güç konsolidasyonu yapılacak, merkezi otorite güçlendirilecektir. Krallar ile tüccarlar arasında kurulan bu doğal ittifakın tüccara sağlayacağı en önemli kazanım ise tüccarların güvenliğinin sağlanması olmuştur. Kral tüccarın yol ve güzergâh güvenliğinin yanı sıra, mallarını rahat bir şekilde satabileceği ortamı sağlamış, tüccar da karşılığında kıymetli maden ve sermaye birikimini ülke içinde tutup, vergiler yoluyla bunu kralla paylaşmıştır. Kapitalizmin en önemli iki

sınıfı olan tüccarlar ve yöneticiler bu şekilde adı konmamış bir ittifak kurmuşlardır. Tüccarın güvenliğine karşın, kralın zenginliğini artırması karşılıklı olarak anlaşılmış iki ana madde olarak kapitalizmin tarihinde önemli bir yer tutmaktadır. Kralların iktidar ortağı ve aynı zamanda rakibi asiller ile bir ittifak kurması, kralların gelecekleri için tüccarla kurulandan çok daha önemli bir paydayı teşkil etmiştir. Köylünün kontrolü ve isyan etmeden üretmeye devam etmesi tüccarlarla kurulmaya çalışılan düzenin sıhhati açısından da hayatidir. Köylünün kontrolü ise asillerle kurulacak sağlıklı bir ittifaktan geçmektedir. Kral ile soylular arasında köylünün bastırılması ve üretmeye devam etmesi için ayrıca bir doğal ittifak da böylelikle kurulmuştur. Üçgenin son kenarının da tamamlanması soylular ile tüccarlar arasında kurulan son iş birliğiyle tamamlanmıştır. Soyluların dönemin feodal geleneklerinin etkisiyle hiçbir sınıfta olmayan ayırt edici bir ihtiyacı bulunmaktadır. Bu ihtiyacı gidermeleri kendi başlarına mümkün olmamaktadır. Kıymetli maden ve metaller asillerin kendi nam ve ünleri için çok mühim hammaddeledir. Bunları kendi bünyelerinde çıkaramadıkları için başka yerlerden getirilecek kıymetli maden asiller ile tüccarların doğal bir ittifak kurmalarına zemin hazırlamıştır. Bu ittifakın da köylünün kontrolü karşılığında kral tarafından sağlandığı açık bir tarihsel gerçektir. Asillerin de dahliyle üçgen tamamlanmış, karşılıklı ihtiyaçların giderildiği piyasa ve devlet ara mekanizmaları kurulmuştur. Kısacası kıta Avrupası'nın piyasalaşma süreci resmen 17-18 yüzyıllarda başlamıştır. Hâkim politik paradigma sürecin tamamlanmasını, hâkim ekonomik paradigma ise marketlerin birbirleri ile entegre edilip büyümesini, bu yolla bir üretim patlaması sağlanmasını temin etmiştir. Piyasa ekonomisi kral-soylu-tüccar arasında kurulan karşılıklı ittifakların sorunsuz bir şekilde yürütülmesiyle sonraları kapitalizm olarak adlandırılacak bugünün egemen sosyo-ekonomik düzenine zemin hazırlamıştır. (Schwartz H. , 1994)

Piyasa ekonomisinin sosyo-politik temelleri kurulan üçlü ittifak mekanizmasıyla sağlanmış, ama üretimin sınırlarını zorlaması 19.yüzyıl başlarında gerekli çevresel faktörleri bünyesinde barındıran İngiltere'de sanayi devriminin başlamasıyla mümkün olmuştur. O günlerden günümüze gelen süreçte Sanayi Devrimi ve daha sonra onu takiben endüstri 2.0, 3.0 çağları kapitalizmin temellerini daha da sağlamlaştırmıştır. Günümüz teknoloji devrine kadar görece güçlenerek yoluna devam eden kapitalizm

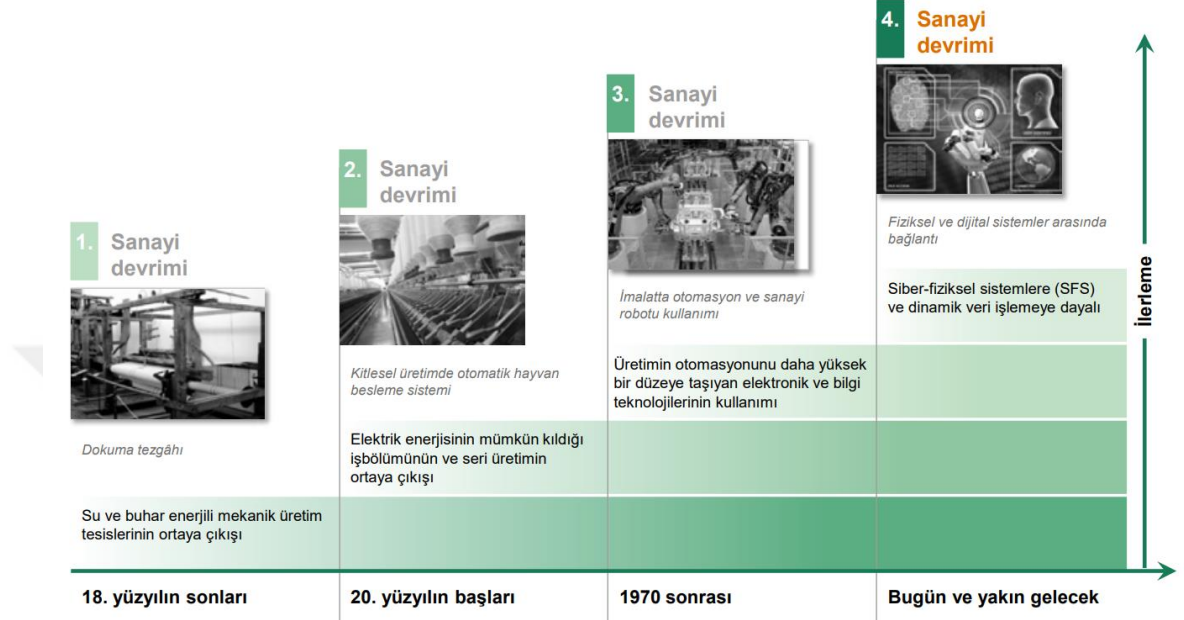
endüstri 4.0'la birlikte dünyamıza giren birçok yeniliğe cevap veremez hale gelmektedir. Sıradaki bölümde endüstri 4.0'a dünyayı getiren süreci kısaca ele alınıp, endüstri 4.0'ın temelinde yer alan internet ve dijital dönüşümde görülen gelişmelerin kapitalizmin özellikle finans bacağına nasıl çaresiz bıraktığı irdelenecektir.

## **1.2. Sanayi Devrimleri, Teknolojik Değişimler, İnternet ve Dijital Dünya**

18. yüzyılda o zamana kadar kas gücüne dayalı bir takım basit ev eşyalarıyla üretim yapan insanoğlu, müthiş bir üretim patlamasına yola açacak tam anlamıyla bir devrime şahit olmuş ve sanayi devrimi gerçekleşmiştir. 18. yüzyıla kadar hayvanlardan, rüzgârdan, sudan, kısaca doğadan faydalanılarak üretim yapılmaktaydı. (Schwab, 2018, s. 36)

15. yüzyıl ortalarında başlayan emperyalizm ve koloniyel işgaller tüm dünyanın zenginliklerini kıta Avrupa'sına kazandırmış, sömürgecilik sayesinde ciddi miktarda hammadde artışı gözlenmiştir. Hammadde sorununu kökten çözen koloniyalizm sayesinde Avrupa devletleri, halklarının refahını ve gelir düzeyini artırmış, piyasa ekonomisinin temelini oluşturan arz-talep dengesinde önce arz lehine, daha sonra da artan gelirlerle birlikte talep tarafında aşırı artışlar meydana gelmiştir. Oluşan arz-talep dengesizliği, 1740 yılında buhar ile çalışan ilk makine icat edilince çözülmeye başlamıştır. Bu keşifle birlikte Endüstri 1.0 dönemi başlamıştır. Üretim patlamasının yaşandığı, piyasadaki malların fiyatının hızla düştüğü, kırdan kente göçün arttığı bir dönem olarak Endüstri 1.0 devriminin yaşandığı ülkelerde büyük bir nüfus artışı görülmüştür. Üretimin makineleşmesinin yanında kıyasıya bir rekabet de endüstri 1.0 ile birlikte dünyaya hâkim olmuştur. (Apilioğulları, 2018, s. 9)

**Şekil 1.1:** Sanayi Devrimleri: 1.0, 2.0, 3.0, 4.0



**Kaynak:** (BCG; TÜSİAD, 2016, s. 19)

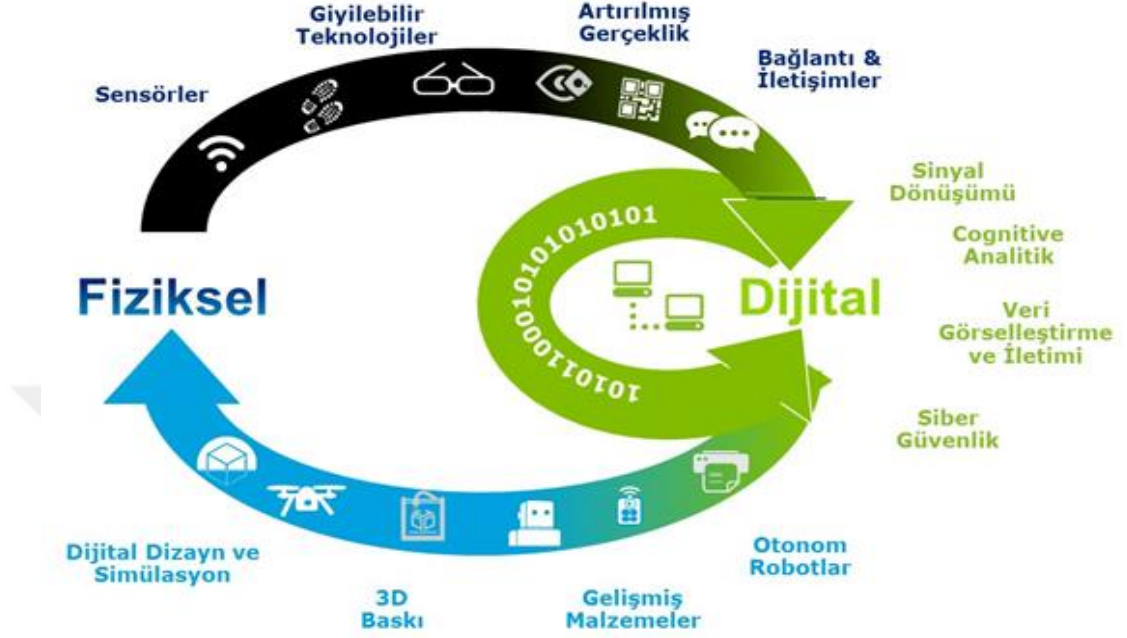
20 yüzyıl başlarında ise Henry Ford'un seri otomobil üretme isteğiyle, literatürde Fordism olarak bilinen ekonomi paradigmasının öncülüğünde dünya endüstri 2.0'a yelken açmıştır. Üretim bandı tekniğine dayanan 2.sanayi devrimi, işçilerin bir üretim bandına göre dizilip önlerine gelen parçayla ilgili tekdüze ve otomatize bir işi yapmasıyla üretimin devam ettirilmesine dayanmaktadır. Tabii tek başına seri üretim bantlarına geçmek endüstri 2.0'ı ifade etmeye yetmemektedir. Makinelerin elektrikle çalıştırılması devrimin geriye kalan parçasını tamamlamış, üretimi çok daha ucuz, hızlı ve etkili bir şekilde dönüştürmüştür. (Jessop, 2019)

1960'lı yıllara varıldığında üretim sahnesine yeni giren bilgisayarlar üretim sistemlerine dâhil edilmeye başlanmıştır. Bilgisayarların kullanıldığı üretim mantığına geçiş de endüstri 3.0'ı getirmiştir. Artık elektronik ve bilgi teknolojilerinin üretimde kullanılmasına başlanmıştır. Üretim süreçlerinin otomatizasyonu olarak da adlandırılan bilgisayar devrimi elektronik ve bilgi çağıının en önemli bileşeni olmuştur. (Prisecaru, 2016)

2011 yılında Hannover’de bir teknoloji konferansında ilk defa kullanılmasıyla da endüstri 4.0 kavramı hayatımıza girmiştir. Sanal ve fiziksel üretim mekanizmalarının dünya çapında kendi aralarında işbirliği ve esnek bir şekilde çalışabildiği, iş modellerinin müşteriye özelleştirilmesi ve iş ve operasyonel modellerin üretilmesi ile dünyanın iş yapış biçimi çok değişmektedir. (Schwab, 2018, s. 16)

Siber fiziksel sistemlerin yeteneği ile nesnelerin interneti ve hizmetlerin interneti üzerinden insanların ve akıllı fabrikaların birbirleriyle iletişim kurması, üretim sistemine dâhil olan parçaların her birinin internet üzerinden entegrasyonu endüstri 4.0’ın ilk bileşenidir. Simülasyon modellerin ve sanal tesislerin siber verilerle birbirine entegrasyonu ise üretim sistemlerinde sanallaşmayı oluşturmaktadır. Sanallaştırılabilen bu parçaların sayesinde fiziksel varlık ve ekipmanlara olan bağımlılık azaltmakta, enerji tasarrufu sağlanmakta ve iş gücü kayıpları en aza inmektedir. Birçok versiyonu olan sanallaştırma teknolojisi maliyet optimizasyonunda önemli bir rol sergilemektedir. Siber üretim sistemlerinin kendi kendilerine karar verme yetisinin bulunduğu özerklik bileşeni, verilerin anında toplanıp işlenmesi ve analizine dayanan gerçek zamanlı yetenek bileşeni, hizmetlerin internet üzerinden entegrasyonu ve sunulması bileşeni ve son olarak üretim mekanizmasının adaptasyon kapasitesini artıracak modülerlik bileşeni endüstri 4.0’ın temelleridir. (Büyüksü, 2018, s. 36) Ayrıca bu prensipler üzerine inşa edilmiş birçok fonksiyon bulunmaktadır. Nitekim endüstri 4.0’ın kapsamı yapay zekâ, 3D baskı, nesnelerin interneti gibi birçok teknolojik gelişmeyi içerisinde barındırmaktadır. Aşağıdaki görselde özet hali yer almaktadır.

Şekil 1.2: Endüstri 4.0: Temel Bileşenleri



Kaynak: (Göl, 2018)

Ayrıntılı olarak her bir fonksiyona girilmesine gerek olmamakla birlikte; her bir bileşenin rekabette üstünlüğü kaybetmek istemeyen Batı dünyasının Doğu'ya karşı geliştirdiği teknolojiler olduğu söylenebilir. Lakin her bir fonksiyon ayrıca Çin, Rusya vb. ülkeler tarafından da çalışılmakta ve ciddi başarılarla imza atılmaktadır. Dolayısıyla salt ticari rekabetle açıklanabilecek bir olgudan ziyade, endüstri 4.0 insanoğlunun ortak ihtiyaçlarına bulunmuş, ortak çözümlerdir. İnsanoğlunun endüstriyel gelişim hikâyesi şu şekilde özetlenebilir: İlk aşama buhar gücü ile çalışan makineler, ikinci aşama elektrikli seri üretim, üçüncü aşama bilgi teknolojileri ile sanayide otomasyon ve dördüncü aşama ise siber fiziksel sistemlerin entegrasyonudur. (BCG & TÜSİAD, 2016, s. 20)

İnsanoğlunun kurduğu her bir sistem, geliştirdiği her bir çözüm dünyayı kademe kademe endüstri 4.0'a kadar getirmiştir. Endüstri 4.0'ın gelişiminin en önemli bacaklarından birisi ise teknolojik ve dijital dönüşümdür. Bugünlerde dijital çağ olarak adlandırılan, internetin ve siber sistemlerin tüm sosyo-ekonomik düzenin merkezine konuşlandığı, yepyeni bir dünya ekonomi politik gelişmelerin yaşandığı bir dönem

gelişmektedir. Örneğin, endüstri 4.0 çağı ile veri artık veri yeni para olarak tanımlanabilmektedir. Nasıl ki, tarihte deniz kabukları, tuz, büyük taşlar gibi farklı farklı maddeler zenginlik veya para yerine kullanıldı ise yeni dönemde veri artan önemi dolayısı ile yeni paradır. (Skinner, 2014, s. 144)

Peter Thiel “Gelecek İddiası” kitabında genel olarak ilerlemenin iki şekilde gerçekleşebileceğini söylemektedir. Bunlar yatay ilerleme ve dikey ilerlemedir. Yatay ilerlemeyi çalışan şeyleri taklit etmek olarak betimleyen Thiel, dikey ilerlemeyi ise yeni bir şeyler yapmak olarak nitelendirmektedir. Bu manada yatay ilerlemeyi küreselleşme, dikey ilerlemeyi ise inovasyon ve teknoloji olarak somutlaştırmaktadır. Yatay ilerlemeye yani küreselleşmeye Çin, dikey ilerlemeye yani inovasyona ise Amerika’daki silikon vadisi örnek verilebilir. Ulaşım, iletişim ve haberleşme küreselleşmeye zemin hazırlarken, internet ve dijitalin geldiği yer ise inovasyonu hızlandırmaktadır. Özellikle artık 0’dan 1’e gitme eskiye göre daha kolay gerçekleşebilmekte ve bu durum da yeni girişimlerin önemini daha da arttırmaktadır. (Thiel, 2014, s. 5-20)

Bu bağlamda, yerleşik firmaların ellerinde ciddi varlıklar olsa da genel kanı olarak, dijital ekonomide yeni girişimlerin dünyanın mirasını alacağı beklentisi söz konusudur. (Frank, Roehrig, & Pring, 2019, s. 18-29) Kaldı ki, teknoloji ve inovasyon birikiminin artmasıyla artık büyük sonuçlar elde etmek için çığır açan gelişmelerin olması gerekmemektedir. Teknolojik birikimin geldiği nokta itibariyle yeni küçük bir ek geliştirme ile ciddi sonuçlara ulaşılabilir. (Ford, 2015, s. 102-104)

Nitekim bu değişimlerle uyumlu olarak aşağıdaki görselde 2008’den bu yana ABD şirketlerinin piyasa değerleri sıralamasındaki çarpıcı değişim açıkça görülebilmektedir. Değişimin teknoloji şirketlerinin lehine olduğu açıkken, gerek dünyanın gittiği yer gerekse de finansın evrilmesi gereken nokta açısından önemli sinyaller göstermektedir. 2008 yılında ilk 10’da yer alan şirketlerin ortalama yaşları 94,1 iken, 2018 yılında bu ortalamanın 74,2’ ye kadar düştüğü görülmektedir. Üstelik ilk 5’de ise bu durum daha da ilginç hal almaktadır. En değerli ilk 5 firmanın 2008’deki ortalama yaşları 116,2 iken, 2018 de bu ortalama 28,6’ya düşmüştür.

**Tablo 1.1:** Amerika'daki Şirketlerin Piyasa Değerleri (Milyar Dolar)

| 2008 |                  |         |       | 2018 |                 |         |       |
|------|------------------|---------|-------|------|-----------------|---------|-------|
| Sıra | Şirket           | Kuruluş | Değer | Sıra | Şirket          | Kuruluş | Değer |
| 1    | Exxon            | 1870    | 492   | 1    | Apple           | 1976    | 890   |
| 2    | General Electric | 1892    | 358   | 2    | Google          | 1998    | 768   |
| 3    | Microsoft        | 1975    | 313   | 3    | Microsoft       | 1975    | 680   |
| 4    | AT&T             | 1885    | 238   | 4    | Amazon          | 1994    | 592   |
| 5    | Procter&Gamble   | 1837    | 226   | 5    | Facebook        | 2004    | 545   |
| 6    | Berkshire        | 1955    | 206   | 6    | Berkshire       | 1955    | 496   |
| 7    | Google           | 1998    | 198   | 7    | J&J             | 1886    | 380   |
| 8    | Chevron          | 1879    | 192   | 8    | JP Morgan       | 1871    | 375   |
| 9    | J&J              | 1886    | 192   | 9    | Exxon           | 1870    | 367   |
| 10   | Walmart          | 1962    | 184   | 10   | Bank of America | 1909    | 316   |

**Kaynak:** (Johnston, 2018)

Bu değişimin arka planında ise internet ve dijitalleşme ile gelen ciddi dönüşüm yer almaktadır. İnternet çağında artık elinde bir akıllı telefon veya bilgisayarı olan herkes sanal platformlarda istediği kadar içeriğe ulaşabilmektedir, düşüncelerini paylaşabilmekte, kendini olabildiğince özgür bir şekilde ifade edebilmektedir. Dijital pazarlama alanında dönüşüm ajansı olarak faaliyet gösteren “We Are Social” ve “Hootsite” her yıl dijital dünyadaki tüm verileri derleyip, gelişmeleri özet halinde sundukları bir rapor hazırlamaktadır. Rapora göre, 2019 yılında aktif internet kullanıcısı toplam nüfusun %58’sini oluşturmaktadır. Aynı oran mobil telefon kullanıcılarında %66’ya ulaşmıştır. Her iki oran da her geçen yıl artmaktadır. (Hootsuite, 2019) Dijital teknolojiler dünyanın en ücra köşelerindeki insanlara bile temas edebilmektedir. Dijital çağın getirdiği bu küresel bağlantılık ilerlemesine devam ettikçe pek çok eski kurum ve kuruluş, anlayış ve paradigma ya kendini bu çağa uygun bir şekle sokacak ya da çağın gerisinde kalacaklardır.

Nitekim artık herhangi bir iş modelini gerçekleştirmek ve bir sektörde başka oyuncularla rekabet edebilmek için o sektördeki dominant oyuncuların sahip olduğu kas, stok ve yetenek setlerine sahip olmak gerekmemektedir. Örneğin, aşağıdaki

örneklerden de görülebileceği üzere teknolojinin sağladığı avantajlarla birlikte hemen hemen her sektörde platformların ve işbirliklerinin gelişmesine ek olarak yeni nesil rakiplerin geldiği gözlemlenmektedir. Hatta bu teknolojilerin desteği ile geliştirilen ürün ve hizmetlerin salt kendi sektöründeki oyun alanları ile kalmayıp, diğer sektörlerle de girdiği gözlemlenmektedir. Örneğin, içerik sahibi olmadan en popüler medya sahibi olabilmeyi başaramış Facebook, yakın zamanda duyurduğu Libra sanal parası ile finans sektöründeki oyuncularla da rekabet edebilir hale gelecektir. (Libra, 2019) Daha da ötesi, kendi parasını da çıkarma fonksiyonu geliştirme ile üzerinden devletlerin para basma imtiyazı ile rekabet edebilir hale gelecektir. Medya stratejisti Tom Goodwin dünyanın en büyük taksi firmasının taksi sahibi olmadığını, Alibaba'nın bir en değerli perakendeci olarak stok bulundurmadığını vurgularken aslında yeni ve ilginç bir trende dikkat çekmiştir. (Goodwin, 2015) Aşağıda özellikle endüstri 4.0 ve dijitalleşmenin geldiği nokta itibarıyla, bulundukları sektörün ana girdilerine sahip olmadan o sektörlerde ciddi başarı sağlamış bu ilginç model örnekleri gösterilmektedir. Her ne kadar bu modellerle çalışan örneklerin çoğu, sektördeki başarılarından sonra sektör girdilerine sahip olmaya ya da üretmeye başladılarsa da, yeni iş modellerinin açık, paylaşımcı ve işbirliğine önem veren yöntemlerle sektörlerle giriş bariyerlerini azaltması ilgi çekicidir.

**Şekil 1.3: Dijitalleşme ile Gelen İş Modelleri Örnekleri**



Teknolojinin, girişimciliğin ve yeni iş modellerinin bu denli değiştiği bir ortamda ana akım ekonomi ve finans anlayışı da bu değişikliklerden şüphesiz etkilenecektir. Nitekim ana akım ekonomi ve finans anlayışı ölçeklenmeye ve büyümeye dayanan, borçla finansmanın neredeyse tek finansman yöntemi olduğu ve teminatın önemli olduğu bir zemine oturmaktadır. Ancak, dünya sosyo-ekonomik düzleminde görülen değişikliklerin belli ölçüde yeni bir finansman yaklaşımını gerektirdiği de ortadadır.

Yeni finans yaklaşımının nasıl olması gerektiği, hangi temeller üzerinde şekilleneceğine sonraki bölümlerde değinilecektir. Ancak öncesinde aşağıdaki bölümlerde ana akım borca dayalı finans sisteminin eleştirisi yapılacaktır.

### **1.3. Borca Dayalı Finans Sistemi ve Beraberinde Getirdiği Problemler**

Doğuşundan beri istikrarsızlıkla anılan bir ekonomik sistem olan kapitalizmde sınıflar bir taraftan birbirlerine ve piyasaya bağlı diğer taraftan ise birbirleri ile çıkar çatışması içerisinde olmaları bu istikrarsızlıkların en önemli gerekçelerinden biridir. Örneğin, işçiler ve işverenler arasındaki iç çelişkiler bu duruma verilebilecek bir örnektir. (Wolff & Resnick, 2012, s. 218) Piyasanın hâkim ekonomik paradigmanın temeline yerleşmesi üzerine Polanyi, Büyük Dönüşüm adlı kitabında detaylı bir sistem analizi yapmaktadır. Kendi kurallarına göre dışarıdan bir müdahale olmadan işleyen piyasayı, tüm insan toplumlarını kurumsal tekdüzeleşme ile kendine mecbur kılan ve nesneleri kar üretme amacıyla metalaştıran mekanizma olarak nitelendirmektedir. Piyasanın insanın varoluşsal birçok özelliğiyle bağdaşmadığını, insani tüm ilişkilerin ikincil pozisyona geriletildiğine dikkat çekmektedir. Özellikle işçinin piyasa için bir ürün haline gelmesinin insanın kendi kendine yapacağı en büyük kötülük olduğunu vurgulayan Polanyi, işçilerin hayatını zenginlerin servetlerini katlamaları için araç haline getiren piyasa ekonomisini eleştirmektedir. (Polanyi, 1944)

Aslında kapitalizm ve serbest piyasa işleyişi noktasında temel insani ve etik değerler zeminine oturtulursa problemlerin büyük kısmı ortadan kaldırılabilir. Nitekim

kapitalizmin özünde yer alan sermaye ve özel mülkiyet fitri bir ihtiyaç olduğu gibi İslam'da da desteklenmiştir.

Ancak piyasa ekonomisi ve finans yaklaşımının asıl problemi, risk paylaşımı yerine, risk ve borç transferi ile ilerleyen bir sistem olmasından kaynaklanmaktadır. Aslında ana akım risk yönetimi paradigması 2008'de ciddi bir şekilde test edilmiştir. Riski yönetmek için riski başkasına transfer etmenin en yıkıcı olaylardan bir tanesi olabileceği ortaya çıkmıştır. Mevcut model sistemik istikrarsızlığı arttırdığı gibi kaynak israfı da oluşturmaktadır. (Abdullah, 2013)

Ana akım finansın ulaştığı büyüklük, borca dayalı olması, ortaklık finansmanın düşük olması, abartılı türev hacmi, yüksek volatilité gibi birçok problemi bulunmaktadır. (Akgiray, 2019) Bu bakımdan, finans paradigmasına ekonomik ve toplumsal açıdan birçok eleştiri getirilebilecek iken, bu bölümde sistemin sürdürülebilir olmasını etkileyen eşitsizlik, borçluluk ve krizler incelenecek, eleştirilecektir.

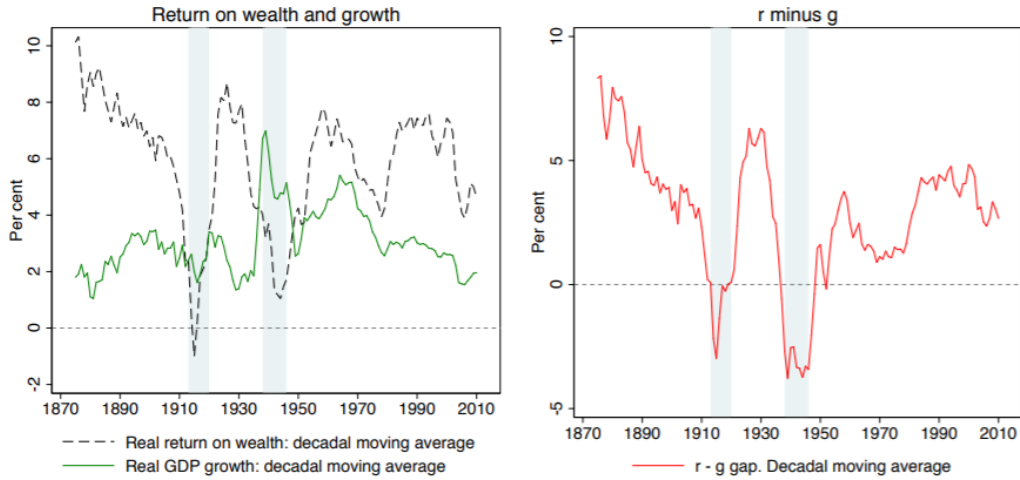
### 1.3.1. Eşitsizlik

İstikrarsızlıkla eleştirilen ana akım iktisat anlayışının ve hâkim kapitalizm paradigmasının gerek toplumsal, gerek ekonomik sonuçları olmaktadır. Bu sonuçlardan en yıkıcı olanlarından biri, sürekli artan eşitsizliktir. Thomas Piketty '*Yirmi birinci Yüzyılda Kapital*' isimli kitabında sürekli servet birikimini kapitalizmin kendi köklerinde yer alan bir yasaya bağlamaktadır. Kapitalizm bu eşitsizliği derinleştirmekte, her geçen yıl zengin ile fakirin hayat standartları arasındaki makas genişlemektedir. İnsanlar sahip oldukları servetten genellikle bir gelir üretirler. Sahip olunan sermaye üzerinden yüzde 15 kazanılması, ülke ekonomisi de eğer yüzde 3 büyüyorsa, sermaye getirisinin yüzde 12 fazla olması ve eşitsizliğin artması ile sonuçlanır. Piketty bu yasayı ' $R > G$ ' yasası olarak tanımlamaktadır. ' $R$ ' sermayenin getiri oranını, ' $G$ ' ise ekonominin büyümesini temsil etmektedir. Piketty'e göre bu formül kapitalizmin kendi köklerinden filizlenerek devam etmektedir. (Piketty, 2015, s. 27)

Gelir adaletsizliğinin hem uluslararası boyutlarına hem de ulusların kendi içlerindeki boyutuna dikkat çeken Piketty, kapitalizm sermaye sahibinin yönettiği ve kurguladığı bir düzen olmasına değiniyor. ‘ $R>G$ ’ yasası gereği servet sahipleri servetlerini diğer kesimlere göre çok daha ivmeli şekilde büyütmektedir.

‘ $R>G$ ’nin oluşturduğu eşitsizlik kapitalizme yöneltilen en ciddi eleştiriler arasındadır. Sermayenin katlandığı risk dolayısı ile belli bir düzeye kadar yüksek getirisi olması doğal karşılanabileceksen, aradaki farkın çok fazla olması eleştiri konusu olmaktadır. Aşağıda sermaye getirisinin ekonomik büyümeden fazlalığını gösteren “*The Rate of Return on Everything*” çalışmasının sonuçlarına değinilmiştir. Çalışmanın bulguları Piketty’nin bulguları ile örtüşmektedir. Dünya ekonomisinin çok özel istisnai yılları haricinde sermayenin getirisi ekonomik büyümeden fazla olmuştur.

**Grafik 1.1:** Dünya’daki Reel Sermaye Getirisi ve Reel Büyüme



**Kaynak:** (Jordà, Knoll, Kuvshinov, Schularick, & Taylor, 2019, s. 52)

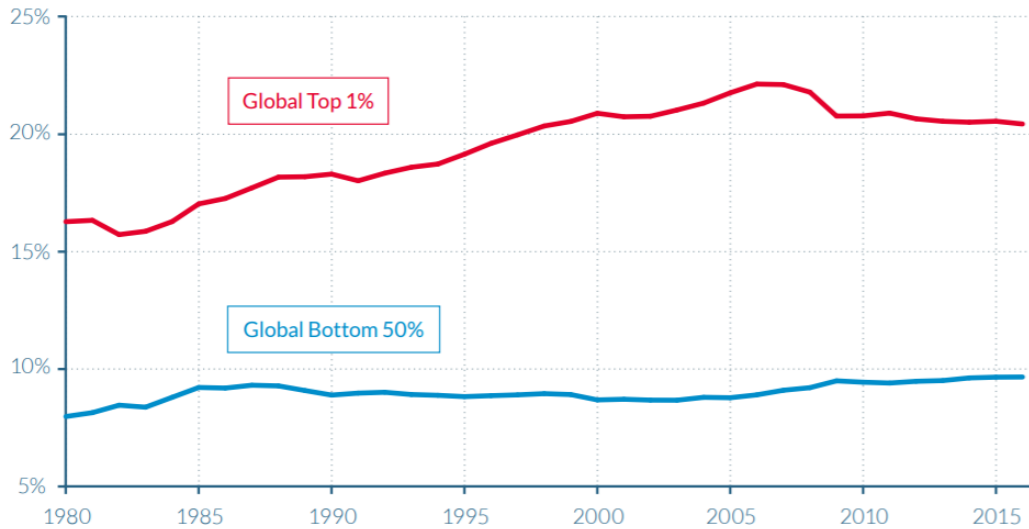
Gelir adaletsizliği ise gün geçtikçe daha da derinleşmekte ve düşük gelirliilerin sürekli güç kaybetmesi şeklinde devam etmektedir. Bir tarafta servetin yüksek getirisi dolayısı ile serveti artan sermaye sahipleri var iken, öte yanda ise geliri, sermaye sahiplerinin optimizasyon stratejileri gereği görece sürekli düşen işçi sınıfı vardır. İki kesim arasındaki makas gün geçtikçe açılmaya devam etmektedir.

Aşağıdaki grafikte de görüleceği üzere gelir bakımından en üst %1’lik tabakanın küresel gelirden aldığı pay 1980’lerde %15-16 iken 2017’de bu oran %20’nin üzerine

çıkmıştır. Dünya gelirinden aldığı payda en alt sıralarda yer alan dünyanın yarısı bu oranda %7-8'den %9'a gelmiştir. Servet dağılımında tablo daha derin bir eşitsizliğe işaret etmektedir. En zengin %1'lik kesimin toplam servetten aldığı pay %45, en zengin %10'luk kesimin aldığı pay ise %82 seviyesindedir. (Credit Suisse , 2019) Dünya'daki en zengin 26 kişi en fakir 3,8 milyar insanın zenginliğine eş değer zenginliğe sahiptir. 2018'de 43 olan bu sayı 2019'da 26'ya düşmüştür. (Oxfam, 2019)

Mevcut durum tedirgin edici olduğu gibi daha da kötüleşmektedir. Piketty'nin ' $r > g$ ' tespiti geçerliliğini sürdürdükçe, yani mevcut ekonomi ve finans paradigmasında esaslı değişimler yaşanmadan, servet sahibi zengin kesim reel ekonomi büyümesine nazaran servetini daha da geliştirecektir. Trend bu şekilde oldukça da gelir adaletsizliği derinleşerek varlığını koruyacaktır.

**Grafik 1.2:** Global Gelir Dağılımı (%)



**Kaynak:** (Alvaredo, Chancel, Piketty, Saez, & Zucman, 2018, s. 13)

Ayrıca, gelir eşitsizliği ile krizler arasında karşılıklı bir döngüsel etkileşim söz konusudur. Kriz ortamları gelir adaletsizliği neticesinde ortaya çıkabileceği gibi, kriz ortamlarının oluşması da gelir eşitsizliğini derinleştirebilmektedir. Olası kriz ortamlarında yatırım yapmaktan kaçınan sermaye sahipleri istihdamı düşürmekte, işsizliğin artması hane halkı gelirlerini azaltmakta, bu yönüyle toplam tüketim ve en nihayetinde toplam talep düşmektedir. Diğer yandan dünyada büyük fon sahibi zengin kesimlerin belli bir servet eşikliğini aştıktan sonra servetin ekonominin genelinden daha

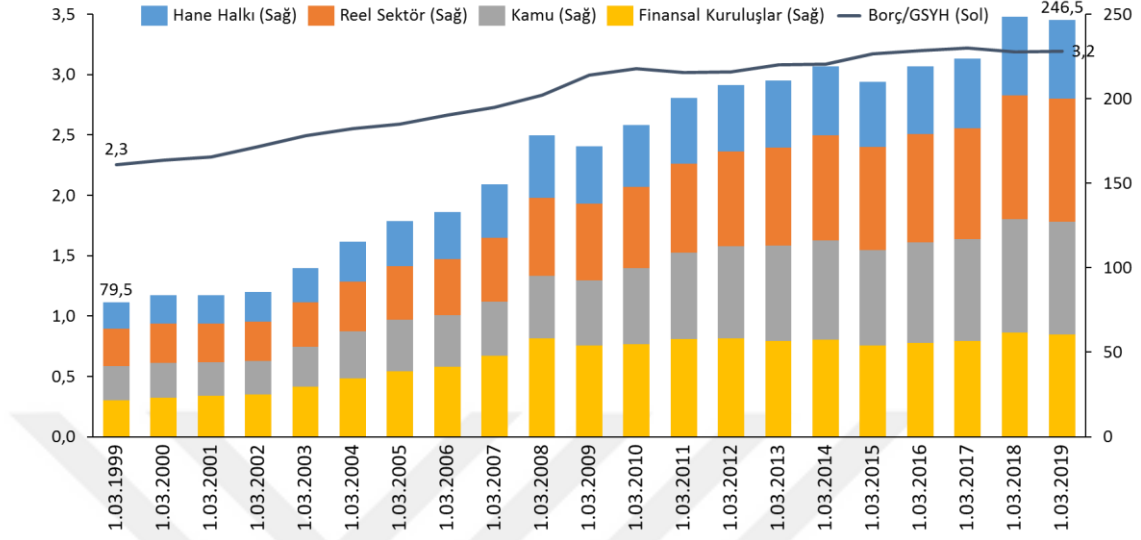
hızlı büyümesi eşitsizliği arttırmaktadır. Aradaki makas açıldıkça geride kalan daha az tüketmekte, daha az tükettikçe de üretim ve büyüme rakamları aşağıya gelmekte ve kriz oluşmaktadır. Dolayısıyla krizler ile gelir uçurumları arasında karşılıklı bir döngü işlemektedir. Küresel piyasa ekonomisi serveti elinde tutan kesimin harcayabileceğinden çok daha fazlasını biriktirebilmesinin önünü açmıştır. Bu döngüde para temel ihtiyaçlarını karşılamak için harcayanlardan, harcayabileceklerinden çok daha fazlasını biriktiren zengin kesime akmıştır. (Stiglitz, 2017, s. 66-69)

### **1.3.2. Borçluluk**

Kapitalizme ve ana akım finans anlayışına gelen en yoğun eleştirilerden biri de sürekli artan borçluluk rakamlarıdır. Aslında uzun yıllardır dünya ekonomisi bütünüyle bir borç ekonomisine dönmeye başlamıştır. 2019 ilk çeyrek sonu itibariyle toplam küresel borcun 20 yıl öncesi seviyesi olan 79,5 milyar dolardan %210,1 artarak 246,5 milyar dolara gelmesi durumun çok vahim olduğunu göstermektedir. Bir diğer vahim durum ise, GSYH'nin ise bu denli artmamasıdır. Nitekim borcun GSYH'ye oranı 1999 ilk çeyrek sonu itibariyle %225,1 iken bu oranın, yirmi yıl sonra 2019 ilk çeyrek sonu itibariyle %319,2'e geldiği görülmektedir. Her kriz sonrası artan likidite ve düşürülen faiz oranlarının bu gelişmelerde ciddi etkisi bulunmaktadır. (Tiftik & Mahmood, 2019) Bir taraftan borç hızla artarken, diğer taraftan ise GSYH'nin bu denli artmaması, borç verenlerin ve alanların global dünyadaki entegre ilişkileri ile birlikte düşünüldüğünde yüksek borçluluğun yıkıcı etkileri daha kolay anlaşılacaktır.

Kapitalizmin, borçluluk, eşitsizlik ve kriz oluşturduğu eleştirileri 2008 küresel kriziyle daha da artmıştır. Nitekim 2008 global krizi sonrası piyasaları hareketlendirmek için dünya merkez bankaları parasal genişleme politikası benimsemiş ve yıllar süren yeni bir likidite bolluğu dönemine daha girilmiştir. Krizden çıkış yöntemi olarak belirlen yöntemin kendisi de çok yüksek ihtimalle yeni bir krizin sebebi olacaktır. Nitekim likidite bolluğu artan borçluluğun kendisi de dünya finansal istikrarı üzerinde baskı oluşturmakta ve 2020-2021 yılları arasında çıkabilecek bir finansal kriz ihtimali her geçen gün artmaktadır.

**Grafik 1.3: Küresel Borç ve GSYH Oranı (Milyar Dolar, %)**

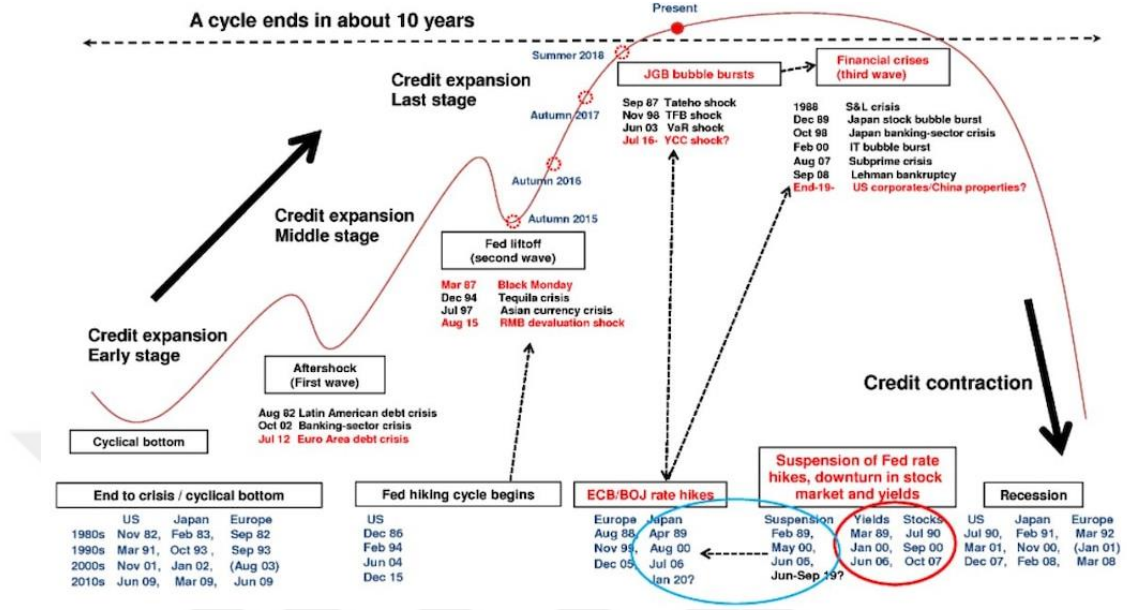


**Kaynak:** (The Institute of International Finance, 2019) verilerinden tarafımızca hazırlanmıştır.

Bu kısır döngünün temelinde ise borç ve risk transferine dayalı finansman modeli bulunmaktadır. Borçlanılırken, elde edilen finansmanla kazanılacak getirinin maliyetlerin üzerinde olacağı beklenilir. Ancak bu durum böyle sonuçlanmadığında krizlerin kapısı aralanmış olmaktadır. (Küçükşahin, 2018, s. 95) Aslında 'R>G' ile birlikte düşünüldüğünde bu durum kaçınılmaz olmaktadır. Sonuçta sermaye getirisinin bir bölümünü teşkil eden faiz, genellikle ekonomik büyümenin üzerinde olmaktadır. Dolayısı ile ekonominin geneli olarak elde edilen büyüme ödenecek faiz yükünün altında kaldığı için borç krizleri kaçınılmaz olmaktadır. Kredi ve borç döngülerinin kendisi krizlerin temel sebeplerinden biridir.

Nomura'nın 2018'den sonra dünyada bir yavaşlama beklediğine yönelik müşterilerine yönelik paylaştığı raporda, kredi döngülerinin kabaca 10 yıl sürdüğünü ve 10 yılın sonunda kredi büyümelerinin yavaşlaması neticesinde dünyanın krizlere girdiğini belirtmektedir. (Ungarino, 2018)

**Grafik 1.4: Kredi Döngüsü**



**Kaynak:** (Ungarino, 2018)

Her kredi döngüsünün sonrasında gelen parasal teşvik mekanizmaları neticesinde şişirilen ekonomi ise giderek büyüyen bir kredi döngüsü ile hareket etmektedir.

### 1.3.3. Krizler

Kapitalizm belli döngülerde kaçınılmaz olarak kriz üretmektedir. Bu krizlerin detaylarına tek tek girilmeyecektir. Ancak özellikle 2008 global krizi sonrası birçok ekonomi platformu ve toplantısına konu olan ekonomi yönetimlerinin risk transferine dayalı, kredi mekanizması öncülüğündeki büyümelerin kriz ürettiği söylemlerini tekrar gündeme gelmesini sağladığını belirtmek gerekir. Dünya, 2008’de diğer birçok finansal krizde de görülen benzer bir kısır döngüyü yeniden yaşamıştır. Piyasa ekonomisi krizlere genelde şu sırayı takip ederek ulaşır: süreç genel itibariyle çılgınlıkla başlar, panikle sarsılır ve çöküntü başlar. (Aliber & Kindleberger, 2013, s. 28) Bu döngünün en tipik örneği 2008 global krizidir. Borç, kredi ve risk transferi mekanizmasının bu denli yoğun işletildiği bir dünya ekonomisinde ise krizler kaçınılmazdır.

David Graeber, borç ve kredi sarmalında kendi kendini düğümleyen bir sistem olarak kapitalizmin sonunun yaklaştığını düşünmektedir. Dünya sahnesinde bir sonsuzluk beklentisi ile sunulan kapitalizmin açık bir şekilde infilak ettiğini savunur. Üretmenin ve daha az maliyete ulaşmanın bir sonunun olmadığını söyler, darlığa düşülen her dönemde kredi balonlarının devreye alındığı bu sistemin sonsuz ömrü olmadığını 2008 kriziyle birlikte ayyuka çıktığını iddia eder. İnsanları temelsiz borçlandırarak bir borç balonu oluşturan sistemin 2008 kriziyle yüzleşmesinin tüm dünyaya kapitalizmin mutlaka bir sonu olduğu gerçeğini öğrettiğini ileri sürerken, o krize kadar hiç kimsenin böyle bir sonu düşünemediğinin de ayrıca altını çizmektedir. (Graeber, 2015, s. 244) Graeber'in eleştirilerinde haklılık noktaları olsa da kapitalizm ve serbest piyasa ekonomisinin özellikle 20. yüzyılda insanoğlu için ciddi kazanımları getirdiği de ortadadır. Problemin kaynağı özellikle risk transferine dayalı, türev ürünlerinin yoğun kullanıldığı finansman yaklaşımının ürettiği problemlerdir.

Borca dayalı finans sisteminin kaçınılmaz bir şekilde ürettiği eşitsizlik gerçeği ve gelir adaletsizliği toplam talepte bir düşüş meydana getirmektedir. Sistem girişimciyi ve yeni aktörleri sürekli üretilen bir ürün/hizmeti daha düşük maliyetle üretmeye veya yepyeni bir ürün/hizmet geliştirmeye teşvik etmektedir. Piyasa ekonomisinde sermayedar bir yandan üretimine devam ederken bir yandan elde ettiği kazanımı ve biriktirdiği servetini değerlendirmektedir. Kimi zaman yeni bir yatırımla kimi zamansa, faizle değerlendirir; ama değişmeyen şudur ki, genellikle ekonomiden daha hızlı büyümeye devam eder. Öbür tarafta ise tüketimini devam ettirebilmek için kazancını artırmak zorunda olan; eğer bunu yapamazsa tüketimini azaltacak olan bir kesim bulunmaktadır. Zaman içinde orta gelirli ve dar gelirli sosyal tabaka arz edilen ürün ve hizmetlere olan talebini zaman içerisinde kısmak zorunda kalır. Bu durumun neticesinde piyasada oluşan likidite darlığı ve azalan talep sistemin piyasaya likidite pompalama yönünde karşılık verdiği görülür. Amerikalı ekonomist Hyman Minsky bu döngüde sistemin piyasada para ve kredi yaratarak canlılık sağladığını ama bu müdahalenin de aynı zamanda krize de neden olduğunu söylemektedir. (Minsky, 1978, s. 5-24)

2008 krizi ile ilgili olarak ilk başlarda temkinli bir kredi tahsis politikası izleyen bankaların zaman içinde daha agresif bir tutum benimsediğini anlatan Minsky, bankaların borç verme yarışına girmesi ve yepyeni kredi türleri icat ederek sistemi karmakarışık hale getirdiğini öne sürmektedir. Minsky'e göre, "spekülatif borçlanma" olarak adlandırdığı bu tür finansman faiz oranlarının yükselmeyeceği ve alınan teminatların, yani konut fiyatlarının, düşmeyeceği beklentisine dayanmaktadır. Bir süre sonra kredi hacimlerinde müthiş bir artış gözleyen bankalar kaldıracağı fazla yükseldiğini düşünerek frene basmayı tercih etmiş ve konut fiyatlarındaki yükseliş yerini düşüşe bırakmıştır. Sonrasında müşteriler borçlarını ödemek için evlerini satmaya başlayınca bu da fiyatların süratle düşmesine sebep olmuştur. Bankaların uhdelerine geçen konutlarla birer emlak şirketine döndüğü bu süreç esasen görüldüğünden çok daha karmaşık yapıları etkilemiş, tüm küresel sistem bir anda kendini krizin ortasında buluvermişti. (Akçay & Güngen, 2014, s. 93)

Mortgage kredilerinde tahsil kabiliyeti kalmadığında normalde sadece borcu veren bankanın sıkıntıya gireceğini ve alınan ipoteğin nakde çevrilerek zararın telafi edileceği beklenir. Lakin 2008 global krizinin küresel ölçekte hissedilmesinin önemli bir sebebi daha vardır. Finansal sistem spekülatif borçlanmaların ve likidite bolluğunun yoğun olduğu kriz öncesi dönemde menkul kıymetleştirme finansal yeniliği bulunmuştu. Buna göre, tıpkı bir borç senedi ihraç edilmesi gibi, finansal bir aktif alınıp satılabilen bir menkul kıymete dönüştürülebilecekti. Menkul kıymetleştirme ile kriz öncesi kullandırılan mortgage kredileri birer menkul kıymete dönüştürülmüştü.

Bu menkul kıymetin finansal gücü konut kredisi borçlusu müşterinin borcunu ödeyip ödeyememesine bağlıydı. Mortgage kredileri özellikle piyasanın üst segmentte belli bir doyuma ulaşmasından sonra yüzeysel değerlendirmeler sonrası tahsis edilmişti ve borçlular ilk aşamalardaki kadar titizlikle seçilmemişti. Nitekim kredi tahsis eden finansal kuruluşlardan beklenmeyecek bu hamlenin arka planında menkul kıymetleştirme süreci ve türev ürünleri bulunmaktadır. Bankalar, finansal kuruluşlar borcun geri ödenmesiyle ilgilenmeden borcu kırdırarak vadesi gelmeden açtıkları kredilerin geri dönüşünü belli bir oranda indirim yaparak tahsil edebileceklerdi.

Aslında 2008 global krizin bu denli yaygın ve yıkıcı etkisinin altında ise menkul kıymetleştirme yolu ve borcun başkasına transfer edilmesi ve türev ürünler yatmaktadır. 500 milyar dolarlık sorunlu mortgage kredileri, 100 trilyon dolarlık bankacılık sistemini etkilemesinin altında buna benzer finansal mühendislikler yatmaktadır. (Akgiray, 2019)

Nitekim verilen krediler menkul kıymetleştirilerek çeşitli toksik varlık sepetleri oluşturulmuş ve borçların transfer edilmesine dayalı yeni bir model geliştirilmişti. Hâlihazırda seyyaliyeti şüpheli kredilerin birçoğu menkul kıymet haline getirilerek 3.kişilere oralardan da yatırım bankaları portföylerine satılmıştır. Bu şekilde birbirinden habersiz zincir bir risk ve borç transfer ağı oluşturulmuştur. Dolayısı ile borçlunun temerrüde düşmesi tek bir alacaklıdan ziyade zincir haline gelmiş bir alacaklı kümesini etkileyerek krizin derinleşmesine neden olmuştur.

Riskin paylaşılmadığı, kaldıraç oranlarının yüksek olduğu ve olabildiğince karmaşık hale getirilmiş türev ürün piyasaları 2008 global krizinden sonra borç temelli finansmanı sorguya açmış gözükmektedir. Eşitsizliği derinleştiren, borçluluğun sürekli arttığı ve kaçınılmaz şekilde kriz üreten bu model yerine yeni bir finansman sistemine olan ihtiyacı arttıran ekonomi politik gelişmeler bir sonraki bölümde anlatılacaktır.

#### **1.4. Dijital Çağda Ortaklık ve Ortaklık Finansmanı**

Piyasa ekonomisinin gelişiminin ve beraberinde getirdiği sorunların incelenmesinin temel motivasyonlarından biri de endüstri 4.0'la birlikte gelişen ekonomi politik düzen ile hâkim ekonomi ve finans yaklaşımının örtüşmemesidir. Tezimizde endüstri 4.0 salt bir sanayi teknoloji ve dijitalin kesişimi olarak değil; sanayi, teknoloji ve dijitalin her birinin ayrı ayrı dönüşümü ve toplam birbirlerine etkileri olarak değerlendirilmektedir. Bu manada, yeni gelişecek sosyal, toplumsal yapıya ek olarak ekonomik gelişimin finansal düzen üzerinde de etkili olacağı şüphesiz bir gerçektir. Dijital enformasyon çağıyla gelişen teknolojik yenilikler ve ilerlemeler, insanoğlunun ihtiyaç ve tercihlerinde önemli paradigma değişikliklerine yol açmaktadır.

Ayrıca mevcut ekonomik ve finansal sistemin makul çözümler üretmediği yenilikler, sebep olduğu problemler dünyayı yeni bir paradigma arayışına yönlendirmektedir. Nasıl ki ilk buhar makinesinin icat edilmesiyle üretimde makine gücüne geçiş, tüm ülke ve dünya ekonomilerini sanayi temelli bir gelişme üzerine yönlendirdiyse teknolojiadaki gelişmelerle birlikte dijitalleşme ve inovasyon tüm ulusları bu yönde yatırımlar yapmaya itmektedir.

Teknolojik gelişmelerin insanların günlük hayatına olan pratik yansımaları, toplumlara sunduğu ürün ve hizmetlerin bireylerde meydana getirdiği zihni dönüşüm, bugünün hâkim ekonomi ve finans anlayışının sınırlarını, kapsamını ve yeterliliğini sorgulamaya itmektedir. Nitekim gelişen köklü değişikliklere hâkim finans paradigması çözüm üretememektedir. Aşağıda ilk olarak bu köklü değişikliklere değinildikten sonra, hâkim finans paradigmasının internet, teknoloji ve dijitalleşmenin getirdiği değişikliklerdeki eksik yönlerine, yeni finans paradigmasının ne yönde şekillenebileceğine ve bu yönde yeni gelişen finansman enstrümanlarına değinilecektir.

#### **1.4.1. Dijital Çağda Köklü Değişiklikler ve Ortak Kaynak**

##### **Kullanımı**

Günümüz dünyası artık “bilgi teknolojileri” dünyasıdır. Bilgi teknolojileri üzerine girişimcilik yapan kitle ciddi bir sınıf bile oluşmaktadır. Artık hemen her sektörde sürekli bir arayış içinde olan girişimci bir kitle bulunmaktadır. Bir işe girişmek, bir inovatif çözüm bulmak, yeni bir girişim kurmak eskiye nazaran daha basit ve etkili hale gelmiştir. Bu ortamda birçok finansal kurumun bile birer teknoloji ve inovasyon şirketi haline dönüşmeye çalıştığı bir ortam yaşanmaktadır. Çünkü küçük yeni girişimler birçok kurumsal firmaya göre çok daha efektif, inovatif, basit çözümler üretebilmektedir. Yerleşik büyük firmalar ise büyüklüklerinin verdiği ölçek avantajının da katkısı ile ya yeni girişimlerle işbirliği yapmak ya da onları satın alarak ilerlemek durumunda olmaktadır. Google’ın Alphabet holding altındaki bu yönde konumlandırılması bu ihtiyaç ve trendin bir yansımasıdır. (Schwab, 2018, s. 73) Nitekim her durumda küçük firmaların satın alınması durumu söz konusu olmayacağı için önümüzdeki dönemlerde büyük firmaların küçük firmalarla çalışması daha önemli

hale gelecektir. Küçük firmalarının öneminin arttığı bu ortamda küçük firmaların finansmana erişiminin önemi daha da artmaktadır.

Kapitalizmin eşitsizlikleri derinleştirdiği ve gelir adaletsizliğini artırdığı yönündeki saptamalara bu noktada bir parça değinmekte fayda var. Eşitsizlik vurgusunu belki de en çok yapan modern iktisatçılardan olan Piketty, şu anki eşitsizlik makasının nasıl daralabileceğini beşeri sermayenin başarısına bağlamaktadır. Teknolojik ilerlemelerin yetenek ve bilgi sahibi insanları sermaye sahibi zengin kesime karşı destekleyeceğine ve dünyanın özellikle internet sayesinde bilgiye ulaşımın çok ucuz ve kolay olduğu bu dönemde kapitalist atmosferden meritokratik düzene geçeceğini savunmaktadır. Piketty bu yeni düzeni ekonomik rasyonalitenin yol açacağı bir “demokratik rasyonalite” olarak tasavvur etmektedir. (Piketty, 2015, s. 429) Ancak bunun tam tersini savunanlar da söz konusudur. Örneğin, Robotların Yükselişi kitabında Henry Ford, bunu “kazanan hepsini alır/uzun kuyruk dağılımı” olarak betimlemiştir. Buna göre internet teoride fırsat eşitliği getirse de gerçekte aradaki uçurumu arttırmaktadır. (Ford, 2015) Bununla birlikte Ford da, internet ve dijital dünyada giriş bariyerlerinin azalmasının fırsat eşitliği ürettiğini belirtir.

Piyasada var olan her bir arzın kendi talebini yaratacağı önermesine dayanan Say yasasını neoklasik iktisatçılar bir başka evreye taşımışlardır. Buna göre her yeni teknoloji daha az maliyetli bir üretim sistemi getirir; bu sayede, daha az maliyetle fazla mal üretilir. (Chang, 2014, s. 111) Rifkin, kapitalizmin kendi içinde oluşturduğu daha az maliyetle bir ürünü üretme mekanizmasının kapitalizmin sonunu getireceğini savunmaktadır. Piyasa ekonomisi kar etmek üzerine kuruludur. Sürekli daha az maliyetle bir ürün üretilmeye çalışılırsa bu süreç mantıken maliyetin sıfıra yaklaştığı noktaya kadar devam edecektir. Tüm ürünlerin marjinal maliyetinin sıfır olduğu bir ekonomik sistem çok mümkün olmasa da esasen şu anda kimi ürün ve hizmetlerde bu durum gözlemlenmektedir. Günümüzde milyarlarca insanın internet sayesinde bilgiye ücretsiz erişim imkânı bulunmaktadır. Hemen hemen tüm sektörler bir şekilde internet üzerinden satış yapmaya, bu evrenin dışında kalmamaya çalışmaktadır. Artık insanların büyük bir kısmı ellerindeki telefon ya da bilgisayarlar aracılığıyla kendi bilgilerini kendileri üretmekte ve bu bilgileri de internet üzerinden sıfıra yakın marjinal

maliyetle tüm dünyayla paylaşabilmektedir. (Rifkin, 2014, s. 31) Marjinal maliyetle ilgili Rifkin'in iddiası marjinal olsa da, internetin ve teknolojinin daha katılımcı bir ekonomi politik ortam hazırladığı da bir gerçektir.

Dünyada şu an bile milyonlarca *prosumer*(*üre/tüketici*) yani kendi ürettiği ürünü tüketen insan bulunmaktadır. (Toffler, 2008) Bugünün teknolojik dönüşümünde merkezi bir yere konumlanan paylaşma ve dayanışma kültürü tamamen doğal bir özellik olan insanların başkalarıyla ortaklaşa bir şeyler yapma isteğinden doğmaktadır. Jeff Home'un "crowdsourcing" (ortak üretim) olarak adlandırdığı sosyal fayda ve paylaşımı esas alan doğal insani yönelim binlerce insanın kendiliğinden, plansız ve beklentisiz olarak içerik üretmesi insanın sosyal doğasının gereğidir. (Howe J. , 2008, s. 9) Günümüz müzisyenleri şarkılarını internet platformları üzerinden milyarlarca insanın ücretsiz kullanımına sunmaları, birçok dergi ve gazetenin köşe yazılarını ücretsiz bir şekilde internette yayınlamaları sıfıra yakın marjinal maliyetlerin şu an yaşanmaya başlanan bir gerçeklik olduğunu kanıtlamaktadır.

Marjinal maliyetlerin sıfıra yaklaşmasıyla, özellikle internet üzerinden erişilebilen bilgi ve paylaşımlarda artan bir üretkenlik yaşanmaktadır. Bu üretkenlik temeline dayanan, herkesi bir başkasına bağlayacak, birbirleriyle ücretsiz sayılabilecek fiyatlarla ürün ve hizmet bolluğuna ulaştıracak paylaşım ortamı doğmuştur. Rifkin bu noktada kapitalizmin etkisini kaybedeceğini ve yeni sosyo-ekonomik paradigmanın '*İşbirlikçi Ortak Kaynaklar*' olduğunu ifade etmektedir. (Rifkin, 2014, s. 25)

Nitekim internet ve teknoloji sayesinde artık, her şey ve herkes "bağlantılı" hale gelmektedir. Teknolojik ilerlemeler önemli bileşenlerinden birisi de nesnelerin internetidir (IoT). Hatta her şeyin interneti (IoE) olarak adlandırmak daha yerinde olabilir. Nitekim insanların, canlıların, nesnelerin hepsinin bütünleşik haberleşmesi günümüzde pratiklerini oluşturmaya başlamıştır. Bütünleşik küresel düzenin üzerindeki her şeyi herkesle birbirlerine sensörler ve yazılımlarla bağlayacak, doğal kaynakların yönetimden üretim sistemine, lojistikten tüketim alışkanlıklarına, ekonomiden sosyal hayata birçok alanda ve sektörde yerleşik algı ve tutumları temelden sarsacak yepyeni bir olgudur. Dolayısı ile nesnelerin interneti yeni dünya

düzeninde önemli bir role sahip olacaktır. (Brynjolfsson & McAfee, 2014, s. 71-87) Nesnelerin internet ile buluşmasının ortak kaynak kullanımındaki ayrıştırıcı gücü ise, internetin nesnelere bağlanması yoluyla kaynaklara her an, herkes tarafından ulaşılabilmelerinin ortak kaynak kullanımının önünü açmasından kaynaklanmaktadır. Bu ortamda ise iş modelleri değişmekte yenilenmektedir.

Aslında geçmişten bu yana insanlar arasında “ortak kaynakların” varlığını hiç yitirmediği, bugün de yeni teknolojilerin gelişmesiyle birlikte kendine yeni bir yaşam alanı daha bulduğu söylenebilir. “Ortak kaynaklar” kendine bulduğu kentli alanı çok iyi değerlendirmiş ve bugün Rifkin’in ifadesiyle kapitalizmin alternatifi olarak tarih sahnesinde yer almayı başarmıştır. (Rifkin, 2014, s. 167-243) Ortak kaynak kullanımının kapitalizme alternatif olması mümkün olmasa da, ortak kaynak kullanımının öneminin önümüzdeki dönemde artması yüksek olasılıklıdır.

Bu minvalde geçmişten bugünlere taşınan ortaklık mekanizmasının farklı formlarda da olsa önümüzdeki dönemlerde devam edeceği ve hatta giderek artacağı düşünülmektedir. Ortaklık ve işbirliğinin farklı formlarda gelişmesi ve yaygınlaşması potansiyeli vardır. Bu farklı formların yansımaları ticari iş ilişkilerinde de görülmeye başlanmıştır. Örneğin, eskiden kurumların (business) müşterilerine (business ve customer) erişim yolları kendi ağları yoluyla B2B ya da B2C olarak gerçekleşirdi. “B” şirketleri “C” ise müşteri temsil etmektedir. Son zamanlarda ise açık iletişim, teknolojik gelişmeler ve API’lerin de desteği ile iletişim formları da değişmektedir. Örneğin bir “C” bir “B” ye rahatlıkla ürün satabildiği gibi, şirketlerin kendi aralarında işbirliği imkânları da artmaktadır.

Şirketlerin, müşteriye artık kendi altyapı ve teknolojileri ile gitmeleri yerine başka kurumların sistem alt yapıları ile gitmeleri çok kolay gerçekleşmektedir. Örneğin, finans sektöründe ATM’si az olan bir bankanın ATM sayısı için yeni ATM kurmasına gerek olmaksızın, ATM ağı geniş bir banka ile anlaşabileceği gibi, perakende işi yapan bir mağazanın kasasını ATM gibi konumlandırması da artık kolaylıkla yapılabilmektedir. Ya da telekom sektöründe telekom operatörü olunması için baz istasyonu yatırımı yapılmasına gereksinim yoktur. MVNO denilen sanal operatörlükle rahatlıkla mevcut bir telekom firmasının baz istasyonu

kullanılabilmektedir. Bu örneklikleri rahatlıkla çoğaltmak mümkündür. Bunlar da “B2B for C” yani müşteriye ulaşmak için şirketlerin kendi aralarındaki işbirliği olarak tanımlanabilir. Bu gelişmeler de hem mevcut kurumlar arasındaki işbirliğini artırma hem de yeni girişimlere alan açma noktasında ciddi avantajlar sağlamaktadır. Bu minvalde, 2015 Dünya Ekonomi Forumunda yayımlanan “Collaborative Innovation Transforming Business, Driving Growth” rapora göre önümüzdeki 10-15 yıl içerisinde kurumların elde ettikleri işbirlikçi gelirlerin artacağı beklenmektedir. (World Economic Forum, 2015, s. 8)

İnternet çağında artık birçok üretim fonksiyonu eski hüviyetlerini kaybedip, yeni çehreler edinmek durumundadır. İnternet çağıyla birlikte birbirleriyle tam bağlantılı bireyler eskiye nazaran çok daha fazla yetki ve güç sahibidir. Her biri sahip olduğu bilgi okyanusuyla birer üre/tüketici(*prosumer*) adayı, birçoğu ise çoktan üre/tüketici olmuş durumdadır. Tüm bu bireysel yetki ve güç artışı tabana doğru yayılan bir eksen kaymasına işaret etmektedir. İnternet ile birlikte iletişim, enerji ve lojistik hızla daha katılımcı bir düzene doğru ilerleme için zemin hazırlamaktadır.

Dolayısı ile ortaklık ve paylaşım temelli sosyo-ekonomik ilişkilerin daha da gelişeceği bir düzen oluşmaktadır. Büyük çokuluslu şirketlerin her alana hâkim olduğu ve büyük ölçüde bu şirketler tarafından yönlendirilen üretim ve sermaye hareketlerinin yerini küçük katılımcıların daha fazla katıldığı internet merkezli paylaşım sistemlerinin alması yüksek olasılıklıdır. Büyük firmaların egemen yapısı devam edecek olsa bile, endüstri 4.0’daki, teknolojiye ve dijital platformlardaki gelişmeler küçük firmaların da önünü açmakta ve sektörlere giriş bariyerlerini düşürmektedir.

Paylaşım ve ortak kaynak kullanımı ekonomisinin sosyo-ekonomik düzenin her bir fonksiyonunu çok daha rekabetçi, açık, katılımcı, bireye ve küçük firmalara yönelik bir hale getirdiği açık bir şekilde gözlemlenmektedir. Böyle bir ekosistemde tarih boyunca yatırımlar için esas teşkil etmiş, dünyanın bugünkü gelişmişlik seviyelerine ulaşmasında önemli rolü bulunan finansman fonksiyonun da bugünün şartlarına göre güncellenmesi gerekmektedir. Özellikle finans sisteminin daha önce değinilen yan etkileri ve toksik tarafları göz önünde bulundurulunca, ortaklığın ve risk paylaşımının

esas alındığı bir finansman yönteminin kaynakların ortak kullanıldığı dünyaya daha uygun olduğu düşünülmektedir.

#### **1.4.2. Dijital Çağda Hâkim Finans Yaklaşımının Eksiklikleri ve Yeni Finans Anlayışı**

2008 global krizinin ardından tüm dünya, mevcut finansman modelinin doğurduğu problemler üzerine bir sorgulamaya gitmiştir. Nitekim kredi/borç sistemi dünyayı belli periyotlarla borç krizine sürüklemektedir. Mevcut finans paradigmasındaki tüm risklerini aldığı teminat ve ipotekler yoluyla sıfırlayan bir finans ve bankacılık anlayışı, gelişeceği düşünülen işbirlikçi kaynak kullanımı anlayışı ile uyuşmamaktadır.

Girişim ve girişimciler önümüzdeki dönemde geçmiş dönemlere nispetle daha önemli olacaklardır. Hatta yeni bir sınıfın ortaya çıktığı bile iddia edilebilir. Bu sınıf “teknoloji girişimcileri” olarak nitelendirebilir. 19. Yüzyıldan itibaren başlayan ve küçük ölçekli üretimden daha büyük montanlı ve otomasyonla genişleyen üretim bantları, önümüzdeki dönemde yerini tekrar daha küçük ölçekli teknoloji girişimcilerine fırsat pencereleri sunacaktır. Teknoloji girişimlerinin de büyük ölçekli olanları olacaktır, ancak yeni oyuncuların sisteme girmesi eskisi kadar zor olmayacak, sektörlere giriş bariyerleri azalacaktır. Adam Smith’in üretim girdileri olarak gördüğü emek, kapital ve araziye ek olarak 21. Yüzyılda yeni bir girdi olarak bilginin girdiği söylenebilir. Önümüzdeki dönemde küreselleşmeyle beraber gelen seri üretime dayalı dayanıklı şirket yapıları ile temellenen ekonomiden daha bilgiye dayalı girişimci bir ekonomiden bahsedilebilir. (Ergen, 2014, s. 99-119)

Yeni girişimlerin daha da önem kazanacağı bir ekonomi politik düzenin oluşumu esnasında mevcut hâkim finans paradigmanın bu gelişmelere cevap veremeyeceği açıktır. Dolayısı ile önümüzdeki dönemde teknolojik gelişim ve buna bağlı olarak yenilikçi girişimlerin yükselmesi neticesinde finansman yönteminde de değişiklikler olması elzem hale gelmektedir. Nitekim hâkim borç/kredi yoluyla finansman yönetimi, ölçek ekonomisi olan firmaları desteklerken, büyük firmalara daha fazla

borçlanabilme imkânı sağlamakta ve büyük firmaların küçük firmalara karşı rekabet avantajı sağlamalarına neden olmaktadır. (Kahyaoğlu & Saraç, 2011, s. 13-15)

Küçük firmaların mevcut finans anlayışı çerçevesinde finansmana erişim sıkıntıları yaşadığını ilk tespit eden ise 1930'lu yıllarda İngiltere'de kurulan bir araştırma komitesi olmuştur. Başkanlığını İskoç bir Hukukçu olan Hugh Macmillan'ın yaptığı ve üyeleri arasında Keynes gibi meşhur iktisatçıların da bulunduğu komite yayınladığı raporunda küçük ve orta ölçekli işletmelerin sermayeye ulaşımındaki zorluklarına dikkat çekmiştir. Orijinal adıyla *Macmillan Gap* olarak literatürde yerini alan "Macmillan Boşluğu" sermaye ihtiyacı olan kitle içerisinde sermayeye ulaşımı diğerlerine göre zor olan ve büyüklük olarak arada kalmış bu kesimi tanımlamak için kullanılmıştır. Araştırmada geleneksel bir banka sisteminde kredilerin kendini ispatlamış büyük şirketlere yöneldiğine, diğer taraftan hacmi çok küçük finansal ihtiyaçların ise gayri resmi piyasalardan (eş, dost, akraba vb.) temin edildiğine işaret edilmiştir. Dolayısıyla arada kalan küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansmana erişimde sıkıntı yaşadıkları tespit edilmiştir. (Kaya, 2001, s. 16-19)

Bu durum, yeni girişimcilik ve girişimler için de geçerliliğini korumaktadır. Festervand ve Forrest'in hazırladığı çalışmaya göre %80 oranla sermaye eksikliği en yeni girişimlerin başarısız olmasının en önemli gerekçelerinden biri olarak gösterilmektedir. Uzun vadeli yeterli finansa erişememe, yüksek maliyetli finansman, nakit akışı problemleri, yüksek borçluluk temel problemler arasında gösterilmektedir. Nitekim girişimcilik ekosistemi güçlü olan Amerika'da girişimcilik ekosisteminin ateşini sermaye ateşlemiştir. (Benjamin & Margulis, 2005, s. 77-80)

Dolayısı ile risk transferine dayanan, açılan kredi limitlerinin ise büyük kısmının alınan teminatlar yoluyla risklerinin azaltıldığı bir finansman anlayışı, yeni girişimlerin finansal ihtiyaçlarına cevap verememektedir. Dolayısı ile bu alanlara yatırım yapmak isteyen finans oyuncularının belli bir ölçeğinde ortaklık odaklı, risk paylaşım esasına dayalı bir mantaliteye geçmek zorundadır. Nitekim gitgide ortak kaynakların kullanımına dayanan paylaşımcı bir düzene gidilmektedir. Dolayısı ile gidişatın internetin sunduğu imkânlarla temellenen iş birliğine dayalı

paylaşım ekonomisine ve paylaşım temelli sosyo-ekonomik düzene doğru olduğu söylenebilir. (Howe J. , 2008, s. 199-200)

Bu noktada girişim sermayesi daha da önem kazanmaktadır. Kortum ve Lerner (2000) risk sermayesinin inovasyonu desteklemek noktasında AR-GE'den bile 3-4 kat daha etkili olduğunu söylemektedir. Ayrıca Kaplan ve Lerner (2009) girişimci ilk halka arzlarının yaklaşık %50'sinin risk sermayesi destekli olduğunu bulmuşken, tüm firmaların sadece %0,2'sinin risk sermayesi finansmanı ile fonlandığına dikkat çekmiştir. (Kaplan & Lerner, 2016, s. 1)

Nitekim inovasyon ve girişimcilikte başarılı olmuş ülkelerde sermayenin çok önemli olduğu ortadadır. Dolayısı ile eğer önümüzdeki dönemler bilgi çağına dayalı girişimcilik çağı, ya da ortaklık çağı olarak geliyecekse finans da bu noktada değişecek ve dönüşecektir. Amerika'daki silikon vadisi ekosisteminin girişim sermayesinin desteği ile gelişmesi bu noktadaki en önemli örneklerden sayılabilir. Intel, Apple ve Microsoft gibi bilgi çağının ilk yenilikleri olan şirketler, risk sermayedarlarının bu girişimlerle birlikte hareket etmesi ile ortaya çıkmıştır. Dolayısı ile yenilikçi girişimlerin sermaye ihtiyaçlarının girişim/risk sermayesi ile karşılandığı söylenebilir. (H. Green, 2014, s. 63)

Teknolojik gelişmeye ve bilgiye dayalı girişimci ekosistemin oluştuğu bir ortamda, finansmanın da bu yönde evrileceği düşünülmektedir. Schumpeter finansı sadece sermaye miktarının artırılması ile büyümeyi destekleyen bir sektör olmaya ek olarak sermayeyi daha doğru kanallara ederek ekonomiyi destekleyen bir sektör olmasına değinmektedir. (Arıcan, Yücememiş, Demirci, & Okay, 2013, s. 17) Girişim sermayesi finansmanı da bu minvalde yeni fikirlere, teknolojilere ve girişimcilere yatırım yapmayı sevmektedir. (Schwartz D. , 2010, s. 14)

Dolayısı ile ortaklık finansmanı olan girişim sermayesi yatırımlarının önümüzdeki dönemde daha paylaşımcı bir finansman yöntemine olan ihtiyacın çözümünde önemli bir enstrüman olarak düşünülebilir. Nitekim teknolojinin getirdiği artan rekabet ortamında şirketlerin ayrışabilmesi için inovasyonun finanse edilmesi gerekmektedir. Sanayi toplumundan sanayi ötesi topluma geçiş için de inovasyon ve

girişimlerin desteklenmesi kritik öneme sahiptir. (İştar, 2013, s. 184-185) Aslında hâlihazırda girişim sermayesi yatırımları hacim olarak olmasa da, etki olarak belli bir ölçeğe ulaşmıştır. ABD’de girişim sermayesi yatırımı alan firmalar toplam firmaların %1’inden az iken, toplam girişim sermayesi yatırım hacmi ise ABD GSYH’sinin 0,2%’sinden azdır. Ancak yeni firmalar ABD ekonomisinin 21%’i kadar gelir üretmektedirler. Büyük teknoloji firmalarının risk sermayesi destekli olması ise ayrıca önemlidir. (Thiel, 2014, s. 95)

Aslında girişim sermayesi yatırımlarının büyük kısmı teknoloji yatırımları olsa da inovasyona önem veren diğer alanlarda da girişim sermayesi yatırımlarının olduğu görülmektedir. Amazon, Compaq, eBay, Intel, Lotus, Macintosh Computer, Starbucks girişim sermayesi yatırımı alan girişimlerden bazılarıdır. Görüldüğü üzere diğer sektörlerden de önemli firmalar bulunmaktadır. (Tuna & İsabetli, 2014, s. 42)

Dolayısı ile önümüzdeki dönemde alternatif bir finansman yöntemi olan ortaklık temelli finansmanın daha önem kazanacağı düşünülmektedir. Bu finansman yöntemini alternatif finansman yöntemi yerine ana akım finansman yöntemleri arasında sayılabileceğini iddia edenler de vardır. (Leleux, Swaay, & Megally, 2015) Her ne kadar tezimizde bu kadar hızlı bir geçişin olacağı düşünülme de ortaklık temelli finansman olan girişim sermayesinin önümüzdeki dönemde daha da önemli olacağı düşünülmektedir.

### **1.4.3. Yeni Gelişen Finans Enstrümanları ve Anlayışı: Ortaklık ve İşbirliği**

Ortaklık temelli finansman özel sermaye fonu gibi büyük ölçekli yatırımlarını da içerecek daha geniş kapsamlı bir tanımlama olsa da internet ve dijital dönüşümün daha önemli hale getirdiği yeni girişimlerin finansmanı girişim sermayesi yatırımları ile yapıldığı için çalışmada başta risk sermayesi yatırımları olmak üzere, girişim sermayesi yatırımlarına odaklanılmaktadır.

Platformların gelişmesi, sosyal networklerin yaygınlaşması, teknoloji, endüstri 4.0 gibi yenilikler rekabete ek olarak işbirliğine dayalı bir ekonomik modeli de

beraberinde getirmektedir. Bu ekonomik model, paylaşım ekonomisi olarak tanımlanabilir. Haliyle bu ekonomi-politik gelişmelerin finans bacağına da yansımaları olmaktadır. Örneğin işbirliğine dayalı kişiler arası finansman türlerinin gelişimleri bu değişimlere örnek verilebilir. (Mitreaga-Niestrój, 2019, s. 15-18)

Finans sektöründe görülen değişim ve dönüşümlerde kişilerarası işlemlere verilebilecek en güzel örnek kitle fonlamasıdır. Özellikle teknolojinin gelişmesi ve 2008’de yaşanan subprime mortgage krizi sonrasında küçük ölçekli firmaların finansmana erişimini sağlama arayışının sonucu kitle fonlaması yöntemini doğurmuştur. Kitle fonlaması, bir proje ya da girişimin bir grup insan tarafından, internet üzerinden finanse edilmesidir. Finansman ihtiyacı olan girişimler internet üzerinden yatırım yapabilecek kitleye doğrudan başvurur ve süreç neticesinden finansmanın ilk elden kullanımı sağlanır. (Onur & Değirmenci, 2015, s. 2-4)

İnterneti merkeze alan bir sistem olduğu için kitle fonlamasının tarihi çok uzun yıllara dayanmamaktadır. Kitle fonlamasına ait ilk örnekler 2000 yılında yardım/hayırseverliğe odaklanan “justgiving.com” ve müzisyenleri ve sanatçıları desteklemek için kurulan bir web sitesi olan “artistshare.com” gösterilmektedir. (Andro & Saleh, 2018, s. 136-139)

İnternetin dünyanın her köşesine ulaşmasının yanı sıra, sosyal medyada görünen hızlı büyüme kitle fonlaması için girişimcilere çok ciddi bir platform imkânı sağlamış, bu yöntemin büyümesine hız kazandırmıştır. (Zengin, Yüksel, & Kartal, 2017, s. 23)

Kitle fonlaması sabit getiri, ödül, bağış gibi ortaklık temelli finansman dışında yöntemlerle yapılabileceği gibi hisse bazlı olarak ortaklık temelli finansman yöntemi ile yapılabilmektedir. (Nur Onur & Değirmenci, 2015, s. 2-3) Yatırım/hisse bazlı kitle fonlamasında firmaların sahip olduğu hisselerin bir kısmı satışa sunulur ve yahut bir kar paylaşım teklifi yapılarak finansman sağlanır. Bu yöntemin finansörleri finansal bir getiri beklentisi içinde bulunmaktadır. Dolayısıyla da fonun toplanacağı platform aracılığıyla genellikle fonun kullanım amacı ile birlikte finansalların da paylaşıldığı bir bilgilendirme yapısıdır. Kitle fonlaması, tezimizde bahsedilen teknolojinin

finansmanı değiştirmesine, hisse bazlı olma opsiyonu ise ortaklık temelli finansmana örnek olarak verilebilir.

Bir diğer yeni yatırım ve finansman yöntemi olan melek yatırımcılık, özellikle yüksek büyüme vadeden firmaları finanse etmek için 20. Yüzyılın sonlarına doğru Amerika’da ve Avrupa’da yaygınlaşan bir finansman yöntemi olmakla birlikte tarihsel pratikleri çok eskilere dayanmaktadır. (OECD, 2011, s. 9)

“Melek” teriminin kökeni ise riskli yatırımlar olan Broadway’daki tiyatro yapımlarına katkı sunmak için 1900’lerde yatırımda bulunan kişilerden gelmektedir. Bugün ise girişimcilere yatırım yapan yatırımcıları ifade etmektedir. (K. Methson, 2019) Günümüzde ise risk iştahı yüksek olan varlıklı bireylere bu ismin verilmesinin ilk örneği Profesör William Wetzel’e aittir. Wetzel bir çalışmasında kâr amacının yanında, yatırıma konu olan şirkete bilgi ve tecrübe aktarımının ve mentörlük ilişkisinin de söz konusu olması nedeniyle eserinde melek yatırımcı tabirini kullanmıştır. (Kuratko, 2009, s. 250)

Melek yatırımcılar, fikir aşamasındaki veyahut erken dönem girişimlere yatırım yaparlar. Melek yatırımcılar yatırımları için bilgi ve tecrübe sahibi oldukları iş kollarını tercih etmekte ve o alandaki girişimleri desteklemektedir. Yatırım sürecinde melek yatırımcılar yatırım kararlarını alırken çeşitli faktörleri göz önüne alarak hareket etmektedir. Bu faktörlerin içerisinde doğal olarak finansal etkenler yer aldığı gibi, yapılan çalışmalar neticesinde finansal olmayan faktörlerin de melek yatırımcı için teşvik edici unsur olarak ortaya çıkabildiği saptanmıştır. Özellikle girişim sürecinde rol oynama ve yer alma işteği ve bununla birlikte sosyal sorumluluk düşüncesi melek yatırımcıların karar verme sürecinde önemli etkenlerdir. (Osnabrugge & Robinson, 2000, s. 19-21)

Genel bir tanımla, melek yatırımcılar risk sermayesi kuruluşlarının yatırım yapmaktan çekineceği kadar erken aşamada yer alan girişimlere, görece sınırlı miktarlarda finansman ve bu finansmanla birlikte girişimcilere satış, pazarlama, insan kaynağı tedariki ve eğitimi, yönetim gibi hususlarda destek olan varlıklı kimselerdir. (Er, Şahin, & Mutlu, 2015, s. 40)

Dünyadaki gelişmelere paralel olarak son dönemlerde gelişen iki finansman türü olan kitle fonlaması ve melek yatırımcılıkta ortaklık temelli finansmana ek olarak teknolojinin altyapı desteği ve finansörün diğer girişimcilere finansman dışı konularda da işbirliği içerisinde hareket etmesi gözlemlenmektedir. Bu yeni gelişen finansman yaklaşımlarının her ikisinin de ortak özellikleri teknolojinin gelişmesi ile internet platformlarında gelişme zemini bulabilmeleri ve girişim sermayesi yani ortaklık temelli finansman olarak kullanılabilmesidir.

Özetle ana akım ekonomi ve finans yaklaşımının getirdiği borç/kredi mekanizmasının sorunlarına ek olarak, ortak kaynak kullanımı, işbirliği çağı, bilgiye dayalı girişimcilik, endüstri 4.0 ve sonrası finans paradigmasında değişiklikler üretecektir. Finans sektörüne getireceği en önemli yeniliklerden biri ortaklık temelli finansmanın gelişmesi, yaygınlaşması ve daha da önemli hale gelecek olmasıdır. Nitekim bu durum aslında bir taraftan ortaklık temelli finansmanın klasik yöntemlerini de daha da önemli hale getirecek iken, diğer taraftan teknolojinin ve dijitalleşmenin getirdiği yenilikler sayesinde yeni formlar halindeki finansman yöntemlerinin de önemini arttıracaktır. Girişim sermayesi, kişiler arası finansman, melek yatırım, kitle fonlaması gibi yöntemlerin teknoloji ve dijitalleşmenin getirdiği yenilik ve kolaylıklarla finansman paradigmasına daha çok girdiği ve gireceği bir dönem gelişmektedir. Aslında her ne kadar ortaklık temelli finansman endüstri 4.0, yeni teknolojiler ve dijitalleşme paradigması çerçevesinde yeni bir olgu olarak tanımlanıyor olsa da, ortaklık finansmanı tarihsel bir olgudur. Bir sonraki bölümde ortaklık finansmanının tarihsel bağlamına ve İslam İktisadındaki yerine değinilecektir.

## 2. BÖLÜM

### İSLAM İKTİSADI, ORTAKLIK TEMELLİ FİNANSMAN VE GİRİŞİM SERMAYESİ

İslam İktisadı ve Finansının geliştirdiği modern kurum ve kuruluşlar 19. Yüzyıl sonrasında gelişmiş olsalar da İslami İktisadın geçmişini İslam'ın başlangıcına kadar götürmek mümkündür. Nitekim bugünkü manada tanımlanmış kurum ve kuruluşlar olmasalar da insanların finansman ihtiyaçları sürekli var olagelmıştır. Bu minvalde İslam'ın borç ve ortaklığa yaklaşımı incelenecek, yeni gelişen finansman türlerinin İslam medeniyetindeki tarihselliğine değinilecek ve ortaklık temelli finansmanın yeni gelişen bir yöntemi olan girişim sermayesi açıklanmaya çalışılacaktır.

#### 2.1. İslami İktisadında Borç ve Ortaklığa Yaklaşım

Finansman işlemlerinin birçok formu olsa ve formlar arasında geçişkenlikler olsa da temelde iki ana finansman modeli bulunmaktadır. Bunlardan birincisi kredi (borç) sistemi, ikincisi ise ortaklık sistemi olarak adlandırılır. (Bayındır, 2012, s. 15)

Kredi sistemi borçlandırma ile finansman olarak tanımlanabilir. Arapçada bağlamına göre “borç” veya “alacak” olan “deyn” sözcüğü ödünç veya başka bir sebepten doğan bütün borç ya da alacaklar için kullanılmaktadır. Ödünç/borç verme anlamında ise karz kelimesi kullanılmakta olup “kesip koparmak, karşılık vermek” anlamına gelmektedir. “Deyn” kelimesi çok daha geniş anlamı olarak kullanıldığı için tüketim ödünçü için genellikle karz tabiri tercih edilir. (Durmuş, 2010, s. 316)

Borç kelime anlamı olarak ödenmesi gereken para ya da başka bir şey anlamında kullanılmakta olup, günlük hayatta da çokça karşılaşılan bir kavramdır. (Yaran, 1994, s. 8) Gerek ekonomik gerekse de toplumsal yansımaları olan borç ilişkileri ile sürekli karşılaşılmaktadır. Nitekim finansal literatür içerisinde kaldıraç olarak adlandırılan borç, kimi zaman zorunlu gerekçelerle kimi zaman da tüketim, büyüme ve yatırım iştahı gerekçeleri ile finansmanın bulunması için bireyler ve şirketler tarafından tercih edilmektedir. Özellikle şirket bilançolarının kaynakları borç ve öz kaynak temelli incelendiğinde sektörden sektöre; şirketten şirkete değişmekle birlikte özellikle belli

bir ölçek ve hacme ulaşmış firmaların kaldıraç oranlarının çok yüksek oldukları görülmektedir.

İslami ekonomide faizli borçlar yasaklandığı, faizsiz borçlar ise doğası gereği bir şirketin önemli bir finansman kaynağı olamayacağı için İslami bir ekonomide finansal kaldıraç çokça sınırlanmış olmaktadır. (Saraç & Kahyaoğlu, 2011, s. 43) Ancak, faizli borçların dışında vadeli satış yöntemlerinin de finansal kaldıraç imkânı olduğunu belirtmek gerekmektedir. Nitekim murabaha yöntemi ile finansmanda da kaldıraç oluşturulmaktadır. İslami finasta murabaha yöntemi ile gerekli finansman vadelendirildiği için, direkt nakit ve likit girişi olmasa bile kaldıraç üretilmiş olmaktadır.

Borç ve borçlanmada İslami Finansın duruşu, İslam'ın genel prensiplerinde olduğu gibi “denge” üzerine kurulmuştur. Aslında borçluluk gereksinimi, tüketim ve yatırım alışkanlıklarının bir sonucu olarak gelişmektedir. Bu açıdan, İslami Finans'ın borca olan yaklaşımı, İslam'ın tüketim ve harcamaya olan yaklaşımı ile uyumludur. İslam, harcama, eşya kullanımı, yeme içme gibi konularda orta yolu tavsiye etmektedir. “Eli sıkı olma; büsbütün eli açık da olma. Sonra kınanır, (kaybettiklerinin) hasretini çeker durursun. (el-İsrâ, 17/29)<sup>1</sup> Dolayısı ile borca olan yaklaşım da bu yöndedir. Kur'an-ı Kerimde darda olana karşılıksız borç verilmesi teşvik edilmiş, şöyle buyrulmuştur. “Verdiğinin kat kat fazlasını kendisine ödemesi için Allah'a güzel bir borç (isteyene faizsiz ödünç) verecek yok mu? Darlık veren de bolluk veren de Allah'tır. Sadece O'na döndürüleceksiniz.” (el-Bakara, 2/245)

İslam'da darda olan kişilerin sıkıntılarının giderilmesi teşvik edilmiştir. (Odabaşı, 2019) İslam, ihtiyaç sahiplerine zorunlu bağış sistemi denilebilecek zekâtı emrederken, zorunlu olmayan yardım araçlarını da teşvik etmektedir. İhtiyaç sahibine ihtiyaç duyduğu tutarı verip karşılık beklenmeden verilen meblağın aynı tutarda geri alınmasına karz-ı hasen (güzel borç, hayırlı borç) denir. (Aktepe, 2013, s. 19-20) Ancak borca faiz şüphesinin bulaşmaması için borca herhangi bir menfaatin karıştırılmaması gerekmektedir. Ayrıca, borçluya mümkün mertebe kolaylık

---

<sup>1</sup> Ayetler Diyanet Vakfı Mealinden alınmıştır.

gösterilmelidir. “Eğer (borçlu) darlık içinde ise, eli genişleyinceye kadar ona mühlet vermek (gerekir). Eğer (gerçekleri) anlarsanız bunu sadakaya (veya zekâta) saymak sizin için daha hayırlıdır.” (el-Bakara, 2/280)

Dolayısı ile İslam’da borçla ilgili kesin bir yasağın söz konusu olmadığı anlaşılmaktadır. Nitekim Hz. Peygamber’in de borçlandığı olmuştur. İmam Buhari’nin, el-Cami’u’s-sahih’in de zikrettiği bir hadis şöyledir: "Hz. Peygamber (s.a.) bir Yahudi’den veresiye yiyecek aldı ve demirden bir zırhını rehin verdi." (Karaman, 1997, s. 762)

Görüldüğü üzere İslam’da borç mekanizmasının çalıştırılması desteklenmiştir. Ancak diğer taraftan dengeli bir yaklaşımın gereği olarak borç belli çerçevelerle sınırlandırılmıştır. Bir taraftan ihtiyacı olanın ihtiyacının karşılanması desteklenirken, diğer taraftan ihtiyaç ve harcama belli sınırlar çerçevesinde sınırlandırıldığı Hz. Peygamber’in hadis ve sünnetinde de görülebilmektedir. Hz. Peygamber’in borcu zillate benzettiğine, Allah’ın bir kulu zelil etmek isterse onu boynuna geçirdiğine ve kişinin borçlandığında yalan söyleyebildiğine, sözünü tutmadığına yönelik hadisleri bu noktada borçlanırken ne denli dikkatli olunması gerektiğine delildir. Buhari’den nakledildiğine göre Allah Resulü, borçların ödenmesi konusunda çok hassastı. Cenaze namazı kıldırmadan önce onun borcu olup olmadığını, sorar eğer borcu yoksa ya da ödeyecek kadar mal bırakmışsa namazını kıldırır, aksi takdirde ashâbına, “Arkadaşınızın cenaze namazını siz kılın.” derdi. (Diyanet İşleri Başkanlığı, 2014, s. 123)

Sahâbilerden Seleme b. Ekva’nın anlattığına göre Hz. Peygamber, bir gün borcuna karşılık olabilecek bir şeyler bırakmayarak vefat eden birinin cenaze namazını kıldırmamış ancak cemaatten birinin ölen kişinin geride bıraktığı borcu üstlenmesinden sonra cenaze namazını kıldırması. (Diyanet İşleri Başkanlığı, 2014, s. 123) Dolayısı ile İslam’da ihtiyaçlar çerçevesinde borçlanmada bir problem görülmediği bununla birlikte borçlanmanın belli bir sınır ve çerçeve içerisinde kalması gerektiği anlaşılmaktadır.

Ortaklık bağlamında ise İslami İktisat düşüncesi, ortaklık finansmanını destekleyerek modern iktisadi paradigmadan ve günümüz finans uygulamalarından ayrılmaktadır. Özellikle 2008 borç ve risk transferi kaynaklı global finans krizi sonrasında ortaklık temelli finansmanı önceliklendirmeye çalışan akademik ve reel çalışmalar olsa da ana akım finansın gerek epistemolojik gerekse de ontolojik temeli borç ve kredi bazlı finansmandır. Hatta borcu da farklı finansal mühendislik yöntemleri ile başkalarına transfer ederek, risk transferi ve borç mekanizmasını derinleştiren bir yapısı söz konusudur. Faize dayalı finansal sistemin bugün gücünü aldığı borçlanma temelli, risk transferine ve paranın zaman içerisindeki fazlalık değerine dayalı yapısı özü itibarıyla, İslami iktisat düşüncesinin önermesi ile uyuşmamaktadır. Ancak buradan da İslami İktisadın salt ortaklık temelli finansmanı savunan bir yöntem olduğu çıkarılmamalıdır. Nitekim borç temelli finansman ihtiyacı tarihsel bağlamda sürekli var olmuş ve var olmaya da devam edecektir.

İslam'da da borç mekanizması vardır, kullanılmaktadır ve hatta zorda kalana borç vermek teşvik edilmektedir. Ancak, borca bakış açısı İslam İktisadında, ana akım iktisada göre çok farklıdır. Ana akım iktisatta finanse edilen kişiye ve ödeme gücüne bakılırken, finanse edilen konunun muhtevası ve yönetime pek de odaklanılmamaktadır. Ancak İslam İktisadında ise borç temelli finansmanın bile taşınması gereken birçok özellik bulunmaktadır. Örneğin, kişiye bir alış-veriş olmaksızın salt finansman sağlamakla o finansmandan elde edilen getiri, faiz getirisi olması dolayısı ile yasaklanmıştır.

Toplumsal yaşantının ve insan fitratının bir tezahürü olarak ortaklık iktisadi hayatta doğal bir şekilde ortaya çıkmıştır. Tıpkı insanların iş bölümleri ile toplumsal hayatın içerisinde belirli görevleri üstlenerek bir “ortaklık” kurmaları gibi; iktisadi faaliyetlerde de insanlar farklı bilgi, birikim ve elinde bulundurduğu imkânlar ile ortaklık kurma yoluna gitmeye meyillidir. Günümüzde de ulusal ve küresel ölçekte rekabet edebilecek yapılar kurmak; sermaye, emek ve bilgi birikim noktasındaki ortaklıklar ile gerçekleştirebilmektedir. Özellikle de günümüzdeki teknolojik ve dijital değişimler ile birlikte gerek insanların gerekse kurumların birbirleri ile daha fazla ortaklık ve işbirliği içerisinde çalışma gereksinimlerini ortaya çıkarmaktadır.

Ortaklık kavramı ile ilgili İslami kaynaklarda sıkça rivayet edilen bir hadiste “Allah buyurdu ki, iki ortaktan biri diğerine ihanet etmediği sürece onların üçüncüsü benim. Şayet biri diğerine ihanet ederse ben aradan çekilirim”. (Ebu Davud, Büyü,27) Tabii burada ifade edilen ortaklık mecazi bir anlam taşımaktadır. Birbirlerinden emin bir şekilde ortaklık içerisinde bulunan kimselere karşı, Allah’ın yardımı ve himayesi bulunduğuna işaret edilmiştir. Diğer taraftan Hz. Peygamber’in bizzat kendisi ortaklık temelli bir ticaret ile belli bir dönem geçimini sağlamış, herkes tarafından kabul edilen “Emin” lakabını kazanmasında bu dönemdeki duruşunun da etkisi olmuştur. (Turan, 2016, s. 3) Yahudilerin Hayber fethedilince kendi topraklarını Müslümanlarla ortaklaşa işletmek istemesini Hz. Peygamber’in kabul etmesi ortaklığın delili ve başka din mensuplarıyla yapılabileceğine delildir. (Diyanet İşleri Başkanlığı, 2014, s. 136) Bu durum İslam’ın ticaret ve ortaklık faaliyetlerine yönelik olan teşvik ve desteğini de gözler önüne sermektedir.

İslami finansın günümüz modern kurumlarından olan katılım bankalarının özünde risk paylaşımı olup olmadığı, riskin paylaşımın ne ölçüde uygulanabileceği birer tartışma konusu ise de, İslami Ekonomi genel itibariyle idealde risk paylaşımının daha fazla olduğu bir iktisadi düzen olarak nitelendirilmektedir. Risk paylaşımı mevcut risk transferine dayalı finans yaklaşımı ile karşılaştırıldığında ekonomik kalkınmayı sağlama noktasında risk transferinden çok daha başarılı ve etkili bir yöntem gözükmektedir. 2012 yılı Kuala Lumpur Deklarasyonunda, bir grup önde gelen İslam âlimi ve Müslüman iktisatçı tarafından risk paylaşımını ekonomik alt grupların katılımını ve varlık geliştirme kapasitesini arttırdığını ifade etmiştir. Her grubun katılımının sağlanması ile refah paylaşımının daha adil gerçekleşebileceği söylenmiştir. İslami finansın varlık destekli, öz kaynak finansmanı niteliğinin finansal sistemin istikrarına daha elverişli olduğu belirtilmiştir. (Maghrebi & Mirakhor, 2015)

Özetle, İslam ekonomisinde ihtiyaç sahibine borç verilmesi teşvik edilirken borçlanan için ise belli sınır ve çerçeveler çizilmiştir. Finansman ve ticari faaliyetler için özellikle ortaklık temelli finansman teşvik edilmektedir. Ancak, İslami ilke ve prensipler ile ortaklık temelli finansmana belli çerçeve sunulurken, iktisadi işlemlerin hepsinin ya da büyük çoğunluğunun ortaklık temelli yönetilmesinin mümkün

olmayacağı unutulmamalıdır. Aslında ortaklık finansmanın sınırlarının nereye kadar yaygınlaşabileceği düşünülürken, şu ayeti düşünmekte fayda olabilir: “Davud: Andolsun ki, senin koyununu kendi koyunlarına katmak istemekle sana haksızlıkta bulunmuştur. Doğrusu ortakçıların çoğu, birbirlerinin haklarına tecâvüz ederler. Yalnız iman edip de iyi işler yapanlar müstesna. Bunlar da ne kadar az! dedi. Davud, kendisini denediğimizi sandı ve Rabbinden mağfiret dileyerek eğilip secdeye kapandı, tevbe edip Allah'a yöneldi.” (Sâd, 38/24) Dolayısı ile hem ortaklık temelli finansmanın teşvik edilmekle birlikte finansal ihtiyaçların tümünün ortaklık temelli giderilemeyeceği de ortadadır. Aşağıda İslami finanstaki ortaklık temelli finansman türleri incelenecektir.

## 2.2. İslami Finansta Ortaklık Temelli Finansman Türleri

İslam’ın teşvik ettiği ortaklık ve ortaklık temelli finansman işlemlerinin birçok farklı türü ve yöntemi olmakla birlikte, günümüz faizsiz bankacılık uygulamalarında ağırlıklı olarak sermaye ortaklığı ve emek-sermaye ortaklığı olmak üzere iki çeşit yöntem kullanılır. Faizsiz bankacılık literatüründe sermaye ortaklığı *muşaraka* şeklinde kullanılırken; emek-sermaye için *mudaraba* kavramı kullanılmaktadır. (Bayındır, 2005, s. 140)

Muşaraka kelimesi Arapça ş-r-k kökünden gelmektedir. Bu fiil özü itibariyle karıştırmak, karışıp bir arada olmak, iki malı birbirinden ayırt edemeyecek şekilde birbirine katmak anlamlarına gelmektedir. İktisadi manada kullanıldığında ise en az iki ortağın bir malda, sermayede, karda veya işte ortaklık kurmaları anlamını taşımaktadır. (Şekerci, 1982, s. 81-83) Muşaraka (sermaye ortaklığı) ise iki veya daha fazla kişinin bir miktar sermaye ile birlikte iş yapmak ve meydana gelecek kar veya zararını paylaşmak üzere kurduğu ortaklığa denmektedir. (Tunç, 2013, s. 143-145)

Muşaraka finansmanının çeşitli uygulama alanları mevcut olsa da günümüz pratiğinde şöyle uygulanır. Müşteri (iş ortağı) bir fikir ya da proje önerisi ile katılım bankalarına gelir. Anlaşma sağlanmasının ardından sözleşme imzalanır ve proje başlatılır. Katılım bankası projeye sermaye sağlarken; fikir ya da proje sahibi hem sermaye hem de emek ile projenin içinde yer almaktadır. Proje tamamlandığında kar

elde edilirse, elde edilen kâr ortaklık sözleşmesine göre dağıtılırken ortaya zarar çıkması durumunda ise bu zarar başlangıçta ortaya konan sermaye oranına göre dağıtılır. (Özsoy, 2012, s. 174-176) Prensip uygulama şekli bu yönde olan muşaraka, katılım bankalarının mevcut finansman hacimleri içerisinde şu ana kadar bir ölçek yakalayamamışlardır.

Mudaraba kelimesi d-r-b kökünden gelmekte olup kelime manası olarak “gitmek, uzaklaşmak, rızk peşinde koşmak” gibi anlamlara gelmektedir. Kullanım manası olarak bir tarafın sermaye diğer tarafın emek koymak suretiyle kurduğu ortaklığa verilen isimdir. Sermaye koyan tarafa (rabbu’l-mâl) işletmeciyeye/girişimciye ise (mudârib) denir. (Nadeem, 2010, s. 3-5) AAOIFI’nin tanımına göre mudaraba, taraflardan birinin sermayesini diğerinin ise emeğini ortaya koyması sonucunda elde edilecek karı paylaşmak üzere kurulan şirkettir. (AAOIFI, 2015, s. 366) Hanefi ve Hanbeli mezhebi âlimleri bu ortaklığı çoğunlukta mudaraba olarak tanımlarken, Maliki ve Şafiler bu işlemi sözlükte “kesmek” anlamına gelen karz kökünden türetilmiş mukaraza şeklinde adlandırır. (Kallek, 2013, s. 360)

İslamiyet’ten önce Arap toplumunda bir gelenek olan var olan bu ortaklık türü, İslamiyet’in ortaya çıkışıyla birlikte kendisine gelişme alanı bulmuştur. Mudaraba, delilini daha çok Sünnette ve uygulamada bulur. Hz. Peygamber’in peygamberlikten önce, daha sonra eşi olan Hz. Hatice’nin sermayesini mudaraba yöntemiyle işlettiği bilinmektedir. Buna göre emek-sermaye ortaklığı modelinin İslam’dan önceki dönemde de uygulandığı anlaşılmaktadır. (Döndüren, 1996, s. 59)

Günümüzde ise katılım bankalarında müşteriye finansman kullandırma tarafında mudaraba hemen hemen yok denecek kadar az kullandırılırken, katılma hesaplarındaki fon toplama yöntemi mudaraba esaslı olduğu için katılım bankalarının topladıkları fonların çok büyük bölümü ortaklık temeline dayanır. Müşteri bankaya sermayesini işletmek ve yatırıma döndürmek üzere getirir. Müşteri ile banka belli bir getiri paylaşım oranı üzerinde anlaşır. Oranlar piyasanın durumuna, bankanın likidite, büyüme ihtiyacına, müşterinin getirdiği fonun büyüklüğüne göre gibi birçok farklı etki ile farklılaşsa da ortaklık fonunun getirisinin büyük kısmının müşteriye verildiği, küçük kısmının ise bankaya kaldığı şekliye yapılmaktadır. Oranlar döneme göre

farklılaşsa da müşteriye getirinin %80-%90'ını verilirken, bankaya ise kalan %10-20 kısmı kalmaktadır. Bu oran müşterinin fon getirdiği dönemin en başında belirlenir.

Mudaraba işleminin sağlam ve usulüne uygun gerçekleştirilebilmesi adına İslam fıkında belli başlı kaideler bulunmakta ve uygulanmaktadır. Öncelikle mudarabada kullanılan sermayenin para niteliğinde olması gerekmektedir. Bu noktada aynı mal ya da eşya sermaye olarak sözleşmede kabul edilmemektedir. Fakat sermaye getiren bir malı girişimciye malın satılıp bedelinin ortaklıkta kullanılması için verirse, girişimci de vekil sıfatı ile bu malı satıp elde ettiği bedel ile ortaklık kurulabilir. (el-Hafif, 2011, s. 583-587)

Bunların dışında sözleşme imzalanmadan önce elde edilen karın hangi yüzdeyle paylaşılacağı işletmeci ve sermayedar tarafından netleştirilmelidir. Kârın nominal seviyelerine dair garanti sunulması ise, İslam hukuku açısından uygun değildir. Mudaraba sözleşmesi sonucunda bir zarar ortaya çıkması halinde tüm zarar sermayedara aittir. Bu noktada sermayedar, işletmeciden bir hak iddia edemez. Ancak zararın ortaya çıkmasında işletmecinin kasti bir hatası ya da ihmali söz konusu ise, sermayedar zararın işletmeciden karşılanmasını talep edebilir. (Ayup, 2012, s. 321)

Mudaraba ile finansman yöntemi genel özellikleri itibari ile değerlendirildiğinde; mudarabanın sermayedar ile girişimcileri buluşturan, ortaklık hukukunu geliştiren, katma değerli üretimi destekleyen nitelikli bir sistem olduğu görülmektedir. Yapısı itibariyle mudarabada, hem sermayedarın hem de girişimcinin istek ve taleplerine cevap verilebilmektedir. Sermaye sahibi elinde bulundurduğu varlığı, çok çeşitli nedenlerle değerlendirme fırsatı bulamayabilir ya da farklı sektörlerde değerlendirme düşüncesini çeşitli kısıtlar dolayısıyla yerine getiremeyebilir. Aynı şekilde günümüzde çokça yaygın olan girişimciler de fikirlerini hayata geçirebilmek için ihtiyaç duyduğu sermayeye sahip olmayabilir. Özellikle endüstri 4.0 ile birlikte gelişen farklı dikeylerde uzmanlaşma, ortak kaynak kullanımı, yeni iş modelleri düşünüldüğünde ortaklık temelli finansmanın gelişeceğinin düşünüldüğü bir zeminde, bir sonraki bölümde mudarabanın tarihsel gelişimine ve süreç içerisindeki formlarına değinilecektir.

### 2.3. Mudarabanın Tarihsel Gelişimi ve Süreç İçerisindeki Formları

Girişimlerin, yeni fikirlerin, inovasyonların ve sermaye çekmekte zorlanan iş planlarının ve finansman ihtiyacı tarih boyunca hep var olmuş ve farklı toplumlar birbirlerinden etkilenecek bu sermaye ihtiyacına çözüm modelleri geliştirmiştir. İslam toplumlarında mudaraba olarak teşekkül eden ve sözü edilen kitleye hitap eden ortaklık ile finansman, ortaçağ Avrupası'nda commenda benzeri isimler almış ve günümüzdeki venture capital (risk/girişim sermayesi) modelinin temelini oluşturmuştur. (Abdulayev & Kumaş, 2015, s. 72)

Bu üç finansman yöntemi (mudaraba, commenda, girişim sermayesi) esasında büyük oranda benzer özelliklerden oluşmaktadır. Bir tarafın emek diğer tarafın sermaye ortaya koyduğu bu ortaklık türleri girişim ve iş fikirlerinin finansmanında aktif rol almıştır. Aşağıda detayları anlatılacak olan bu ortaklık temelli finansmanın farklı formlarının genel bir özet gösterimi aşağıdaki gibi yapılabilir.

**Şekil 2.1:** Mudaraba, Commenda, Girişim Sermayesi Karşılaştırması

|                  | Mudaraba                          | Commenda                                 | Girişim Sermayesi                               |
|------------------|-----------------------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| Başlangıç        | 6. yüzyıl                         | 11. yüzyıl                               | 20. yüzyıl                                      |
| Araç ve Gereçler | Kervanlar                         | Ticaret Gemileri                         | Çoğunlukla internet                             |
| Piyasa Aktörleri | Sermaye sahipleri ve yöneticileri | Sermaye sağlayıcıları & Seyyah tüccarlar | Yatırımcılar & Yeni Girişimler & diğer firmalar |
| Piyasa Alanı     | İslam Dünyası                     | Akdeniz Bölgesi                          | Tüm Dünya                                       |

Mudaraba sisteminin önermiş olduğu finansman yöntemi, tarih boyunca farklı topluluklarda farklı isimlerle kendisine yaşam alanı bulmuştur. Günümüzde gittikçe popülaritesi artan risk sermayesi yönteminin tarihsel kökenlerinin commenda iş ortaklığına dayandığına yönelik çeşitli çalışma ve kabuller bulunurken; bu finansman yöntemleri mudaraba ile öz itibarıyla büyük oranda benzer nitelikler taşımaktadır.

Ortaçağ Avrupası'nda çokça kullanılan commenda iş ortaklığının tarihine bakıldığında, kaynağın İslam dünyasına dayandığı ortaya çıkmaktadır. Bu konuda yapılan çalışmaların en başında Avrupalı iktisat tarihçisi Sayous'un 20. yüzyılın başında yaptığı araştırma gelmektedir. Bu benzerliği o dönem tespit eden Sayous, 10. ve 11. Yüzyıllarda Müslümanların Avrupa dünyasından daha gelişmiş ticari sözleşme ve modellere sahip olduklarını, Müslümanların İslamiyetin ilk yılları ve hatta öncesinde bile, Batı Akdeniz'de daha sonraları ortaya çıkan commendaya çok benzeyen ortaklıklar kurduğunu ifade etmektedir. (aktaran; Çizakça, 1996) Sonraki dönemlerde Udovitch tarafından ortaya konan çalışmalar da commendanın İslam İslam'dan alınan bir ortaklık türü olduğunu desteklemiştir. (Udovitch, 2012)

Mudarabadan esinlenerek kendisine Avrupa'da yaşam alanı bulan commenda ortaklığı büyük oranda mudaraba ile benzer bir yapıyı taşımaktadır. İngiltere'deki tekstil sektöründe 1400'lü yıllarda yapılan yatırımlar bu yatırımlara örnek gösterilebilir. Çay ve kahve gibi deniz yolu ile getirilecek ürünleri getirtmek için yatırımlar yapılmaktadır. (Annenberg Learner, 2019) Bu yatırımlarda yüksek risk olduğu için riskin dağıtılması ve yönetilebilmesi içinde riskler dağıtılmış ve grup üyeleri fonlara yatırım yapmışlardır. (Ergen, 2014, s. 100) Bir dönem Avrupa'da özellikle deniz yoluyla ticaret yapan tüccarlar arasında yaygınca kullanılan bu ortaklık yönteminde sermayedar commendator ismini alırken işletmeci ise tractator olarak anılmıştır. Mudaraba ile benzer şekilde burada da ortaklığın hayata geçebilmesi için sermayenin kullanım yetkisinin işletmeciye verilmesi ön koşul olmuş; yapılan anlaşmanın niteliğine göre sermayedar, işletmecinin faaliyet alanlarına sınırlama getirme hakkına sahip olabilmıştır. Yine aynı şekilde commenda ortaklığı da işletmecinin sermayeyi kullanma özgürlüğüne göre mudarabada olduğu gibi iki ayrı formata ayrılabilir. Sınırsız olarak uygulanan commenda ortaklığında sermayedar işletmeciye hiçbir şekilde sınırlama koyamazken; işletmeciye yatırım noktasında serbestiyet sağlar. (Kumaş, 2006, s. 380)

Yükümlülük açısından değerlendirildiğinde de commenda ile mudaraba arasındaki benzerlik göze çarpmaktadır. Commendada sermayedar olan kimse başta yatırdığı miktara kadar olan tüm zararı üstlenmekle mükelleftir. Commendanın

yapısında bulunan sınırlı yükümlülük modeli Ortaçağ Avrupası'nda yer alan faiz yasağına da uyumlu olması nedeniyle kolaylıkla yaygınlık kazanmış ve özellikle Akdeniz ticaret bölgesinde hukuki zeminde kendisine ciddi bir bilinirlik alanı kazanmıştır. Kar ve zarar dağıtımında ise mudarabada olduğu gibi commenda da sabit bir getiri yerine elde edilen kârın oransal paylaşımı söz konusudur. Farklı örnekleri olsa da yaygın olarak bu kar taksimi işinde işletmeci dörtte bir oranında pay alırken sermayedarın payı dörtte üç olmuştur. (Çizakça, 1999, s. 4-5)

İki ortaklığın ayrıştığı nokta olarak, sermaye kabul edilebilen varlıklar ön plana çıkmaktadır. Mudaraba işleminde sermayedarın koyabileceği varlık olarak sadece para cinsinden sermaye kabul edilirken; commenda ortaklığında ekonomik değeri olan her türlü varlık sermaye olarak kabul edilebilir. İslam hukukunda, para dışında kullanılacak olan varlıkların değerinde meydana gelebilecek değişikliklerin kar taksimini zorlaştıracığı düşüncesiyle para dışındaki varlıklar uygun görülmemiştir. (Kumaş, 2006, s. 379)

İslam iktisadının hüküm sürdüğü topraklarda mudaraba adıyla ortaya çıkan ortaklık temelli finansman sistemi ve onunla ilintili olarak Ortaçağ Avrupa'sında yaygın bir şekilde kullanılan commenda iş ortaklığı farklı formlar ve evreler geçirerek günümüz dünyasında risk sermayesi olarak kendisine küresel finansal sistem içerisinde yer bulmuştur. Girişimcilik ve girişimcilik ekosisteminin yaygınlaştığı 21. yüzyılda ise bu finansman yöntemine yönelik ilgi ve araştırmalar da her geçen gün artmaktadır. Mudaraba ve risk sermayesi arasında çok yakın benzerlikler olduğu görülmektedir. Ortaklık finansmanı olmaları, ekonomi içerisindeki doldurduğu boşluk, küçük firmaların finansmana erişimini kolaylaştırma gibi birçok alanda risk sermayesinin mudaraba ile benzerlikleri söz konusudur. (Bulut & Er, 2012, s. 156) Çizakça, risk sermayesinin kökünün mudarabaya dayandığını, tarihsel süreç içerisindeki mudarabanın geçirdiği form değişikliklerinin risk sermayesini oluşturduğunu öne sürmektedir. (Çizakça, 1993, s. 19-25)

Orijinal adı venture capital olmak üzere Türkçe 'ye risk sermayesi ya da girişim sermayesi olarak çevrilen finansman yöntemi ortaklık temelli bir anlayış üzerinde yükselmektedir. Diğer bir ifadeyle girişim sermayesi bir öz kaynak yatırımdır.

Sermaye sahibi kişi ya da kurum, borç verme yoluyla finansman yerine ortaklık temelli yaklaşımı baz alarak yatırımcı olmaktadır. Bu yöntem; finansman gücü yeterli olmayan girişimcilerin, yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine olanak sağlayan, gerektiğinde işletme ve yönetim desteği de veren, hisse karşılığı sermaye aktarımı sağlayan çağdaş bir finansal yöntemdir. (Kuğu, 2004, s. 142) Bu açıdan değerlendirildiğinde risk sermayesi zamana yayılı ve düzenli sabit getiriden ziyade uzun vadeli yatırımlarda bulunmak suretiyle kendisine yayılma alanı bulmuştur. Bu yatırım süresi içerisinde, sermayedar taraf parasal sermaye dışında da gerektiğinde yönetsel ve uzmanlık hizmeti sağlayarak girişime desteklerde bulunmaktadır. Bu nedenlerle risk sermayesi uzun vadeli ve yüksek getiri sağlamayı amaçlayan bir yatırım aracıdır. Risk sermayesi ortaklığı sonucu ortaya çıkan kar, teknolojik yenilik sonucu oluşan verimlilik artışından elde edilecek kazançtır. (Poyraz & Tepeli, 2016, s. 37)

#### **2.4. Girişim Sermayesinin Ortaya Çıkışı ve İşleyiş Mekanizması**

Ortaklık temelli finansman, geçmişte mudaraba ve commenda gibi ortaklık temelli finansman yöntemleriyle kullanılsa da bugünkü anlamıyla olan girişim sermayesinin ortaya çıkışı 20. yüzyılda gerçekleşmiştir. Risk sermayesinin ortaya çıkışı ile ilgili çok farklı teoriler olmakla birlikte, modelin ilk kurumsallaşmış örneği ABD’de 1946 yılında kurulmuş olan, Amerikan Research and Development Corporation of Boston olarak kabul edilir. (Metrick, 2006, s. 10) Şirketin 1957 yılında bilgisayar firması Digital’e yapmış olduğu 70.000 ABD Doları tutarındaki yatırım 15 yıl içinde 5.000 kat artarak 350 milyon ABD Doları’na yükselmiş ve Digital başka bir bilgisayar firması olan Compaq ile 1998 yılında birleştiğinde değeri 10 milyar ABD Doları’na ulaşmıştır. (Kaya, 2001, s. 10)

Bu finansman modelinin modern sistem içerisinde kendisine yayılım alanı bulmasının temelinde ise girişimci ve KOBİ işletmelerinin finansmana ulaşmada karşılaştığı zorluklar yatmaktadır. Bu tarzda işletmelerin sermayeye ulaşmada yaşadığı zorlukların altında çeşitli nedenler bulunmakla birlikte, en temelinde geleneksel fon sağlayıcı yapılar olan bankaların sahip oldukları fonların önemli bir kısmını düşük riskliliğe sahip firmalara vermesi ve kredilere karşılık daha fazla teminat gösterme

potansiyeline sahip büyük işletmelere aktarması yatmaktadır. İpotek, teminat, kefil gibi ortodoks kredi kanallarında kullanımı elzem olan dayanaklara sahip olmayan girişimci ya da KOBİ sermayeden mahrum kalabilmektedir.

1950’li yıllarda kendisine gelişim alanı bulan risk sermayesi 1970 dönemine gelindiğinde ABD’deki atılımlarla kendisine destek bulmuştur. ABD Çalışma Bakanlığı bu dönemde emeklilerin birikimlerinin değerlendirildiği fonlarda bir düzenleme yapmıştır. Bu düzenlemede getirilen yenilikle emeklilik fonlarında biriken varlıkların risk sermayesi fonlarına aktarılmasının önü açılmıştır. Bu vesileyle bu dönemde risk sermayesi yatırımları önemli derecede ivmelenme yakalamıştır. Bu dönemi takiben Avrupa’da da benzer adımlar kendisine yaşam alanı bulmuştur. Nitekim 1983 yılına gelindiğinde, Avrupa’da risk sermayesinin geliştirilmesi ve koordinasyonun önemli ölçüde sağlanabilmesi amacıyla Avrupa Risk Sermayesi Birliği (European Venture Capital Association) hayata geçirilmiştir. Bu adım risk sermayesinin modern manada gelişimi açısından yol açıcı olmuştur. Avrupa ve Amerika’da harekete geçen bu ortaklık temelli finansman yöntemi gelişmiş ülkelerin çok çeşitli motivasyonlar ile teknoloji yatırımlarına önem vermesiyle hız kazanmıştır.

Uygulama zemini bulan risk sermayesi yatırımları, finansal aracısız olarak doğrudan katılım ve finansal aracı kullanılarak dolaylı katılım yollarıyla yapılabilmektedir. (OECD, 2000, s. 10-11) Girişim sermayesi, birçok farklı ölçekteki ortaklık temelli finansman için kullanılabilirken çoğunluğu dolaylı katılım yöntemi olan finansal aracılık şeklinde gerçekleşmektedir. Kurulan girişim sermayesi fonlarıyla ya da başka yöntemlerle yatırımcılardan toplanan fonlar; gelecek vadeden fikir ve girişimlere ve işletmelere ortaklık yatırımı olarak aktarılmaktadır.

Girişim sermayesi farklı ölçeklerdeki ortaklık finansmanları için kullanılırken, risk sermayesi daha ziyade yeni ve riskli yatırımlara ortak olmayı amaçlamakta ve teknolojik yenilik kriteri genellikle ağır basmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde risk sermayesi yatırımı genellikle 5-10 yıllık dönemi kapsayan uzun vadeli yatırımlardır. Uzun vadeli yatırımların temel özelliği olarak da yüksek getiri hedefi ve beklentisi vardır. Buradaki yüksek kazanç, fırsatçılıktan doğan, spekülatif bir kazanç değildir. Başka bir deyişle yüksek kazanç, teknolojik yenilik sonucu verimlilik

artışından elde edilecek kazançtır. Dolayısıyla risk sermayesi yöntemini teknolojik yeniliklerle büyümeye çalışan küçük işletmelerden hisse almak ve gerektiği noktalarda mentörlükte bulunmak şeklinde tanımlamak mümkündür. (Bulut & Er, 2009, s. 33)

Türkiye’de girişim sermayesi ve risk sermayesi olarak iki ayrı düzenleme söz konusu olmadığı için risk sermayesi ve girişim sermayesi tanımları arasında geçişkenlikler söz konusudur. Her ne kadar Türkiye’de girişim sermayesi olarak adlandırılrsa da tezimizin daha fazla odaklandığı alan olarak risk sermayesi vurgusu da kullanılacaktır. Risk sermayesi girişim sermayesinin erken aşama yatırımları olarak tanımlanabilir.

Risk sermayesi modelinin günümüz uygulamasında, en temelde bir girişimci ve bu girişimciyi ortaklık yolu ile fonlayacak bir sermayedar olması gerekmektedir. Günümüz uygulamasında bu fon ihtiyacının karşılanması belirli aşamalardan oluşmakta ve direkt etkileşim yerine genellikle sermayedarlardan fon toplayan kuruluşlar aracılığı ile bu süreç gerçekleşmektedir.

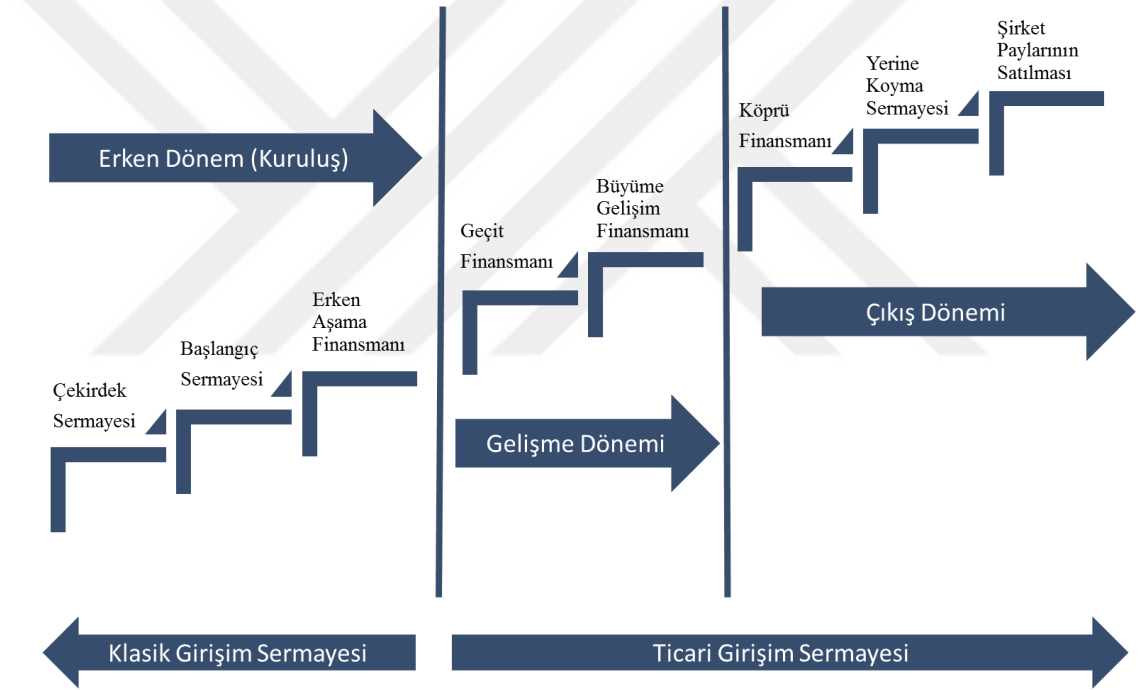
Risk sermayesi uygulamasının pratikte hayata geçirildiği süreç içerisinde ilk aşamada bir risk sermayesi fonu kurulmaktadır. Bu fonun kurulabilmesi adına da bireysel ve kurumsal olmak üzere çeşitli fon sağlayıcılardan yatırım taahhüdü ile sermaye toplanmaktadır. Yeterli sermayenin toplanmasının ardından ise yatırım süreci devreye girmektedir. Yatırım aşamasında çeşitli süreçler olmakla birlikte bu süreçler; yatırım yapılacak ilgili alanların bulunması ve değerlendirmeye tabi tutulması, seçilen yatırımlara aktarılacak fonların dağılımının ve türünün belirlenmesi, aktarılan fonların ve yapılan yatırımın izleme ve denetlemesinin yapılması şeklinde özetlenebilir. (Dağdelen, 1992, s. 72)

Uygulamada fikrini, projesini ya da hali hazırda yürüttüğü belirli aşamadaki işini finanse etmek isteyen kişi projesini risk sermayesi şirketine getirmektedir. Bu noktada risk sermayesi şirketinin titizlikle bir çalışma yürütmesi maksimum fayda sağlanması açısından kritik öneme sahiptir. Fikrin değerlendirilmesi, finansman analizlerinin iyi yapılması, vade projeksiyonlarının tutarlı bir şekilde ortaya konulması ve likidite senaryosunun sağlıklı bir şekilde gerçekleştirilmesi ortaklığın başarılı bir şekilde

gerçekleşebilmesi açısından elzem durumdadır. Çeşitli eleme aşamalarının ardından kararın verilmesi ile birlikte risk sermayesi şirketi ortaklık yolu ile finansmanı girişimciye temin etmektedir.

Risk sermayesi doğası gereği potansiyeli yüksek olan orta-uzun vadeli yatırımları finanse etmeyi amaçlamaktadır. Üzerinde net olarak anlaşılmış tanımlar olmasa da risk sermayesi kullanıldığı dönem ve kullanım amacına göre çeşitli isimler ile alt kategorilere ayrılmıştır. Bu kategoriler aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.

**Şekil 2.2: Girişim Sermayesi Türleri**



**Kaynak:** (Yatmaz, 2012, s. 17-20) dan derlenmiştir.

*Çekirdek Sermayesi:* Bir konsepti geliştirmek için girişimciye sağlanan küçük ölçekli yatırımdır. Girişimci bu aşamada başarılı olursa, sonrasındaki ürün geliştirme, piyasa araştırması, takım kurma, iş planı geliştirme gibi aşamalara geçebilir. (Metrick & Yasuda, 2011, s. 15)

*Başlangıç Sermayesi:* Günümüz risk sermayesi kullanım yöntemleri arasında risk sermayesi fonu yaklaşımı ile en çok özdeşleşen yatırım finansman türü başlangıç sermayesidir. Fikir aşamasından kuruluş aşamasına geçmiş, yeni kurulmuş, belirli ölçüde planlaması yapılmış ve bir sonraki aşamaya geçerek ticarileşmek isteyen fikir

ve projelerin finansmanında kullanılan yönteme verilen isimdir. Bu noktada finansman desteğinin yanı sıra uygulamada yatırımcı kuruluş genellikle mentörlük ile tecrübe aktarımı da yapmaktadır. (Kuğu, 2004, s. 148) Bu yöntem son dönemde Türkiye’de katılım bankaları ve bankacılık sektörü içerisinde de kendisine önemli uygulanma alanı bulmuştur.

*Erken Aşama Finansmanı:* Markasını ve pazarını geliştirememiş olmakla birlikte girişimcinin ürünü veya hizmetini geliştirmiş olduğu ancak geleneksel finansman yöntemleri ile finansman bulamayacağı ve finansman ihtiyaç duyduğu aşamadır. (Garipcin, 2017, s. 19)

*Geçit finansmanı:* Girişimcinin artan finansal ihtiyaçları ve gereksinimleri nedeniyle daha önce aldığı erken aşama finansmanı bitirmiş olduğu ve faaliyetlerine devam edebilmek için ek finansmana ihtiyaç duyduğu aşama, geçit finansmanı aşamasıdır. (Kaya, 2001, s. 15)

*Büyüme/Genişleme Finansmanı:* Yatırım yapılan proje ve fikir bu aşamada artık bir ticari işletme hüviyetini almıştır. Ortaya konulan hizmet ya da ürün pazarda kendisine sınırlı bir yer edinmiş belli bir müşteri kitlesi elde etmiştir. Ancak halen markalaşma yolunda alınması gereken yol bulunmaktadır. Firma bu noktada yeni ürün geliştirebilmek için etkin dağıtım kanallarına ve yeni finansman kaynaklarına ihtiyaç duymaktadır. Bu ihtiyaç karşılığında da genişleme finansmanı olarak kategorize edilen risk sermayesi fonu devreye girmektedir. (Poyraz & Tepeli, 2016, s. 39)

*K pri /Destek Finansmanı:* Risk sermayesi yatırım türleri arasında riski en düşük olarak algılanan finansman türüdür. Bu finansman genellikle kısa vadede, 6 ay-1 yıl, halka açılmayı planlayan şirketlere aktarılmaktadır. şirket, halka açılınca kadar faaliyetlerini devam ettirebilmesi için ihtiyaç duyduğu finansmana bu yolla ulaşmaktadır. ( pekten, 2006, s. 395)

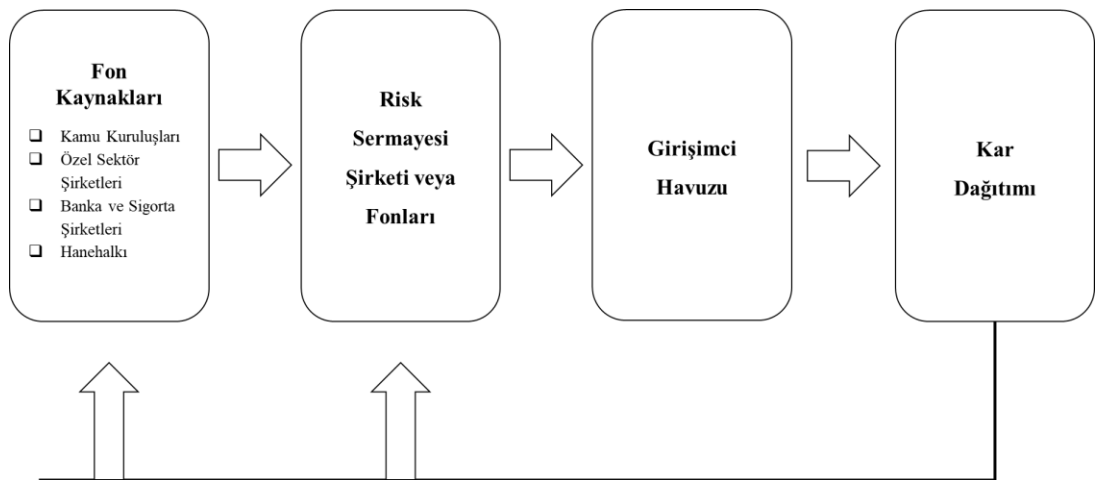
*Yerine koyma sermayesi:* Hisse sahiplerinin ellerinde bulundurdukları hisselerin bir kısmını ya da tamamını başka girişim sermayelerine devretmesi aşamasıdır. Anlaşmazlık, acil nakit ihtiyaçları da bu durumları doğurabilir. (Zaimoğlu, 1995; Tuncel, 1996)

*Şirket Paylarının Satılması:* Yatırımların en son aşaması olan yatırımdan çıkıştır. Çıkış halka arz ile olabileceği gibi şirketin, başka firmalara, yatırımcılara satılması yolları ile de olabilir. (Tripathi, 2012, s. 88) Şirket paylarının satılması anlamında, sistem borsaya benzetilmektedir. Yatırımcı olarak kar beklentisi olunan şirketlere yatırım yapıldığı gibi girişim sermayesinde de yatırım yapılır ve beklentiler karşılandığında hisseler devredilir ve yatırımdan çıkılır.

Risk sermayesi modelinde her ne kadar yatırım süresi uzun olsa da yatırımda kalmak için belirli bir süre öngörülür. Risk sermayesi şirketinin bu noktadaki amacı uzun yıllar boyunca hissedar kalarak şirketten temettü almak değildir. Girişimin büyüme ve gelişme yolcuğunda ona eşlik ederek finansman ve tecrübe aktarımı desteğinde bulunurken, belirli bir aşamadan sonra risk sermaye şirketi sahip olduğu hisseleri likidite etmeyi amaçlamaktadır.

Özetlemek gerekirse risk sermayesinin günümüz uygulaması sermaye sahipleri, risk sermayesi şirketleri ve girişimciler arasındaki karşılıklı etkileşimlerin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Bu etkileşimler süreci aşağıda gösterildiği biçimiyle kısaca ifade edilebilir. (Civan & Uğurlu, 2002, s. 37)

**Şekil 2.3: Girişim/Risk Sermayesi İşleyişi**



## 2.5. Küresel Girişim Sermayesi

Tarih boyunca farklı topluluklar günümüz girişim/risk sermayesi ile aynı işlevi taşıyan farklı ortaklık sözleşmelerini ticari hayatlarında uygulamışlardır. Bu sözleşmelerin temeli olarak kabul edilen mudaraba, İslam toplumlarında kendisine yayılma alanı bulmuştur. Ortaçağ Avrupası'nda ise bu sözleşme şekilleri commenda, societas, compagnia veya carati gibi isimlerle ve küçük nüans farklılıklarıyla yaygın olarak Avrupa ticaretinde uygulanmıştır. (Çizakça, 1999, s. 13-27)

İçinde bulunduğu dönemin ve toplumun koşullarına göre şekil değiştiren bu ortaklık sözleşmelerinin günümüzde yaygın olarak kullanılan formu risk sermayesinin geçmişi ise 1940'lu yılların ikinci yarısına dayanmaktadır. Bankacılık sektörünün borç vermek için teminat, ipotek ya da kefil gibi dayanaklar arıyor olması bugün olduğu gibi o dönemin de yaygın bir uygulamasıydı. Bu durum sermaye ve varlık yapısı noktasında zayıf olan girişimcileri fon temini noktasında zora sokuyordu. Bu durumun farkına varan ve üzerine gitmek isteyen General George Doriot, modern anlamdaki ilk risk sermayesi şirketini II. Dünya Savaşı'nın sürdüğü günlerde ABD ordusu bünyesinde hayata geçirmiştir. Firma faaliyetlerine Amerikan Araştırma ve Geliştirme Şirketi (American Research and Development Corporation(ARD)) ismiyle 1946 yılında başlamıştır. 25 yıllık faaliyet hayatında firma, yatırımcılarına ortalamada %15.8 getiri sağlamıştır. (Metrick & Yasuda, 2011, s. 10)

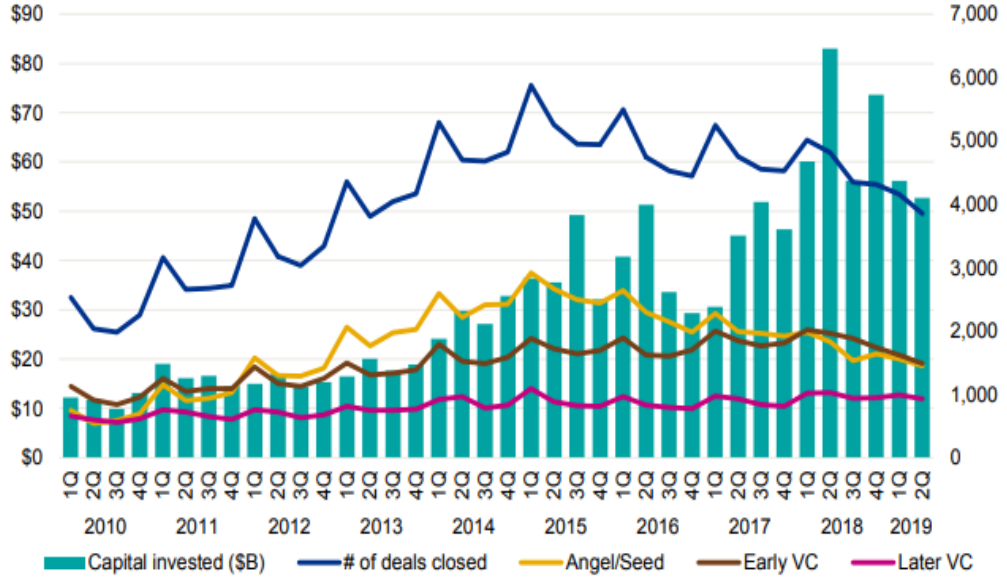
ABD'li bir generalin hayata geçirdiği bu yapı, ekonomik sistem içerisinde bir ihtiyacı karşılamaktadır. Bu ihtiyaca binaen, bir süre sonra ABD hükümeti de harekete geçmiş ve 1958 yılında yürürlüğe giren Küçük İşletmeler Yasası'nın önermesi olarak Küçük İşletmeler Yatırım Şirketleri'ni (Small Business Investment Companies(SBICs)) kurmuştur. Küçük işletmelerin haklarını korumak, çeşitli yardım, danışmanlık gibi hizmetler vermek için kurulan Küçük İşletmeler İdaresi'nin de girişimiyle kurulan bu yapı günümüzde de halen varlığını sürdürmektedir. Bu yapı sadece ABD'de değil Avrupa'da da risk sermayesinin gelişim sürecinde köşe taşlarından biri olmuştur. Bu yapıda yer alan özel sektör yatırım şirketlerine istisnai vergi avantajları ve borçlanma hakları tanınmış bu sayede özel sektöre, küçük işletmelere yatırım yapabilmeleri için önemli bir alan açılmıştır. (Yatmaz, 2012, s. 53)

1960'lar ve 70'ler boyunca görece sakin bir büyüme ivmesiyle varlığını sürdüren risk sermayesi şirketleri için esas patlama noktası olarak sayılabilecek tarih 1970'lerin sonu olarak ön plana çıkmaktadır. Özellikle ABD'de emeklilik yatırım fonlarındaki düzenlenmelerin gevşemesi bu fonların risk sermayesi şirketlerine yatırım yapabilmesinin önünü açmıştır. Bu sayede risk sermayesi şirketlerini çok ciddi oranda fon akışı girmeye başlamıştır. Günümüzde bile risk sermayesi şirketlerinin kullandıkları fon miktarlarının yarıya yakını emeklilik yatırım fonlarından gelmektedir. (Metrick & Yasuda, 2011, s. 11)

Modern manadaki yolculuğuna ABD topraklarında başlayan risk sermayesi bugün küresel düzlemde büyümeye devam etmektedir. Sadece 2018 yılı rakamlarına bakıldığında küresel risk sermaye şirketleri üzerinden 15.000'in üzerinde yatırım hareketi tespit edilmiş ve yıllık toplam yatırım miktarı tarihte ilk defa 250 Milyar Dolar eşiğini geçmiştir. Yine bu konuda dikkat çekici bir istatistik olarak unicorn olarak bilinen 1 milyar dolar değer üzerine ulaşan girişim sayısı 2017 yılındaki 53 iken 2018'de 94'e ulaşmıştır. Günümüzde ulaştığı bu büyüklüğün odak noktasındaki sektörler ise yapay zekâ, insansız araçlar, sağlık ve biyoloji teknolojileri ile finans teknolojileridir. (KPMG, 2019, s. 8)

Global toplam girişim sermayesi yatırımlarının son zamanlarda, hem yatırım yapılan şirket sayısı olarak hem de yatırım yapılan tutar olarak ciddi oranda arttığı gözlemlenmektedir. Örneğin, 2010 ikinci çeyrekte yatırım yapılan tutar 10 milyar dolar seviyesinde iken, bu rakam 2019 ikinci çeyrekte 50 milyar dolar seviyelerindedir. 2019'da 2018 göre düşüş görülmekle birlikte bunun konjonktürel bir düşüş olarak görülmelidir. Nitekim gerek ticaret savaşları gibi küresel belirsizlikler gerekse de göre yüksek faiz getirileri 2019'daki küresel yatırımları etkilemiş olsa da önümüzdeki dönem bunların aşılması ile bu trendin tersine döneceği ve risk sermayesi yatırımlarının hızla artmaya devam edecektir. Gerek ilk Amerika'da doğmuş olması gerekse de Amerikan ekonomisinin Silikon Vadisi ekosistemiyle bu alanı desteklemesi nedeniyle girişim sermayesi en fazla Amerika'da gelişmiş ve yaygınlaşmıştır.

**Grafik 2.1:** Global Girişim Sermayesi Büyüklükleri (Milyar Dolar)

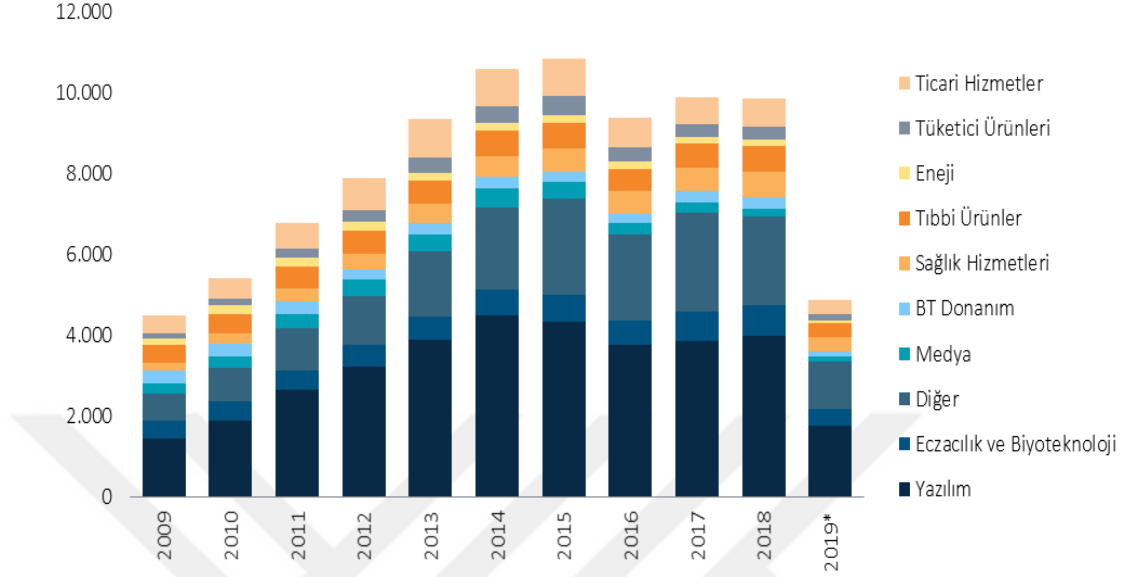


**Kaynak:** (National Venture Capital Association, 2019)

Nitekim 2006-2013 yılları arasında yapılan toplam 373 milyar dolarlık yatırımın %70 ine tekabül eden 255 milyar doları Amerika’da yapılmıştır. Avrupa ise 55 milyar dolarlık yatırım ile %20 pay almıştır. Gelişmekte olan ülkeler arasında Çin ve Hindistan ise ayrılmaktadır. Sırasıyla 33 milyar dolarlık ve 10 milyar dolarlık yatırımlarla %9 ve % 3 pay almışlardır. (Vanham, 2019)

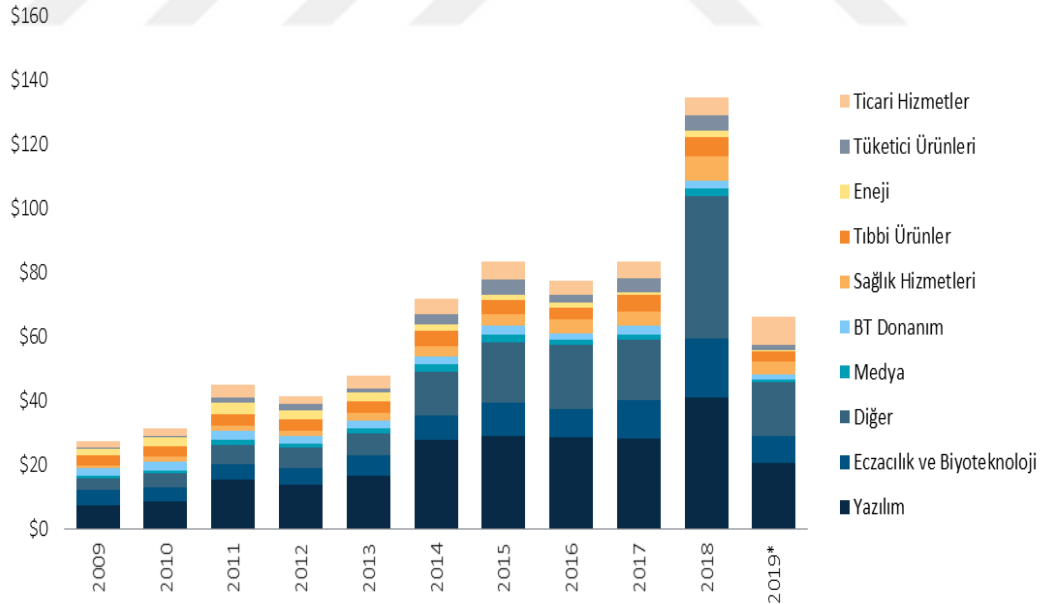
Girişim sermayesi yatırımlarının en çok olduğu ülke olan Amerika’daki yatırımların sektörel işlem sayısı ve yatırım hacmi kırılımları incelendiğinde en çok yatırım yapılan sektörün yazılım sektörü olduğu anlaşılmaktadır. (NVCA, 2019) Burada tezin önerilerinden biri olan teknoloji, yazılım ve dijitalleşmenin finans sektörünü değiştirmesi hipotezi desteklenmektedir. Bunun yansısı, 2009-2019 yılları arası incelendiğinde yazılım sektörünün yatırım alan işlem sayısı olarak aldığı payın yatırım hacmi olarak aldığı tutardan hep yüksek olması ise yazılım sektörünün risk sermayesi olarak adlandırılabilir daha küçük girişim sermayesi yatırımlarına uygunluğunu göstermektedir.

**Grafik 2.2: Amerika Girişim Sermayesi Yatırım Sayısının Sektörel Kırılımı**



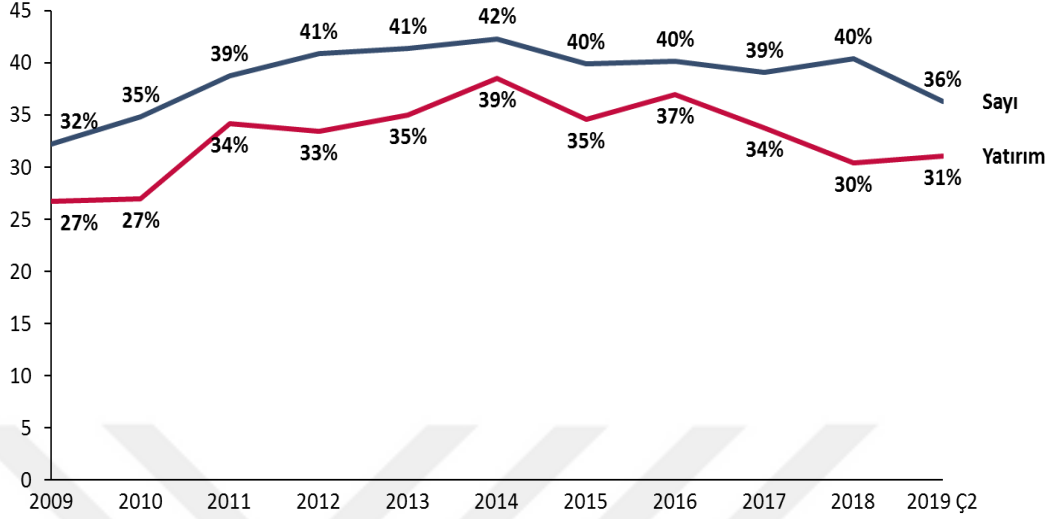
**Kaynak:** (National Venture Capital Association, 2019) \*2019 Ç2

**Grafik 2.3: Amerika Girişim Sermayesi Yatırım Hacimlerinin Sektörel Kırılımı**



**Kaynak:** (National Venture Capital Association, 2019) \*2019 Ç2

**Grafik 2.4: Yazılım Sektörünün Girişim Sermayesi Payı (%)**



**Kaynak:** (National Venture Capital Association, 2019)

Girişim sermayesinin teknoloji, dijital ve finansal teknolojilerde daha fazla odağı olsa da diğer sektörlerde de ciddi başarıları söz konusudur. Örneğin, risk sermayesi yatırımları özellikle 2010'lu yıllardan sonra çok ciddi bir ivme kazanırken bu dönemin belki de en dikkat çekici hikâyesinin başrolünde Erzincanlı bir girişimci yer almaktadır. Erzincan'da kırsal bölgede yaşayan ve hayvancılık ile uğraşan bir ailenin çocuğu olarak dünyaya gelen Hamdi Ulukaya, üniversite döneminde dil öğrenmek amacıyla gittiği Amerika'da tarihin en başarılı girişimlerinden birine imza atmıştır. Oldukça enteresan hikâyesinin ardından, sağladığı başarı nedeniyle Forbes dergisi kendisinden “Yoğurdun Steve Jobs’u” lakabıyla bahsetmiştir. Kendisi ise hikâyesinin dönüm noktasını bir akşam masasını toplarken eline geçen “makineleriyle satılık yoğurt fabrikası” ilanı olarak anlatmaktadır. Önce çöpe atıp, yarım saat sonrasında çöpü karıştırarak yeniden bulduğu ilan onun hayatını değiştirmiştir. O ilanla başlayan serüven 5 yıl sonra yıllık 1 milyar dolarlık satış gelirin'e ulaşmıştır. (Durisin, 2013)

Chobani'nin bugün üniversitelerde ders olarak okutulan başarı hikâyesinin en dikkat çekici noktası ise Hamdi Ulukaya'nın da dönüm noktası olarak bahsettiği o yoğurt fabrikasının satın alınma şekli olarak ön plana çıkmaktadır. ABD'de Küçük İşletmeler Müdürlüğü'nün (SBA) gerçekleştirdiği finansman programı tarihin en başarılı risk sermayesi yatırımlarından biri olmuştur. Programın temelinde ise 3 sacayağına dayalı bir sistem bulunmaktadır. Sistem şöyle işlemektedir: Hayata

geçirmek istediği fikri, yatırım projesi olan girişimciler bu fikirleri ve projeleri ile bankalara başvurur. Projenin değerlendirme ve değerlendirme sürecini baştan sona yürüten bankalar yatırıma karar verilmesi halinde proje için %40 finansman sağlamaktadır. Finansmanın %50'lik kısmı ise Küçük İşletmeler Müdürlüğü'nün bu tarz projelere sermaye sağlamak için kurduğu fondan gelmektedir. %10'luk sermayeyi ise girişimci sağlamaktadır. İşlerin kötüye gittiği senaryoda ise ilk ödeme alan aktör banka olmaktadır. Chobani markasının ilk adımı olan fabrikaya finansman olan bu sistem, iş dünyası için oldukça kısa sürede ABD yoğurt piyasasının en büyük oyuncusunu sıfırdan ortaya çıkarmıştır. (SBA, 2019)

## **2.6. Türkiye’de Girişim Sermayesi**

Türkiye’de girişim sermayesi Dünya’daki gelişmelere paralel olarak 1960’larda gündeme gelse de Türkiye’de yasal çerçeve 1992 yılında oluşturulmaya başlanmıştır. O günden bu güne girişim sermayesinin istenilen ve yeterli görülen bir gelişme sergilemediği rahatlıkla söylenebilir. (Çonkar, 2017, s. 118)

Girişim sermayesi bir finansman ve yatırım modeli olarak 1992’de karar verilen ekonomik istikrar tedbirlerinin finansman bölümünde yer almıştır. Bu yılda risk sermayesi yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım fonları ve risk sermayesi yönetim şirketlerini denetleme görev ve yetkisi SPK’ya verilmiştir. Bu çerçevede, Kurul, 6 Temmuz 1993 tarih ve 21629 mükerrer sayılı Resmi Gazete’de "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarını İlişkin Esaslar Tebliğini" yayınlamıştır. (Kaya, 2001, s. 45)

Girişim sermayesi Türkiye’de 1960’lardan sonra konuşulmaya başlanmış ve 1992’de yasal çerçevesi üzerinde çalışılmaya başlanmışsa da risk sermayesi uzun yıllar gelişme zemini yakalayamamıştır. Uzun yıllar gelişmemesinin birçok nedeni olsa da en önemli gerekçelerden ve üzerinde en çok durulan konulardan biri volatil ekonomik ortamdır. (Yatmaz, 2012, s. 98)

Uzun süre gelişmeyen girişim sermayesi özellikle 2000’li yıllardan sonra hareketlenmeye başlamıştır. Türkiye’de yurt dışı mevzuata dayalı kurulan ilk girişim sermayesi fonu Turkven olup fonun ilk yatırımı UNO Doğu grubuna bağlı Unmaş

şirketinin ambalajlı ekmek ve unlu mamüller sektöründe faaliyet gösteren markası UNO'yu almakla olmuştur. (BusinessWeek, 2008, s. 4)

Ancak asıl gelişmeler, 2005 sonrası olmuştur. Özellikle Avrupa çıpası ile yabancı sermaye girişlerine ve direkt yatırımları için cazip zemin oluşmuş ve ekonominin de görece istikrar kazanması ve faiz oranlarının da yönünün aşağı dönmüş olması sebebi ile bundan sonrasında girişim sermayesi gelişmeye başlamıştır. Yukarıdaki anlatıdan hareketle; Türkiye'deki girişim sermayesi evrelerinde 4 dönemden bahsedilebilir.

1. 1993 Öncesi: Girişim sermayesi bilinci gelişimi ve ilk uygulamaları
2. 1993-2000 Arası: Mevzuat Düzenlemeleri
3. 2000-2005 Arası: İlk Yurtdışı Merkezli Girişim Sermayesi Şirketi ve İlgi Artışı
4. 2005-... : Gelişim yılları (Kildokum, 2011, s. 3)

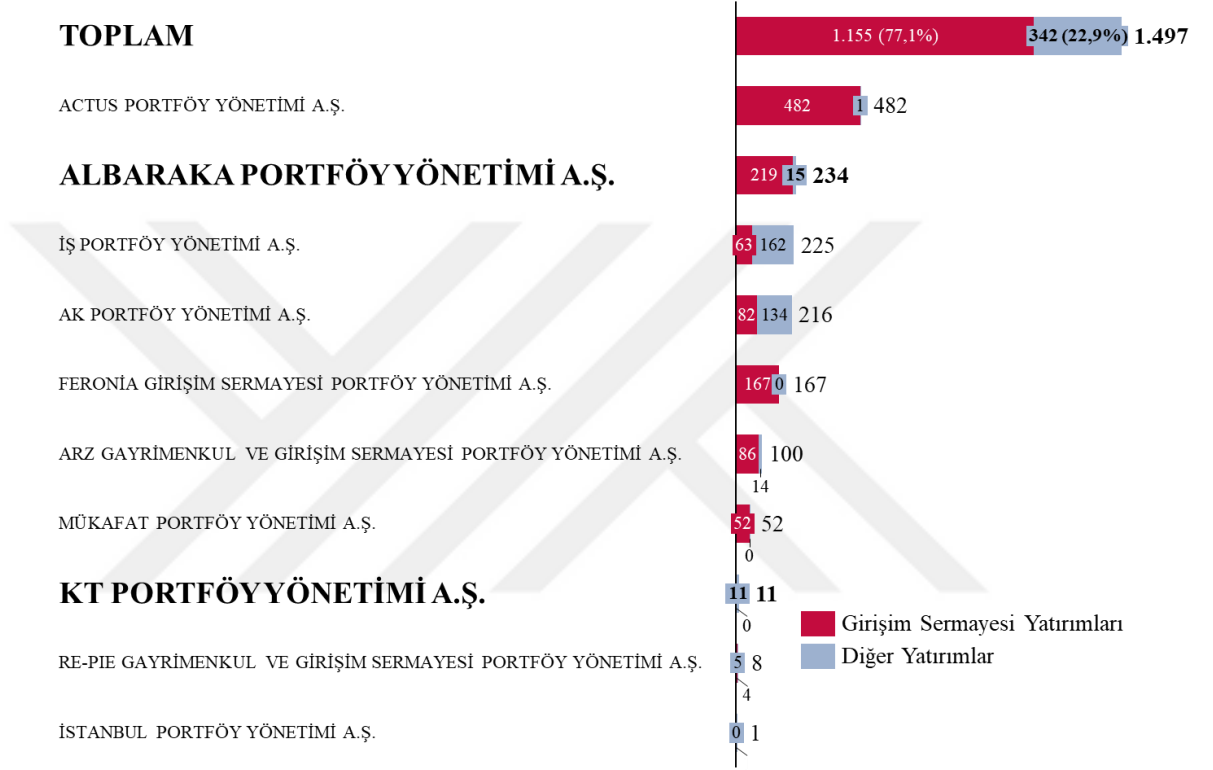
2012 yılındaki GSYO ve 2014 yılındaki GSYF düzenlemeleri de Türkiye girişim sermayesi yatırımları serüveninde önemli aşamalardır. Her ne kadar ortaklık ile finansman sağlanma yönteminde kişiler ve kurumlar kendi aralarında finansman sağlayabiliyor olsa girişim sermayesi tarafında düzenlenmiş piyasa ve sermaye piyasası altyapısı olarak 2 farklı türden (girişim sermayesi yatırım ortaklığı, girişim sermayesi yatırım fonu) bahsedilebilir.

Kısaca değinmek gerekirse, tüzel kişiliği olmayan yatırımcıların aldığı fon ile portföy işleten bir mal varlığını girişim sermayesi yatırım fonu olarak, paylarını ihraç etmek üzere kurulan anonim şirket tüzel kişiliğini ise girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak ifade edilebilir. (Merkez Bankası, 2019, s. 43)

Son GSYO mevzuatı 2012, GSYF mevzuatı ise 2014'de düzenlenmiştir. Bu girişimlerin yatırım yöntemleri benzer olsa da fon kriterleri ve kurumsal yapıları farklıdır. (Demir, 2018, s. 59-62)

Türkiye’deki girişim sermayesi yatırım fonlarındaki büyüklük, 10 farklı fon kurucusu ile toplam 1,5 milyar TL’ye ulaşmış ve bu fonun %77’si girişim sermayesi yatırımlarından oluşmakta olup 1,2 milyar TL büyüklüğündedir.

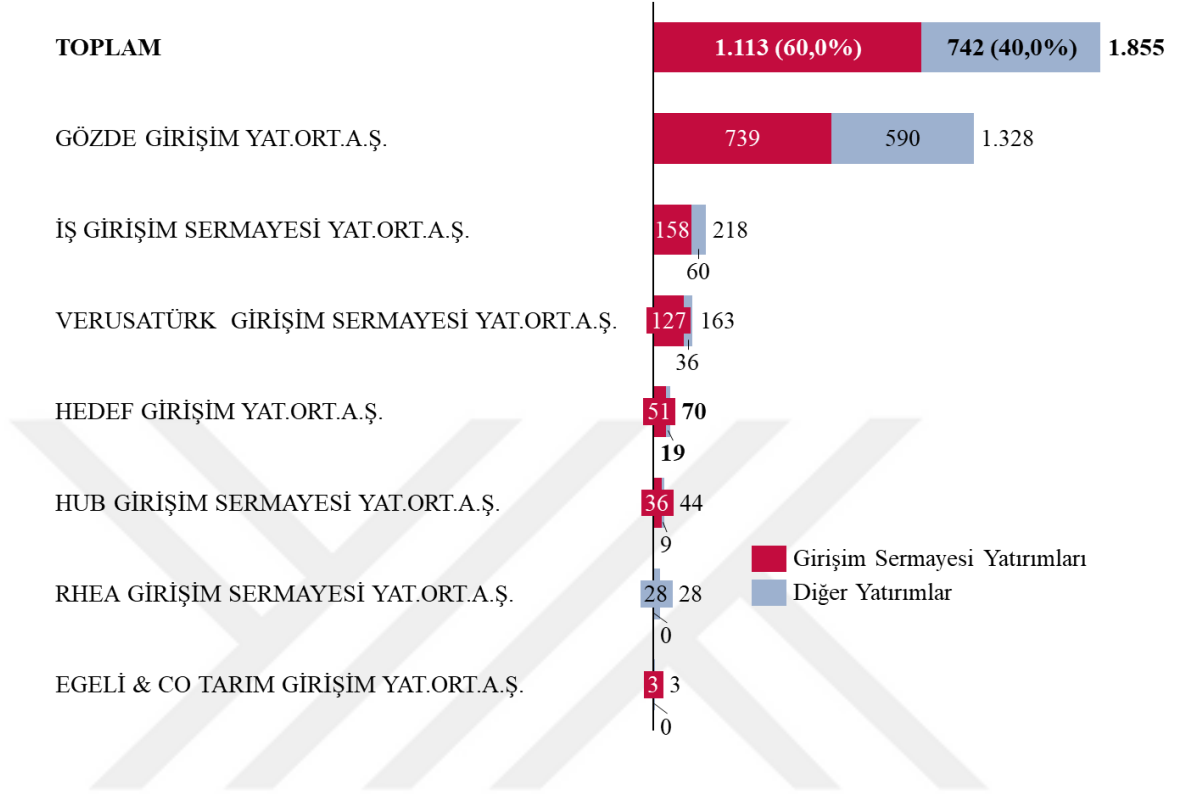
**Grafik 2.5: GSYF Portföy Bilgileri (Mart 2019, Milyon TL)**



**Kaynak:** (SPK, 2019)

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığında ise 7 farklı şirket bazında ortaklığın toplam piyasa değerinin 1,9 milyar TL yatırımın olduğu görülmektedir. Bu yatırımlardaki girişim sermayesi yatırımları ise 1,1 milyar TL hacim ile toplam GSYO yatırımlarının piyasa değerlerinin %60’ını oluşturmaktadır. GSYO toplam değerinin 2000 yılsonu 2,8 milyon TL den 2019 Mart itibariyle 1,9 milyar TL’ye ulaştığı düşünüldüğünde ciddi bir büyüme olduğu ortaya çıkmaktadır.

**Grafik 2.6:** GSYO Yatırımları Piyasa Değerleri (Mart 2019, Milyon TL)



**Kaynak:** (SPK, 2019)

Geçmiş yıllara kıyasla Türkiye’de girişim sermayesi gelişim gösterse de henüz istenilen seviyede olduğu iddia edilemez. 2018 yılında Türkiye’de girişim sermayesi yatırımlarının gayri safi yurtiçi hâsıla içerisinde payı 0,002% olup, bu açıdan dünya sıralamasında 76. sıradadır. Birinci olan Singapur’un girişim sermayesi yatırımlarının GSYH içerisinde aldığı pay ise, 2%’dir. Nominal olarak en fazla pay alan ABD’nin ise aldığı pay 0,5%’dir. Kişi başına düşen girişim sermayesi yatırımlarında da Türkiye 71. sıradadır. (PwC, 2018, s. 4-5) Böyle bakıldığında Türkiye ekonomisinin büyüklüğü de düşünüldüğünde bu alana odaklanılması gerektiği ortaya çıkmaktadır. Girişim sermayesi ortaklık temelli bir finansman türü olup, bir sonraki bölümde katılım bankalarının ürün ve hizmetleri ortaklık ve borç temelli olmaları bakımından incelenip, ardından katılım bankalarının girişim sermayesi alanında ve girişim sermayesinin gelişimi için önemli olan girişimcilik merkezlerindeki stratejileri ve bu alanlara bakış alanları incelenecektir.

### 3. BÖLÜM

## KATILIM BANKALARI ÜRÜNLERİ, GİRİŞİMCİLİK MERKEZLERİ VE GİRİŞİM SERMAYELERİ

Tezimizin bu bölümünde katılım bankalarının ortaklık temelli finansman açısından mevcut ürünlerdeki durumu ve girişimcilik merkezleri, girişim/risk sermayesindeki odakları ve çalışmaları incelenecektir. Farklı form dönüşümleri ve gelişimleri ile bugünkü girişim/risk sermayesinin mudaraba ile benzerlikleri düşünüldüğünde İslami Finansın modern kuruluşları olan katılım bankalarının da bu alanlara odakları olması beklenmektedir. Bu bakımdan bu bölümde, kısaca katılım bankalarına ve ilkelerine değinildikten sonra mevcut ürün ve hizmet gamı ortaklık/borç temelli olmaları bakımından incelenecektir.

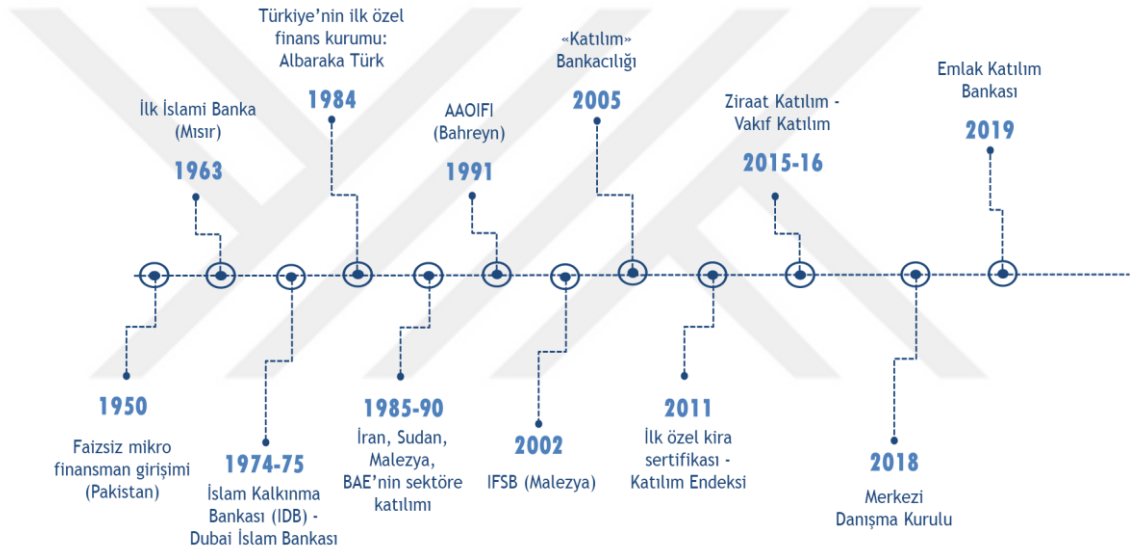
### 3.1. Katılım Bankaları: Doğuşu, İlkeleri ve Ürünleri

İslami ekonomi ve finansın geçmişi İslam'ın ilk dönemlerine kadar götürülebilecek olsa da modern anlamda bir finansal alternatif arayışı ilk olarak 1900'lerin başında görülmektedir. İlk olarak fikri olarak tartışılmaya başlanan İslami Finans kurumlarının, pratik ilk yansımaları 20. Yüzyılın ortalarında görülmeye başlanmıştır. 1940'da hac için para biriktiren insanların yatırımlarını inşaat ve tarıma yatırmak üzere Malezya'da girişimlerde bulunmuş, ancak başarısız olunmuştur. Sonrasında 1950'de Pakistan'da tarımsal kalkınmayı desteklemek amacıyla kurulan toprak sahiplerinden topladığı fonları başka toprak sahiplerine aktarmayı planlayan yerel İslami Banka da başarısız olmuştur. (Wan Shahdila Shah Bt Shahar, 2017, s. 503-508)

Katılım bankacılığında 1950 sonrasında hızlı bir kurumsallaşma ve gelişim yaşanmıştır. 1963 yılında Mısır'da Ahmad Al-Najjar tarafından Müslüman toplum için en optimal ekonomik ve sosyal kalkınmayı hedefleyen günümüz işleyişinde kurumsallaşmış ilk İslami banka kurulmuştur. (Asutay, Aysan, & Karahan, 2013, s. 5-14) Dolayısı ile İslami Bankacılığın başlangıcı genellikle 1963'den başlatılmaktadır. Aşağıdaki grafikte özetle Türkiye'yi merkeze alarak önemli gelişmeler gösterilmeye

çalışılmıştır. Türkiye’de 1983 yılından itibaren özel finans kurumu adıyla faaliyet gösteren katılım bankaları, 2005 yılından itibaren 5411 sayılı Bankacılık Kanunu kapsamına alınarak “katılım bankası” adı altında çalışmaya devam etmiştir. (Pehlivan, 2016) Albaraka’nın ilk özel finans kurumu olarak kurulması, 2005’de katılım bankacılığına dönüşüm ve kamu bankalarının piyasa girmesi önemli konular görülmekle birlikte önemli birçok konuya da kısa özet olması hasebiyle değinilememiştir.

**Şekil 3.1: Dünyada ve Türkiye’de İslami Bankaların Gelişimi**



İslami bankalar, paylaşım ve toplumsal faydaya dayalı reel ekonomiyi destekleyen bir anlayış çerçevesinde kurulmuşlardır. Konvansiyonel bankalara nispeten oldukça genç olan İslami Bankacılıkta ortaklık temelli finansman, borç temelli finansmana göre genellikle daha fazla idealize edilmektedir. Nitekim İslami Bankalar ticari anlamda bankalar iken, prensipler bakımından İslami temellerle hareket etmektedir. Riskin paylaşıldığı ortaklık temelli finansman ise İslami prensiplere daha uyumludur. Hisham’ın 2014’de yaptığı sözleşmelerin hem şer’i hem de maqasid performanslarını ölçmeye çalıştığı endekslerde bankaların sözleşmeleri şer’i açıdan yüksek notlar alırken, maqasid açısından düşük notlar almışlardır. Maqasid İslam yasalarının ardındaki gerekçe ve prensiplerdir. (Auda, 2007, s. 2-5) Hisham’ın çalışmasında ortaklık temelli finansman olan mudaraba hem yüksek “şer’i” notu hem de yüksek “maqasid” notunu almıştır. Mudaraba sırasıyla “şer’i ve

“maqasid” endekslerinde 81,7% ve 82,3% alırken, murabaha ise sırasıyla 68,4% ve 58,0% puan almıştır. (Asutay, 2017, s. 41)

Ancak ortaklık temelli finansman İslami Bankalarda ölçeklenebilen bir alan olmamıştır. Türkiye’de faaliyet gösteren katılım bankalarında da ortaklık temelli finansman gelişme zemini yakalayamamıştır. Bu gerekçelerle katılım bankalarının finansman yöntemlerine eleştiriler getirilmektedir. Ancak bununa birlikte katılım bankacılığı kuruluş ve gelişim serüveni boyunca temel bazı noktalar itibarıyla konvansiyonel muadillerinden ayrılmıştır. Faizsiz bir iş modeli en önemli farklılık iken, varlık temelli finansman, risk paylaşımı esası da katılım bankalarını konvansiyonel bankalardan ayıran önemli kriterler arasındadır.

Nitekim, katılım bankalarının reel ekonomiyi destekleme noktasında konvansiyonel taraftan farklı bir noktadadırlar. 2002 yılına kadar özellikle Türkiye’deki mevduat bankalarının “kamu finansmanı bankacılığı” yaptığı dönemde bile katılım bankaları reel sektörü desteklemişlerdir. Aslında katılım bankalarının iş modeli de bunun üzerine kurulmuştur. Her ne kadar kredi ile finansman noktasında benzeşim olsa da, bahsedilen 2002 yılı öncesi dönemde konvansiyonel bankalarda toplanan fonların büyük kısmı yüksek faiz getirileri de olduğu için risksiz devlet iç borçlanma senetlerine giderken, katılım bankaları o dönemde de reel sektörü desteklemişlerdir. Örneğin, 2002 yılında kredilerin toplam aktifler içerisinde payı bankacılık sektöründe %23 iken, bu oran katılım bankaları için %52’ dir. (BDDK, 2019)

Mevcut durumda da katılım bankalarının KOBİ ve toplam kredilerinin toplam kredileri içerisinde aldıkları payların yüksekliği bu noktada önemli bir farktır. Katılım bankalarının kredi pazar payı Ocak 2019 itibarıyla %4,7 iken, KOBİ kredilerindeki payı %6,6’dır. Aynı şekilde KOBİ kredilerinin bankaların toplam kredilerinin içerisindeki payı olarak da yine katılım bankaları ciddi bir kredi payına sahiptir. KOBİ kredilerinin toplam krediler içerisinde payı bankacılık sektöründe %25,6 iken bu oran katılım bankalarında 10 puan daha fazla ve %35,7’dir. (BDDK e-bülten, 2019)

Bir diğerk farklılık faizsizlik hassasiyetinin sonucu olarak katılım bankalarının faiz duyarlılığı olan kesimin hassasiyetlerini karşılayarak finansal erişimi arttırmalarıdır. Dünya genelinde finansal sisteme erişim sağlanamamasının temel gerekçelerinden biri de dini sebeplerdir. Katılım bankaları belli bir kesimin bu yöndeki ihtiyacını karşılar, şüphesiz ki belli bir kesimin duyarlılığını da karşılayamamış olabilir. Nitekim IMF raporuna göre Dünya’da dini gerekçelerle banka hesabı olmayan nüfusun toplam nüfusa oranı %6 oranında iken Türkiye’de bu oran %19’dur. (The World Bank Group, 2017) Ancak katılım bankalarının yaygınlaşması ve özellikle de kamu katılım bankalarının sektöre girmesi ile bu oranların Türkiye özelinde azalacağı düşünülebilir.

Diğerk bir fark ise, oranı bu denli yüksek reel sektör kredi fonlamasının da nerede kullanıldığının katılım bankaları tarafından bilinip, takip edilmesidir. Konvansiyonel bankaların işlemleri temelde para alışverişine dayanmaktadır. Müşteri, bankaya yeterli güvenceyi verebildiği takdirde müşteriye para transferi yapılır ve bu paranın nerde kullanılacağı mevzuat ve hukuk sınırları içerisinde kalındığı ölçüde finansmanın sağlanması noktasında kayda değerk bir kriter olmaz. Katılım bankaları için ticari bir faaliyetin, diğerk bir ifadeyle reel bir işlemin varlığı zorunludur. Yani banka, sırf para alış veriş ile getiri elde edemez, ticari faaliyetin bir tarafı olmak durumundadır.

Ayrıca katılım bankaları konvansiyonel bankalardan farklı olarak bankaya fon getiren müşterilere borçlu değerk ortak konumundadırlar ve riski paylaşırlar. Bu uygulama İslami Finans risk anlayışının da gereğidir. Nitekim İslami finans bakımından risk, reel ticaret ve iktisadi faaliyetlere uygun olmak kaydı ile transfer edilerek değerk, paylaşarak yönetilen bir olgudur. (Saraç & Çakmak, 2019, s. 348-377)

Katılım bankalarının özellikle fon toplama tarafında görülen ortaklık ve risk paylaşımına dayalı esas kredi/finansman sağlama tarafında sınırlı olarak geçerlidir. Finansman sağlama tarafında daha ziyade sabit getirili, malın alınıp vadeli satılması olarak tanımlanabilecek murabaha kullanılmaktadır. Bu yönüyle konvansiyonel kredilere benzeşim dolayısı ile katılım bankalarının finansman sağlama fonksiyonları çokça eleştiri konusu olmaktadır. Benzeşim eleştirilerinin temeli İslami naslarla uyuşmamaksa ürün ve hizmetler tabi ki eleştirilmeli, düzeltilmelidir. Bu manada,

gerek regölasyonel sebeplerle gerekse de uygulama pratikleri açısından düzeltilmesi gereken alanlar söz konusudur. Ancak salt benzeşim dolayısı ile katılım bankalarının modellerinin eleştirilmesi makul bir yaklaşım değildir.

Nitekim İslam’da ibahalık, yani helallik esası bulunmaktadır. Dolayısıyla haram olarak nitelendirilmeyen her türlü iş ve işlem helaldir. (Kahraman, 2019) Bu prensibe uygun şekilde tarih boyunca İslami bu tür İslamileştirme adımları/pratikleri Müslümanlar tarafından iktisat ve finans alanlarında çokça yapılmıştır. Bunun örneklerinden biri, birbirine rakip ve Müslümanların alternatif tekli (monometalist) para sistemleri olan Sasanilerin gümüş para sistemi ile Bizans’ın altın para sistemini ikili (bimetalist) yeni bir para sistemine dönüştürmesidir. (Orman, 2014, s. 43)

### Şekil 3.2: Tekli Para Sistemlerinden İkili Para Sistemine Geçiş



**Kaynak:** (Orman, İslami İktisat, Değerler ve Modernleşme Üzerin, 2014, s. 43) dan esinlenerek tarafımızca hazırlanılmıştır.

Bu çerçeve ve kriterler dâhilinde faaliyet gösteren katılım bankalarının oldukça çeşitlenmiş bir ürün yelpazesi bulunmaktadır. Günümüzde katılım bankalarının sundukları hizmetler genel olarak, 3 kategoriye ayrılabilir. Bunlar fon toplama, fon kullandırma ve bankacılık hizmetleridir.

**Şekil 3.3:** Katılım Bankacılığının Temel Ürünleri



Katılım bankaları müşterilerinden fon toplarken en temelde cari hesapları ve katılım hesaplarını kullanmaktadırlar. Cari hesaplar ile toplanan fonlarda banka bir kasa görevi görmektedir ve paraya herhangi bir kar veya zarar etki etmemektedir. Katılma hesapları ise belli bir vade için açılmış olup vade sonunda kar veya zararın yansıtıldığı hesaptır. Katılma hesapları havuz olarak isimlendirilen ve çeşitli farklılıklar barındıran gruplara ayrılırlar. Her bir havuzun kar paylaşım oranları, döviz cinsi ve hatta risk/getiri miktarı farklı olabilmektedir. Cari ve katılma hesapları dışında özellikle 2018 sonrasında katılım bankalarında hacmi giderek artan kira sertifikası, vaad ve vekale gibi ürünler de daha fazla önem kazanmaya başlamıştır.

Finansman sağlama noktasında ise, katılım bankaları topladıkları fonları farklı ürünler vasıtasıyla kullanırmaktadırlar. Sağlanan finansmanlar için en yoğun kullanılan ve hacmin önemli oranda büyük kısmını oluşturan ürün murabahadır. Kelime anlamı olarak “ribh” (artma, kazanç) kökünden türetilen murabaha, bir malın maliyeti üzerine bir kâr eklenerek satılması anlamına gelir. (Dönmez, 2019) Bu yönüyle murabaha alım satıma dayalı ticaret içeren bir finansman yöntemidir. Teoride, murabaha ile finansmanda banka finansmanı sağlanacak ürünü peşin olarak satın alır ve vadeli olarak müşteriye satar. Murabaha eskiden beri kullanılan klasik murabahanın bugüne uyarlanmış versiyonudur. Pratik uygulamalarındaki eleştiri konuları ve düzeltilmesi gereken alanları bir yana teorik ve prensip açısından aslında murabaha uygulamasının fıkhen bir sıkıntısı söz konusu değildir. Klasik murabaha satıcının sahih bir akitle aldığı malı, maliyetine belirli bir kar ekleyerek satmasıyla gerçekleşen

murabahadır. Alıcı malın bedelini peşin veya taksitle ödeyebilmektedir. Çağdaş murabahanın ise her ne kadar faizsiz bankacılıkla uygulanmaya başlandığı iddia edilse de düşünce planında İmam Malik, İmam Şafi ve İbdü'l Kayyim el-Cevziye'ye kadar uzanan bir geçmişi vardır. Örneğin İmam Şafi'nin el-Ümm kitabında bir kimse diğerine bir malı göstererek bunu benim için satın al, sana kar veririm dese o kimse de bu söze güvenerek o malı peşin veya vadeli olarak satın alsa bu işlemler serbesttir, denilmiştir. Aslında çağdaş murabahada olan ise bu örnekte olduğu gibi, 3 taraflı olarak gerçekleştirilmektedir. Bunlar; müşteri, banka ve satıcıdır. (Bayındır, 2005, s. 78-92) Dolayısı ile her ne kadar muşaraka/mudaraba projelerinin daha İslami olduğu algısı söz konusu ise de, murabahanın teorisinde de bir sıkıntısı olmadığı söylenebilir. Ancak, katılım bankalarının murabahayı ilk uyguladıkları günden bu güne murabahanın geçirdiği serüven murabaha ile ilgili soru işaretleri attırmıştır. Katılım bankalarının ilk etapta uyguladıkları malı resmi olarak alma ve sonra satma sürecinde oluşan çifte vergilendirmeye ek olarak müteselsil sorumluluk yükü katılım bankalarının bu süreci devam ettirememesi ile sonuçlanmış, sonrasında ise bugün uygulanan vekalet dayalı murabaha işlemlerine geçilmiştir. Yaşanılan bu süreç de murabaha ile ilgili algıyı negatif etkilemiştir.

Finansal kiralama, murabahadan sonra en çok tercih edilen ürün olarak isminden de anlaşılacağı üzere bir kiralama işlemidir. Banka bu ürün kapsamında ihtiyaç duyulan varlığı satın alarak müşterisine kiralar. Kiralama sonunda müşteri malın sahibi müşteri olmaktadır. (Türkiye Finans Katılım Bankası, 2019) Bu ürünün katılım bankaları için bir önemi de, bu ürünü sunma imkânının finansal kiralama şirketlerine ek olarak bankalar nezdinde sadece katılım bankalarına verilmesidir. Nitekim BDDK e-bülten 6.ay verilerine göre mevduat bankalarının finansal kiralamadaki hacimleri sıfır iken, katılım bankalarının ise bilançolarında 7, 4 milyar TL'lik finansal kiralama alacak bakiyesi bulunmaktadır. Dolayısı ile katılım bankalarının 124,2 milyar TL olan toplam kredi hacimlerinde %6 orana sahiptir. (BDDK, 2019)

Mudaraba ve muşarakada, banka diğer murabaha ve finansal kiralamadan daha fazla risk almaktadır. Murabaha ve finansal kiralamada banka kârı ve tahsilat tarihlerini net bir biçimde ortaya koyarken mudaraba ve muşaraka ortaklıklarının

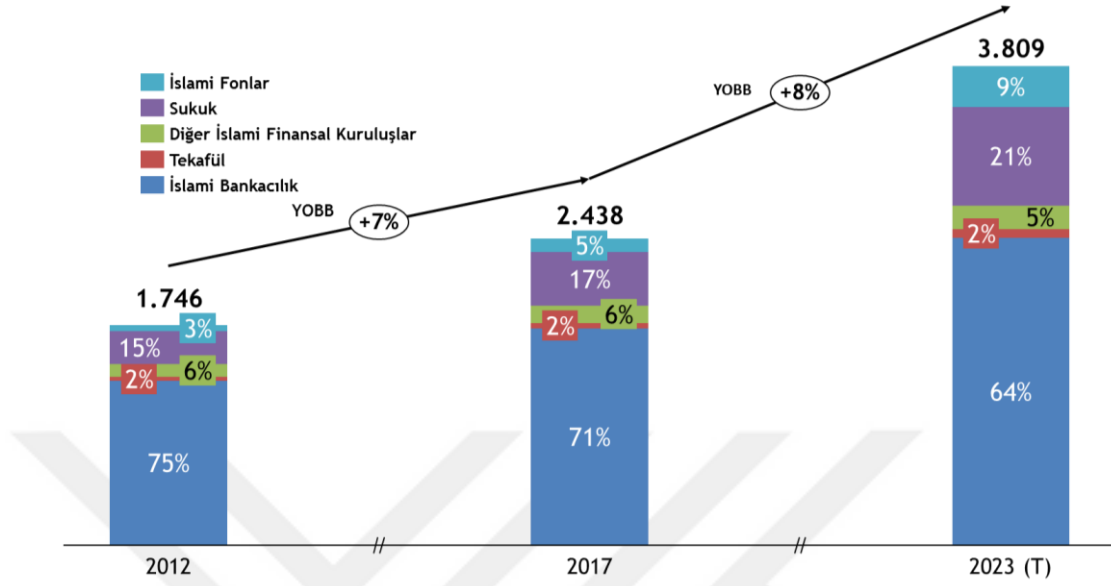
sonunda zarar ihtimali de bulunmaktadır. Mudaraba işleminde banka bir ortaklık kurmakta, belli bir proje için finansman sağlamaktadır. Banka ortağı ise projeye emeği ile dâhil olmakta ve işin tamamlanmasını sağlamaktadır. Sonuçta ortaya çıkan kâr, anlaşılan oranda banka ile ortağı arasında paylaşılır. Zarar olması durumunda ise banka tüm zararı üstlenirken banka ortağı da emeğinin karşılığını alamamış olmaktadır. Muşaraka ürününde de mudarabada olduğu gibi bir ortaklık kurulmakta fakat bu sefer müşteri projeye emeği ile katkı sunduğu gibi finansmanın bir bölümünü de üstlenmektedir. Bu durumda banka ve ortağı projeye konulan sermaye oranında zarara katlanırken kâr oranı önceden belirlenmektedir. Mudaraba ve muşaraka detayları 4. bölümde verilecek gerekçelerle katılım bankaları tarafından çok sınırlı tercih edilmektedir.

Bankacılık hizmetleri tarafında katılım bankaları konvansiyonel bankaların sunduğu birçok ürün ve hizmeti sunmaktadırlar. Para transferi, kiralık kasa hizmeti, döviz alım satımı, ödeme hizmetleri ve teminat mektubu gibi çok çeşitli bankacılık ihtiyaçları katılım bankaları tarafından karşılanmaktadır. Bankacılık hizmetlerinin finansmanla ilgisi sınırlı olduğu için tezimizle doğrudan bir ilgisi bulunmamaktadır, dolayısı ile detaylı incelenmeyecektir.

### **3.2. Ortaklık Temelli Finansman Açısından Katılım Bankalarının Ürünlerinin Değerlendirilmesi**

Dünyada İslami bankaların son 50-60 yılda gösterdiği ivmeye ve finansal sistemden aldığı paya bakıldığında, alınan mesafenin oldukça fazla olduğu görülmektedir. Dünya genelinde İslami finans 2 trilyon doları aşmıştır. (Thomson Reuters, 2018) Önümüzdeki dönemlerde İslami finansın daha da hızlı büyümesi beklenmektedir. Rakamsal ve hacimsel büyümelerin ciddi olduğu katılım bankalarında halen ciddi iyileştirme alanları olsa da; İslami finans konvansiyonel finans dünyasına yeni bir bakış açısı getirmiştir. Özellikle de 2008-2009 küresel finans krizi gibi türev araçların yoğun kullanımı ile oluşan ve gelişen bir krizde İslami finans bir alternatif olarak gündeme gelmiştir.

**Grafik 3.1:** Dünyada İslami Finans Varlıklarının Tarihsel Gelişimi (Milyar \$)



**Kaynak:** (Thomson Reuters, 2018) verilerinden tarafımızca hazırlanmıştır.

Türkiye’de ise katılım bankalarının ciddi anlamda büyümesi son 15 yılda gerçekleşmiştir. Örneğin 2005 Ocak ayında 7 milyar TL olan aktif büyüklüğü 2019 Haziran ayında 240 milyar TL’ye ulaşmıştır. Dolayısı ile 2005’den bu yana katılım bankaları 2005’deki rakamlarını neredeyse 35’e katlamışlardır. (BDDK, 2019)

Konvansiyonel bankaların ve katılım bankalarının ayrıştığı ürün ve hizmetlerde İslami bankacılığın yeni bir soluk getirmesi sistemin kabul görmesi ve daha adil bir finansal yapı açısından önemlidir. İslami kurallara göre çalışan bir finans sisteminin en büyük ayırt edici özelliği faizsizlik temeline ek olarak ortaklık finansmanını ve risk paylaşımını desteklemesidir. Katılım bankacılığı ürünleri bu açıdan değerlendirildiğinde fon toplama tarafında ortaklık temelli finansmanın daha yoğun kullanıldığı görülmekle birlikte fon kullandırımalarında ortaklık temelli finansmanın yok denecek kadar az olduğu anlaşılmaktadır. Detayları aşağıda incelenmektedir.

### 3.2.1. Fon Toplama

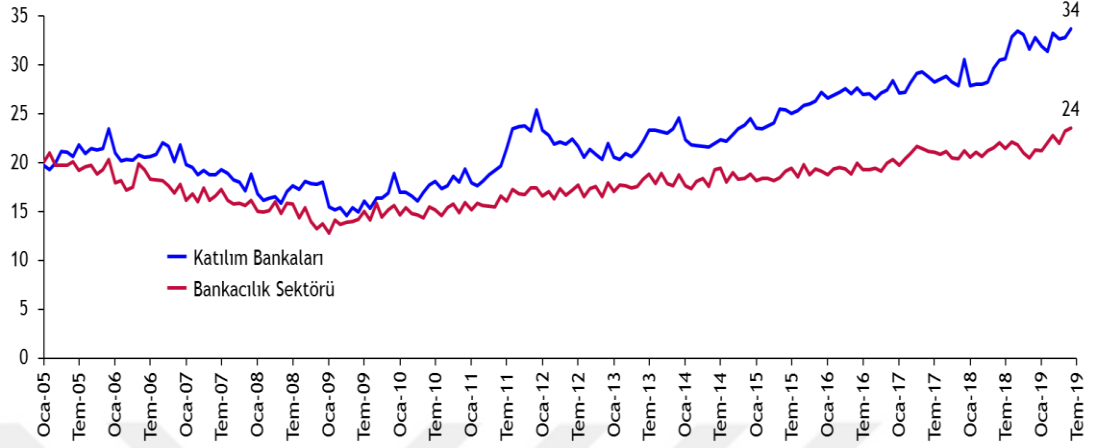
Katılım bankaları fon toplarken temelde iki türlü ürün sunarlar. Bunlardan birincisi müşterilerine herhangi bir getiri üretmeyen cari hesaplar, ikincisi de bir paylaşım esaslı ile oluşan getirinin belirlenmiş bir kısmının mudilere dağıtıldığı katılma

hesaplarıdır. Katılma hesapları toplanan fonların çoğunu oluşturmaları hasebiyle fon toplama tarafında en önemli enstrüman olup ortaklık temelli finansmana örneklik teşkil etmektedir.

Ayrıca 2018'in Ağustos ayında TL kurunda görülen hızlı değer kaybı sonrası, artan CDS ve jeopolitik riskler neticesinde faiz oranları hızla yükselmiştir. Bunun neticesinde piyasa getirilerine paralel getiri sunamayan ve fon toplamakta sorun yaşamaya başlayan katılım bankaları bu sorunu aşmak üzere daha fazla sukuk, vekale, vaad gibi sabit getirili ürünlere odaklanmışlardır. Bu ürünlerin konjonktürel olarak geliştiği düşünüldüğü için ürünlerin üzerinde durulmayacaktır. Burada tek değinilmesi gereken husus, katılım bankalarının fon toplama modelini konvansiyonel bankalardan ayırtıran model olan katılma hesaplarının temel fon toplama kanalı olarak korunması gerektiğidir. Aksi takdirde, krediler tarafında yoğunlaşan eleştirilerin fon toplama tarafına da yansması riski bulunmaktadır.

Cari hesaplar, finansal olarak kasa işlevi gören ve müşterilerin paralarını saklamak için kullandıkları en temel hesap türüdür. Herhangi bir kar zarar beklentisi olmaması hasebiyle herhangi bir finansman işlemine olmazlar. Konvansiyonel bankalarda bulunan cari hesaplarla aynı özelliklere sahip olan bu üründe katılım bankaları oransal olarak daha fazla fon toplamaktadırlar. Aşağıdaki grafikte görülebileceği üzere katılım bankalarında bulunan cari hesap oranının daha yüksek olduğu ve makasın da giderek büyüdüğü görülebilir. Bu durumda katılım bankalarının son dönemlerdeki ciddi büyümesi, reklam ve algı tarafındaki çalışmaları etkili olsa da halen katılım bankalarının iş modeline ikna olmamış müşteri kitlesinin de bu duruma neden olduğu düşünülebilir. Nitekim sermayesini konvansiyonel bankalarda tutmak istemeyen, ancak bununla birlikte katılım bankalarının iş modeline de tam ikna olamamış müşterilerin olduğu bilinmektedir.

**Grafik 3.2:** Cari Hesaplar/Toplanan Fonlar (%)



**Kaynak:** (BDDK, 2019) verilerinden tarafımızca hazırlanmıştır.

Cari hesaplarda müşteri için herhangi bir getiri veya ortaklık oluşmamaktadır. Sermayesini bankaya cari hesap olarak yatıran mudinin bankadan beklentisi istediği herhangi bir anda parasını çekebilmektir. Dolayısı ile cari hesaplarla bankalar maliyetsiz fon bulunmuş olurken, müşteriler sermayelerini güvenli bir şekilde korumuş ve sermayelerine her an erişilebilir olmaktadır. Cari hesaplarla ilgili sözleşmenin içeriği, sözleşmeye yapanların bu sözleşme ile neyi amaçlarından yola çıkılarak cari hesapların hukuki durumuyla ilgili farklı görüşler ortaya konmuştur. Ortaya konmuş 3 farklı görüş şöyledir: Birincisi, bu sözleşme yeni bir sözleşme türüdür ve klasik kaynaklarda bulunmamaktadır. İkincisi, karz akdidir. Üçüncüsü ise vedia akdidir. (Bayındır, 2005, s. 12)

Fonun en fazla toplandığı ürün olan katılma hesapları ise esasında kar zarar ortaklığı olan mudaraba esasına dayanmaktadır. Katılım bankaları bu hesaplar için öncelikle yatırılacak paraların toplanacağı havuzlar oluştururlar. Her bir havuza toplanan paralar sonrasında birçok finansman işleminde kullanılır. Böylece risk de çok sayıda müşteriye sağlanan finansman ile dağıtılmış olur. Bu kullandırmalarından bazılarında zarar edilse dahi çoğundan elde edilen kârlar bu zararı telafi etmekte ve havuza kar dağıtılmasını sağlamaktadır. Aslında kamuoyunda da çokça eleştirilen sürekli kar dağıtımı eleştirisinin cevabı da burada gizlidir. Nitekim zarar edilen işlemler olsa da sonuç itibarıyla katılım bankalarının gerek uzmanlıkları, gerekse de

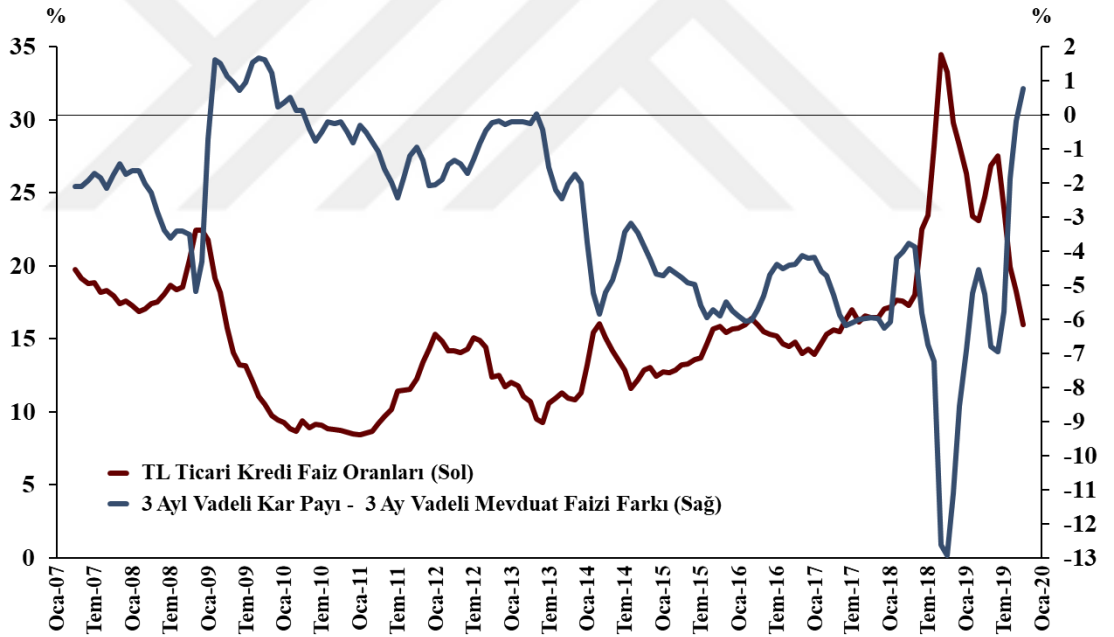
regölasyonel olarak kredi tahsis limitlerinin ciddi çerçevenlenmiş olması katılım bankalarının zarar dağıtmasına engel olmaktadır. Piyasadaki kar payı getirileri ile birlikte düşünölldüğünde, katılım bankalarının takipteki kredi oranlarının istikrarlı bir şekilde %15-20'nin üzerinde olmadığı bir durumda bunun gerçekleşmesi mümkün değildir. Katılım bankalarının da gerek kredi tahsis mekanizmalarındaki uzmanlıkları, gerekse de bu alanlardaki regölasyonel sınırlama ve yönlendirmeler takipteki kredi oranını bu seviyelerinde üzerinde olmasına engel olacağı için, katılma hesaplarına negatif getiri sunulması ihtimali pek de mümkün gözükmemektedir.

Katılma hesapları bir tarafın emeğini bir tarafın da sermayesini koyduğu mudaraba sözleşmesine dayanır. (Werde, 2000, s. 150-155) Katılım bankalarının fon toplaması örneğinde sermaye koyan müşteriler olup emek sarf eden banka olmaktadır. Zira banka topladığı fonları doğru yerlere yatırarak bunlardan kar elde etmek için emek harcar. Neticede oluşan kar önceden anlaşılan oranda pay edilir. Mevcut durumda kullanılmakta olan katılma hesabı, risk ve kâr paylaşımı barındırması sebebiyle bir risk paylaşımına dayalı bir ürün örneğidir. Banka müşterisi sermaye riskine girerek parasını getirip bankaya yatırmakta, banka ise bu para ile çeşitli ticaret işlemleri yaparak kâr elde etmeye çalışmakta ve ortaya emeğini koymaktadır. Yapılan bu ortaklık neticesinde ne kadar kar elde edileceği sonradan belli olduğu için kâr miktarı dönem sonunda belli olmaktadır.

Kar oranı sonradan belli olsa bile birlikte katılım bankalarına yapılan en sert eleştirilerin başında ise katılım bankalarının dağıttıkları kar payı giderlerinin konvansiyonel bankaların faiz oranlarına yakınsaması gelmektedir. Piyasa faizleri ve katılım bankalarının dağıttığı kar payı giderlerinin yakınsaması ve aralarında ilişkinin hem konvansiyonel kredi hem de murabaha kredisinde benzer karakteristikler taşımasına bağlı gelişmektedir. (Saraç & Zeren, 2015) Katılım bankaları krediler tarafında konvansiyonel bankalarla rekabet halinde oldukları için piyasada faiz hadlerinin yatay olduğu dönemlerde haliyle kullandıkları kredilerin de getirilerinin sektöre yakın olması kaynaklı olarak, kar payı giderleri de sektörün faiz oranlarına yakın seyretmektedir. Her ne kadar belli bir dönem sonrasında getiriler üzerinde bir yakınsama olsa da özellikle faiz hadlerinde pozitif veya negatif yönlü şokların olduğu

dönemlerde bahsedilen havuzların kar payı dağıtımının farklılığı ve işleyişi daha rahat anlaşılabilir. Bu gibi şok durumlarında katılım hesaplarının piyasa oranlarına ulaşması kredilerin vadesine ve kredi büyüme hızlarına bağlı olarak 6 ila 12 ay gibi bir süre almaktadır. Aşağıdaki grafikte Türkiye’de 2009 yılının başlarında kredi faizlerinin hızlı bir biçimde düşüşe geçtiği ortamda katılım bankalarındaki yüksek kredi getirili olan daha önce kullanılmış kredilerden dağıtılan kar pay giderleri ile mevduat faizleri arasındaki fark artmıştır. Bunun tam tersi bir durum 2018 yılının ikinci yarısında gerçekleşmiştir. Kredi faizleri sert bir biçimde yukarı giderken katılım hesaplarının getirileri ile mevduat faizleri arasındaki fark katılım bankaları aleyhine açılmıştır.

**Grafik 3.3:** Piyasa Faiz Oranları ve Kar Payı-Mevduat Faizi Makası (%)



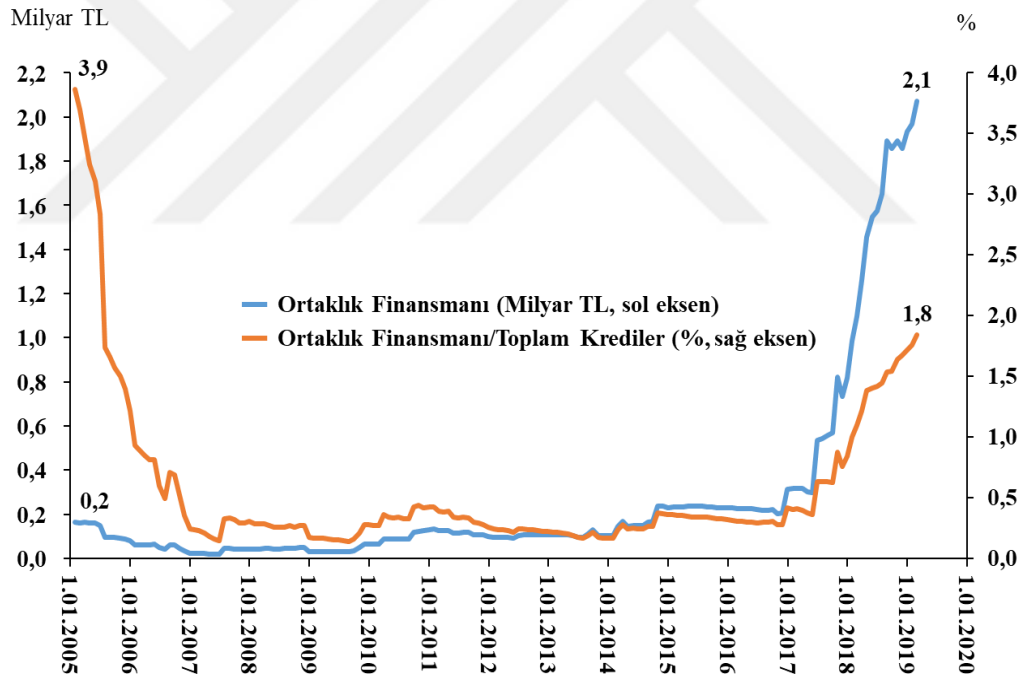
**Kaynak:** (TCMB, 2019; TKBB, 2019) verilerinden tarafımızca düzenlenmiştir.

Dolayısı ile katılım hesapları getirileri ile mevduat faizleri getirileri aynı piyasada faaliyet göstermekten kaynaklı olarak özellikle piyasa faiz hadlerinin durağan ve istikrarlı olduğu dönemlerde yakınsama söz konusu iken piyasa getirilerindeki şoklarda katılım bankalarının fon toplama iş modelindeki farklılık daha net olarak ortaya çıkmaktadır.

### 3.2.2. Finansman Sağlama

Katılım bankalarının fon toplama tarafında fonun ciddi bir bölümünü oluşturan katılma hesabında katılım bankalarının ortaklık temelli esasa göre fon topladıkları görülürken, finansman tarafında daha yoğun olarak borç temelli finansman kullanılmaktadır. Katılım bankaları finansman sağlamada temelde murabahayı kullanmakta olup mudaraba ve muşarakayı çok sınırlı kullanmaktadırlar. Nitekim aşağıdaki grafikten de anlaşılabileceği üzere ortaklık finansmanının payı 2019 Ocak itibariyle ancak %2 civarındadır. 2005 yılında %4'leri görmüşse de hızla düşerek uzunca bir süre %1'in altında kalmıştır.

**Grafik 3.4:** Katılım Bankaları Ortaklık Finansmanları (Milyar TL, %)



**Kaynak:** (BDDK, 2019) verilerinden tarafımızca hazırlanmıştır.

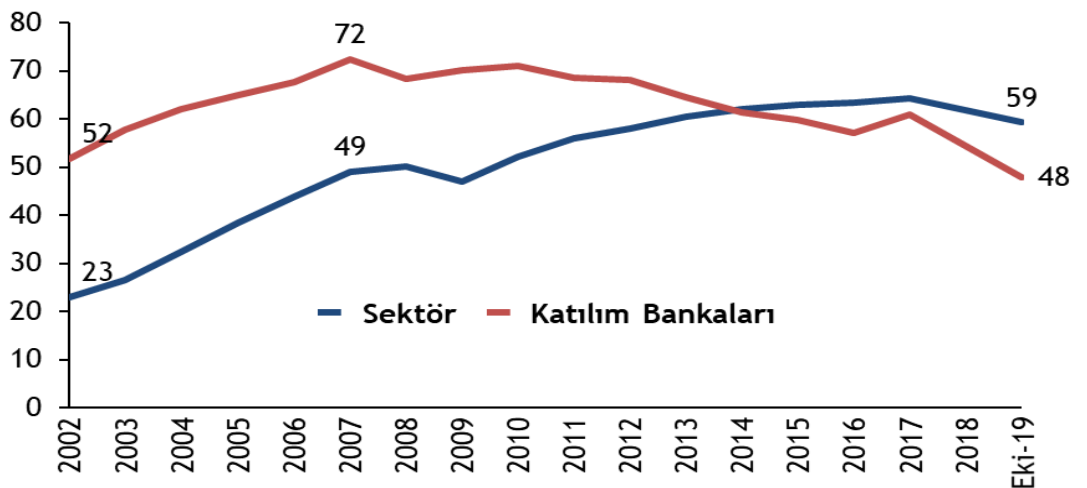
Katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanının katılım bankalarının bilançolarında düşük pay almalarının gerekçeleri tezin dördüncü bölümünde detaylı bir şekilde incelenecektir. Katılım bankalarının temel fonlama kanalı olan murabaha, konvansiyonel bankaların kredi mekanizmasına benzeyen bir finansman çeşididir. Ancak alım satım ve ticarete dayanan murabaha, mutlaka bir mal alım satımını

içermek durumundadır. Konvansiyonel finansmanda olduğu gibi para satılarak belli bir fazla ile geri almak şeklinde bir destek söz konusu olmamaktadır. Belli bir malı vadeli olarak almak isteyen müşteri öncelikle alacağı malın fiyatında tedarikçisi ile anlaşır. Sonrasında bankaya bu bilgilerle müracaat eder. Banka belirtilen fiyattan malı peşin alarak müşterisine belli bir kâr ile vadeli satar.

Bu finansman türünde her ne kadar reel temelli, alım satıma dayalı bir işlem olsa da bir kredilendirme işlemidir. Murabahada özellikle aradaki alım satımların gerek vergisel, gerekse de operasyonel gerekçelerle giderek daha az görünür olması sebebiyle işlemin diğer bankaların kredi işlemlerine benzetilmektedir ve eleştirileri de gündeme getirmektedir.

Katılım bankaları murabahayı yoğun bir biçimde kullanmakta ve kredi portföylerinin neredeyse tamamını murabaha finansmanı oluşturmaktadır. Grafikten de görüleceği üzere katılım bankaları varlıklarının çoğunu bu şekilde finansman sağlamaya ayırmaktadırlar. Katılım bankaları uzunca bir süre sektör ortalamasının üzerinde bir kredi oranı sergilemişlerdir. Kredilerin kompozisyonunda ise %2 civarında olan ortaklık finansmanı hariç, kalan %98'lik oran borç temelli olan murabaha finansmanlarıdır.

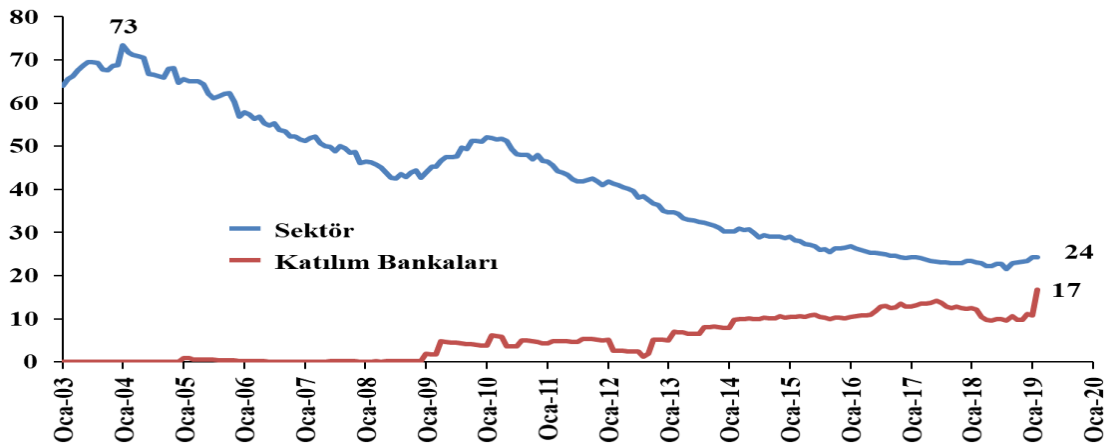
**Grafik 3.5: Krediler/Toplam Aktifler (%)**



**Kaynak:** (BDDK, 2019) verilerinden tarafımızca hazırlanmıştır.

2007 yılı öncesinde konvansiyonel bankaların kredilerinin toplam fonlarının içerisinde sadece dörtte bir pay aldığı ortamda katılım bankalarında bu oranının %50-%60 seviyesinde olması katılım bankalarının kuruluş ve gelişim aşamalarındaki reel temelli finansman prensibi ile ilgilidir. Nitekim faiz oranlarının daha yüksek olduğu yıllar olan 2000-2007 yılları arasında konvansiyonel bankaların topladıkları fonları kamu finansmanlarına aktardığı bir ortamda katılım bankaları reel sektörü desteklemişlerdir. Ancak 2014 sonrası değişen bu tablo katılım bankalarında son yıllarda artan dolarizasyonu krediye dönüştürmemelerinden kaynaklanmaktadır. Özellikle 2018 yılının ikinci yarısı itibariyle hızla artan faizler ve TCMB'nin likidite kısma çabaları ve artan dolarizasyon Türk piyasalarında ciddi bir TL kıtlığı oluşturmuştur. Katılma hesaplarının getirileri de mevduat faizlerinin önemli oranda gerisinde kalmıştır. Dolayısı ile katılım bankalarında dolarizasyonun etkileri daha fazla görülmüş ve yabancı para finansman talebinin ise kurdaki dalgalanma neticesinde düştüğü ortamda yükümlülük tarafında oluşan dolarizasyonun varlık tarafına yansıyamadığı bir ortam gelişmiştir. Bilançoda oluşan dolarizasyon menkul kıymet olan sukuk enstrümanlarına gitmiştir.

**Grafik 3.6:** Toplam Menkul Değerler/ Toplam Mevduat (%)



**Kaynak:** (BDDK, 2019) verilerinden tarafımızca hazırlanmıştır.

Her ne kadar sukuk ürünleri ortaklık temelli olabilse de yukarıda gösterilen oransal artış, daha ziyade Hazine ve Maliye Bakanlığının kamunun finansman için ihraç etmiş sabit getirili, borç finansmanlarıdır. Dolayısı ile finansman tarafında

özellikle 2018 yılı sonrasında kamu finansmanına yönlendirilmeye başlanan borç temelli sabit getirili fonların ağırlığının da artmaya başladığı görülmektedir.

### 3.3. Yeni Finans, Katılım Bankaları, Girişimcilik ve Girişimcilik Merkezleri

Gerek mevcut finansal sistemin eksiklikleri gerekse de dünyanın gelmiş olduğu nokta itibarıyla ihtiyaç duyulan yeni arayışların finans dünyasına olan yansımalarında katılım bankalarına ciddi bir potansiyel ve gelişim alanı açılmaktadır.



Teknolojinin gelişimi, inovasyon ve dijitalleşmenin beraberinde getirdiği yeniliklerin en çok etkileyeceği sektörlerden biri bankacılık sektörü olacaktır. Teknolojinin ve dijitalleşmenin desteği ile melek yatırım, kitle fonlaması, mikro finans, kişiler arası borçlanma gibi yeni finansman arayış ve teknolojileri fırsatlar sunmaktadır. Açılan penceredeki fırsatların ortak özellikleri, ortaklık temelli finansman olmaları ve teknolojik ve girişimcilik özellikleri taşımalarıdır. Dolayısı ile bankaların yenilikçiliği ve inovasyonu sürekli desteklemeleri ve içselleştirmeleri gerekmektedir. Ancak, bankaların özel lisans ve yetkilere sahip olmaları dolayısı ile çokça regüle edilmelerinden ve büyük ölçeklerinden dolayı bu gelişmelere adapte olmaları ve adım atmaları çoğu zaman hızlı olamamaktadır. Bu bakımdan bankaların,

küçük ölçekli firmalardan ve yeni girişimlerden özellikle hız ve çeviklik noktasında faydalanmaları elzemdir.

Yeni girişimlerle özellikle de finteklerle ve bankaların önümüzdeki dönemde nasıl ilişki geliştirecekleri çokça tartışılmaktadır. Bu bağlamda her ne kadar fintekler ve bankaların çeşitli rekabetleri söz konusu olacaksa da orta uzun vadede bankaların ve girişimlerin birçok bankacılık ve finans ürün ve hizmetinde birbirlerini tamamlayacakları ve finansal sektörü daha sağlıklı ve sürdürülebilir bir düzeye çekecekleri düşünülmektedir. (Navaretti, Calzolari, & Pozzolo, 2017, s. 13)

Finteklerin en geniş tanımı, “teknolojiyi kullanarak finansal faaliyetleri geliştirmeye çalışan yeni bir finansal endüstri” olarak yapılmaktadır. (Schueffel, 2016, s. 32) Her ne kadar fintek tanımı 1990'lara, finansal teknolojilerin kullanımı ise çok eskilere kadar gitse de asıl ilgiyi 2014 sonrasında çeken fintekler finansal teknoloji alanına odaklanan yeni girişimler olup, özellikle bankaların hizmet yelpazesinde yer alan ödeme sistemleri, para transferleri, gibi alanlara yatırım yapmaktadırlar. (Buckley, Barberis, & Arner, 2016, s. 22-26)

Finteklerin en büyük özellikleri niş alanlara yönelerek daha hızlı, daha ucuz ve daha kullanıcı dostu bir hizmet sağlamalarıdır. Bankacılık sisteminin sağladığı birçok hizmet böylece irili ufaklı çok sayıda şirket tarafından sağlanmaktadır. Teknolojiyi kültür haline getiren, hızlı aksiyon alabilen ve daha az maliyet ile işlemleri yürüten bu şirketler katılım bankaları için önemli fırsatlar barındırmaktadır. Her ne kadar ilk bakışta bu gelişmeler katılım bankaları için tehdit gibi görünse de katılım bankaları bu gelişmeleri fırsata çevirebilirler. Nitekim finansal alanda hizmet verecek olan bir firmayı en iyi anlayabilecek olan ve en çok fayda sağlayabilecek olan kurumlar, bankalardır. Gerek ihtiyaç duyulan altyapı, gerek tecrübe paylaşımı gerekse de finansal destek anlamında katılım bankaları finteklere ciddi katkı sunabilirler. Katılım bankaları da bu süreçte dijitali yakalama ve daha hızlı hizmet verebilme noktasında fintek girişimlerinden fazlaca kazanım elde edebilirler.

Dünya ekonomi forumunda girişimler ve kurumsal firmalar arasındaki işbirliği üzerine yayımlanan rapora göre bu işbirliğinin çift yönlü kazanımları söz

konusudur. Bu işbirlikleri, firmalar için dışardan yenilik sağlama, daha yenilikçi tedarikçilere ulaşma, müşteri odaklılığı geliştirme, girişimci ve daha çevik kültürle etkileşim, piyasadaki gelişmelerden haberdar olma, yeni gelir akışları ve iş kolları oluşturma gibi imkânlar sunarken girişimler için ise finansman desteği, gelecekteki satışlar için başarı öyküsü oluşturma, ölçeklenme imkânı, risksiz bir şekilde uluslararası firma haline gelme imkânı, çekici perakende kanalına açılım, data gibi büyük şirketlerin değerli varlıklarına erişim, pazar bilgisi ve mentörlüğe ulaşım gibi avantaj ve kazanımlar sunmaktadır. (World Economic Forum, 2018, s. 6-7) Ek olarak, güçlü yerleşik firmalar ve yeni girişimler arasındaki işbirliği dijital inovasyonun canlanmasını sağlamakta, yerleşik firmaları ve iş yapış biçimlerini etkilemektedir. (Islam, Buxmann, & Ding, 2017, s. 1030-1031)

Bu noktada katılım bankalarının hâlihazırda yeni girişimlerle ve finteklerle daha yoğun çalışmaya başladıkları görülmektedir. Günümüz dünyasında gerek bireylerin gerekse de kurumların ihtiyaç duyduğu ürün ve hizmetleri daha ucuz ve çok daha işlevsel şekilde sunabilen yeni girişimler ve finteklerin katılım bankaları tarafından desteklendiği görülmektedir. Dolayısı ile teknolojinin beraberinde getirdiği yeniliklere adaptasyon katılım bankalarının stratejik vizyonlarının bir parçası olmak durumundadır. Fintekler ve yeni girişimler için ise bir ekosistemin oluşturulması kritik öneme sahiptir. Ekosistemin en önemli parçalarından biri ise girişimcilik merkezleridir.

Girişimcilik merkezleri, katılımcılarına stratejik ve katma değerli bir izleme ve iş danışmanlığı aracılığı sunmayı amaçlayan bir ortak ofis-çalışma alanlarıdır. (Hackett & Dilts, 2004) Girişimcilik merkezleri bağlamında Türkiye’de konvansiyonel birkaç bankaya ek olarak iki katılım bankasının Albaraka ve Kuveyt Türk hali hazırda faaliyet gösteren merkezleri bulunmaktadır. (StartupHR, 2019) Katılım bankaları girişimcilik merkezlerinin en önemli özelliklerinden biri girişimcilere hibe yoluyla finansman sağlaması, ardından ise potansiyeli olan yeni girişimlerle ortaklık kurmalarıdır. (Albaraka Garaj, 2019; Lonca Girişimcilik Merkezi, 2019)

Ortaklık temelli finansmanın gelişmemesi noktasında en çok değinilen konulardan biri 4.bölümde inceleneceği üzere mevzuat tarafındaki eksiklerdir. Ancak, girişimcilik merkezi kurma noktasında mevzuatsal bir engel olarak yoktur. Nitekim her iki katılım bankasının girişimcilik merkezi kurma noktasında gerek mevzuatsal gerekse de süreçsel olarak herhangi bir problemle karşılaşmadıkları anlaşılmaktadır. (Sezer, 2018; Ökten, 2018) Katılım bankaları girişimcilik merkezlerini kurarken ayrı tüzel kimlikler yerine ayrı markalar olarak konumlandırmışlardır. Girişimcilik destekleri ve ortaklık temelli finansmanın gelişimi için ilk ve en önemli konulardan biri bu alanlarla ilgili organizasyonel desteğin olması, diğer bir deyişle üst yönetimin desteğinin olmasıdır. Bu bağlamda, her iki katılım bankasının da gerekli yönetsel desteği aldığı gözlemlenmektedir.

Girişimcilik merkezlerinde ciddi gelişim alanları olmakla birlikte Türkiye’de faaliyet gösteren katılım bankaları bu alanda, diğer İslami Bankalara göre öndedir. Nitekim Dünya’da katılım bankası himayesindeki ilk girişimcilik merkezi olan Albaraka Garaj Startup Hızlandırma Merkezini Albaraka Türk Katılım Bankası, 19 Haziran 2017 itibarıyla açmıştır. (Katılım Dergisi, 2018) Yine 2017 yılında, Kuveyt Türk Katılım Bankası, Lonca Girişimcilik Merkezini kurmuştur. (Demirel, 2017)

Bu merkezlerde, her sektörde faaliyet gösteren yeni girişimlere odaklanılsa da özellikle katılım bankacılığı iş modelleri üzerine çalışan fintekler geliştirilmesi hedeflenmektedir. Bu amaçla, girişim kurmak isteyen girişimci adaylarına kuluçka hizmeti verilmektedir. Girişimcilerin ilk müşterisinin bankaların olması, ürün hizmet doğrulaması anlamında ilk desteği verilmesi katılım bankalarının girişim merkezlerini farklılaştırmaktadır. (Albaraka Garaj, 2019; Lonca Girişimcilik Merkezi, 2019)

Nitekim bu durum bir taraftan fintek girişimleri için bir ölçeklenme zemini oluştururken diğer taraftan ise bankalara kendi bünyelerinde daha uzun sürede ve maliyetli bir şekilde üretecekleri ürün ve hizmetleri hızlı bir şekilde yeni girişimlerden edinim imkânı sağlamamaktadır. Dolayısı ile bu ilişki aslında tek yönlü bir ilişki olmaktan ziyade çift yönlü kazan-kazan ilişkisine dayanmaktadır. Örneğin, bir bankanın kendi bünyesi içerisinde geliştirmesi maliyetli olabilecek biyometrik imzayı (müşteri doğrulama süreci) Albaraka Türk, girişimcilik merkezi programı kapsamında

destek verdiği bir girişimle birlikte yaparak iki taraf için de faydaları olan bir işbirliği kurmuştur. (Sezer, 2018)

2000’li yıllar ile birlikte yazılım ve teknolojinin gelişmesi bazı bankaların günümüzde ne çıkmasını sağladığı gibi, girişimcilik ve fintek ekosistemi de önümüzdeki yıllarda bankaların sıralamasını değiştirecektir. Buna hazırlıklı olan bankalar sektörde ne çıkacaktır. Bu manada katılım bankalarının bu durumun farkında olduğu anlaşılmakta, girişimcilerle işbirliğini geliştirmek adına girişimcilik merkezleri geliştirdikleri görülmektedir. Bu merkezlerde müşterilerinin finansal ihtiyaçlarına yenilikçi teknolojik çözümleri araştırıp, değerlendirip, test edip hayata geçirirken; açık inovasyon ve birlikte çalışma prensibi çerçevesinde, ekosistemde yer alan diğer kurumlarla özellikle fintek girişimleriyle birlikte farklı işbirlikleri geliştirmeyi hedefledikleri, sonraki dönemlerde ise girişimcilik merkezlerini yurtdişına amayı hedefledikleri görülmüştür. (Sezer, 2018; kten, 2018)

Girişimcilik merkezleri bulunan katılım bankalarından Albaraka Türk ve Kuveyt Türk’n girişimcilik merkezleri kapsamında sundukları destekler sunulan maddi (hibe tutarı, fiziksel mekan kullanımı vs.) ve manevi imkanlar (bankadan sağlanan danışmanlık, kurum içi süreçlerde kullanım vs.) açısından farklılaşsa da her iki katılım bankasının da fintek girişimlerine odaklandıkları anlaşılmaktadır. Dolayısı ile katılım bankalarının finteklerle ilişki ve ortaklık geliştirme istekleri anlaşılmaktadır. Ayrıca, her iki katılım bankasında da gözlemlenen uygulamalardan bir tanesi de özellikle fintek uygulamaları seçilirken bankanın da içsel süreçlerinde kullanılabilecek ürün ve hizmetlerin tercih edilmeye çalışılmasıdır. Bu manada ilk proje turlarında başarılı olmuş kimi fintek ürünlerinin katılım bankalarında kullanılmaya başlandığı görülmüştür. Katılım bankalarının destek olduğu girişimlere bakıldığında blok zincir, chatbot, fintek, görüntü işleme teknolojileri, insan kaynakları teknolojiler, kitle fonlaması, makine öğrenmesi, mobil iş modelleri gibi yeni gelişen alanlara odaklandıkları anlaşılmaktadır. Bununla birlikte, sadece finansal teknoloji değil, tarım, gıda, sağlık gibi alanlarda iyileştirme sağlayacak teknoloji içeren ölçeklenebilir ve sürdürülebilir girişimlerin de desteklendiği görülmektedir. (Albaraka Garaj, 2019; Lonca Girişimcilik Merkezi, 2019)

Hibe şeklindeki desteklerle, girişimcilerin en büyük problemlerinden biri olan finansman sıkıntısına her iki katılım bankasının da destek sunmakta olduğu görülmüştür. Ancak, girişimcilerin en büyük ihtiyaçları finansmanın yanı sıra mentörlük, müşteri bulma, ölçek yakalama gibi alanlarda da katılım bankalarının girişimcilik merkezlerinin destekleri bulunmaktadır. Girişimlere sunulan en önemli desteklerden biri bankaların çıkan ürün ve hizmetleri kendi müşterilerine sunarak girişimciler için hızlı bir ölçeklenme sağlayabilmeleridir. Nitekim her iki katılım bankasının da bu yönde stratejileri olduğu, stratejilere ek olarak bu alanda pratik uygulamalarının olduğu gözlemlenmektedir. Girişim ve girişimcilerin salt finansmandan ziyade danışmanlık, eğitim, koçluk gibi ihtiyaçları da düşünüldüğünde katılım bankalarının finans tarafındaki tecrübeleri girişimler için tercih gerekçelerinden biri olmaktadır. (Sezer, 2018; Ökten, 2018)

Katılım bankalarının her türlü fizibl girişimlere odaklanmakla birlikte, ilk etapta özellikle kendilerinin de ihtiyaçları olacak ürün ve hizmetler üzerinde çalışma yapan finteklere odaklandığı görülmektedir. Burada finteklerin bir kısmı direkt finansal teknoloji alanında yenilikler getirirken, bir kısım girişim ise bankaların iş süreçlerini hızlandırma ve verimli hale getirme gibi kazanımlar üretmektedir. Bu yöntemle girişim-banka arasında kazan-kazan ilişkisi kurulmuş olmaktadır.

Katılım bankaları girişimcilik merkezlerinin yöneticileri ile görüşüldüğünde girişimlerin bankalara da ciddi bir enerji verdiği ifade edilmiştir. Girişimlerin enerjik iş yapış biçiminin haliyle bankaların da iş yapış biçimine etki ettiği ifade edilmiştir. Bunun dışında bankaların kendi kaynaklarıyla yapması halinde odağını dağıtacak olan ve zaman alan bazı işlerin yeni girişimler ve finteklerden hizmet alınarak yapıldığı görülmüştür. Dolayısı ile bu girişimlerin müşteri deneyimi, ürün, hizmet gelişim, yenilikçilik alanlarında katılım bankalarına alan açtıkları görülmektedir.

Girişimcilik merkezleri girişimcilik ekosisteminin olmazsa olmazlarından iken, bu merkezlerin bankalar için farklı önemleri de söz konusudur. Nitekim girişimcilik merkezlerindeki girişimler, uygulamalar özel müşteri kitlesine açılarak özel müşterileri için yeni bir alan oluşturabilir, farklı ve yenilikçi alanlarla yatırım portföylerini çeşitlendirmek isteyen belli bir fon düzeyinin üzerindeki müşteriler için

bu alan önemli bir kazanım olabilir. Bu manada, önümüzdeki dönemlerde girişimcilik merkezleri melek yatırım ağlarına da evrilerek müşterilerine değerlendirme, hızlandırma ve yatırım yapma rollerini sunabilir.

Ayrıca her ne kadar marka ve reklam amaçlı yapılmasa da bu çalışmaların markaya da ciddi katkıları söz konusu olduğu ifade edilmiş ve bu girişimler neticesinde devreye alınan kimi yeniliklerle bankaların karlılığını arttırma imkânı olduğu görülmüştür. Katılım bankalarının girişimcilik merkezlerinin öne çıkan çalışmalardan birkaç örnek aşağıdadır:

Albaraka Türk'ün desteklediği projelerden örnekler aşağıdaki gibidir:

- **Techsign:** PC, tablet veya mobil telefonlardan biyometrik veya dijital imzalama sağlayan ve imzaların doğruluğunu tespit eden yapay zeka algoritmaları ile geliştirilmiş yazılım çözümüdür.
- **Kartoon 3D:** Artırılmış gerçeklik (AR) temelli yabancı dil, matematik, okuma-yazma ve işbirliği öğrenimini oyunlaştırarak sağlayan çocuk gelişim ve eğitim setidir. Cartoon 3D ekibi, Albaraka şube çalışanları için VR eğitim projesi üzerine çalışılmaktadır.
- **Rubicio:** Herkesin kendi chatbotunu eğitip geliştirebileceği yapay zekâ temelli chatbot geliştirme çözümüdür. Rubicio'nun ilk müşterisi Albaraka olmuştur.
- **İnooster:** Oyunlaştırma ile çalışanların motivasyon ve verimliliğini arttırarak, şirketlerin belirledikleri hedeflere ulaşmalarını sağlayan performans ve sadakat çözümü sunan bir yazılımdır. Ürün Albaraka'da kullanılmaya başlanmıştır.

Kuveyt Türk'ün desteklediği projelerden örnekler aşağıdaki gibidir:

- **Nakitex:** Perakende noktalarından para çekme hizmeti sağlayan bir uygulamadır. Kuveyt Türk müşterileri bu uygulama sayesinde anlaşmalı marketlerden nakit çekimi yapabilir hale gelecektir.

- **Fullegitsin:** Dijital bir şekilde müşterilerin akaryakıt ödemelerini indirimli olarak kolay ve hızlı bir şekilde dijital ortamda yapabilmelerini sağlayan bir uygulamadır.
- **Akaunting:** Ücretsiz ve açık kaynak kodlu bir ön muhasebe programı ürünüdür. Çok sayıda ülkede hizmet verme potansiyeli bulunmaktadır ve farklı dillerde hizmet sunmaktadır.
- **Socivy:** Müşterilerinin sosyal medya platformu Instagramdaki aksiyonlarını otomatik olarak gerçekleştirerek hesabının organik bir şekilde büyümesini sağlayan bir Instagram otomasyon aracıdır.

Görüldüğü üzere desteklenen projeler başta finansal teknolojiler olmak üzere teknoloji tabanlı iş modeli olan yeni girişimlerdir. Dolayısı ile katılım bankalarının teknolojik değişimlere ayak uydurabilmek için adım attıkları görülmektedir. Ancak girişimcilik merkezleri girişimcilik ekosisteminin oluşması ve gelişmesi için kritik bir öneme sahip iken, belli bir ölçeğe erişmiş girişimlerin finansmana erişimlerinin devamı da bir o kadar kritiktir. Ancak bu firmaların henüz bir teminatları ve nakit akışları oluşmadığı için kredi/borç ile finansmana erişim mümkün olamamakta, devreye öz kaynak yatırımları olan girişim sermayeleri girmektedir. Katılım bankalarının girişim sermayesindeki mevcut durumları ve stratejileri aşağıda incelenmektedir.

### **3.4. Katılım Bankalarında Portföy Yönetimi Şirketleri ve Girişim Sermayesi**

Portföy yönetimleri bu çalışmanın ana odak alanlarından olmasa da girişim sermayesi fonlarının portföy yönetimi şirketlerinin çatısı altında olması dolayısı ile kısaca portföy yönetimine değinilecektir. Sonrasında girişim sermayesinin katılım bankalarındaki girişim sermayesine değinilecek ve en son olarak da girişimcilik merkezleri ve girişim sermayesi arasındaki ilişkinin boyutları ve derinliği incelenecektir.

Portföy yönetim şirketleri, temel faaliyeti, fonların kurulması ve yönetimi olan, anonim ortaklık şekliyle kurulmuş sermaye piyasası kurumlarıdır. (SPK, 2019) Ayrıca

portföy yönetim şirketleri, münhasır girişim sermayesi, yine münhasır girişim sermayesi fonu kurabildikleri gibi gayrimenkul ve girişim sermayesi fonları da kurabilmekte ve yönetebilmektedir.

Katılım bankaları nasıl ki, İslami temel ve prensiplere göre hizmet sunan bankalar olarak özetle tanımlanabilecekse “Katılım Portföy Yönetim Şirketleri” de İslami esas ve temellere göre fon yönetimi yapan portföy yönetim şirketleri olarak tanımlanabilir. Katılım bankalarının portföy yönetim şirketleri kurmalarını ortaya çıkaran zemin birbirinden farklıdır.

Türkiye’de 2012 sonrasında, AB Uyum süreci kapsamında sermaye piyasaları yeniden tasarlanmıştır. Getirilen önemli değişikliklerden bir tanesi sermaye piyasalarının bankacılıktan ayrıştırılması olmuştur. Yani bankacılık ile varlık yönetimi alanlarının birbirinden ayrıldığı söylenebilir. Öncesinde yatırım fonlarını bankalar, aracı kurumlar ve portföy yönetim şirketleri kurabilirlerken değişiklikle sadece portföy yönetim şirketlerine fon kurma yetkisi verilmiştir. Bu minvalde portföy yönetim şirketleri, fonların kurulmasını ve yönetimini yapan anonim ortaklık şeklindeki sermaye piyasası kurumu olarak tanımlanmıştır. (T.C. Resmi Gazete, 2013)

Bu düzenleme ile üçlü bir mekanizmanın kurulduğu söylenebilir. Portföy yönetim şirketleri toplanan fonlarla hangi yatırımların yapılacağına karar verdiği, aracı kurumlar kıymetleri alma satma işlemlerine aracılık ettiği, bankaların ise geniş müşteri ağlarını kullanarak bu varlıkları pazarladığı ve ürünlerin satımını gerçekleştirdiği bir yapı kurulmuştur. Özetle, son yönetmelikle portföy yönetim şirketleri fon yöneticisi rolünü, aracı kurumlar alım satım aracılığı rolünü, bankalar ise dağıtım rolünü almıştır.

Kuveyt Türk tarafından portföy yönetimi şirketi kurulması bu gelişmelerle ilgilidir. Nitekim bu değişikliklerin olduğu dönemde yatırım fonları olan Kuveyt Türk’ün bu fonları kapatma, bir başka yere devretme yahut bir portföy yönetim şirketi kurarak fonları yönetmeye devam etme seçenekleri arasından portföy yönetimi şirketi kurma seçeneğini tercih ettiği anlaşılmaktadır. (Özkan, 2018)

Bu saikle, Kuveyt Türk’ün iştiraki olan KT Portföy için 2015 yılında faaliyet izni alınmış, 2016 yılbaşıyla birlikte de emeklilik fonları yönetimiyle portföy

yönetimine başlanmıştır. 2018 yılsonu itibarıyla 10 tane yatırım fonu, 2 tane bireysel portföy yönetimi, 4 tane emeklilik fonu, 1 tane girişim sermayesi yatırım fonu ile toplam 1,6 milyar TL’lik bir hacme ulaşılmıştır. (Denge, 2018)

Albaraka Türk’ün portföy yönetimi şirketi kurması ise yine Banka’nın kendi ihtiyaçları çerçevesinde gerçekleşmiştir. 2017 ve sonrasında hızlanan gayrimenkul sektöründeki durgunluk karşısında Albaraka Türk’ün geliştirmiş olduğu kar/zarar (muşaraka) projelerini yönetme maksadı ile gayrimenkul portföy yönetim şirketini kurmuştur. Sonrasında müşterilere daha özel ürün sunulabilmesi için çeşitlenmesi gereken ihtiyaçlar çerçevesinde için portföy yönetimine evrilmiştir. Dolayısı ile gayrimenkul fonunun toplam fon içerisinde ciddi bir paya sahip olduğu görülmekle birlikte girişim sermayesi ve menkul kıymet fonlarının da büyütülmeye çalışıldığı anlaşılmaktadır. (Özer & Sungurlu, 2018) Burada değinilmesi gereken noktalardan bir tanesi de bahsedilen kar/zarar ortaklığı yatırımlarıdır. BDDK e bülten ve Albaraka Türk 2019 yılı 3. Ay denetim raporlarına göre, tüm sektörde görülen 2.145.198.000<sup>2</sup> TL yatırımın tüm tutarının Albaraka Türk’ün kar zarar ortaklığı yatırımı olduğu gözlemlenmektedir. Dolayısı ile ortaklık finansmanı aslında sektör genelinde düşük olsa da Albaraka Türk’ün bilançosunda önemli bir paya sahiptir. Nakdi kredilere oranla %8 civarındadır. Sonradan Albaraka Portföy Yönetim şirketine evrilen Albaraka Gayrimenkul Porföy Yönetim Şirketinin amacı gayrimenkul sektöründeki ortaklık temelli finansmana dayalı risklerin yönetilmesi olduğu anlaşılmaktadır.

Bu gerekçelerle kurulan katılım bankaları portföy yönetim şirketlerinin büyüklüklerine bakıldığında KT Porfföy ve Albaraka Portföy şirketlerinin sırasıyla 2,4 milyar TL ve 2 milyar büyüklüklerle toplam Türkiye piyasası portföy yönetimi büyüklüğünden %1,1 ve %1,0 Pazar payı aldığı görülmektedir. (Sermaye Piyasası Kurulu, 2019)

---

<sup>2</sup> İlgili bakiye, 31 Mart 2019 tarihi itibarıyla kar zarar ortaklığı yatırımları (10 adet) yöntemiyle kullandırılan fonlardan oluşmaktadır. Bu projelerin tamamı İstanbul ve Ankara’nın çeşitli bölgelerindeki gayrimenkul geliştirme projeleridir.

**Tablo 3.1: Portföy Yönetimi Şirketleri Portföy Büyüklükleri (Mayıs 2019)**

| <b>31 MAYIS 2019</b>                                                | <b>YÖNETİLEN PORTFÖY BÜYÜKLÜĞÜ (TL)</b> | <b>PORTFÖY PAYI (%)</b> |
|---------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|-------------------------|
| ZİRAAT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                        | 41.563.471.625                          | 19,6%                   |
| İŞ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                            | 39.606.077.979                          | 18,7%                   |
| AK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                            | 35.751.493.003                          | 16,9%                   |
| YAPI KREDİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                    | 24.455.099.891                          | 11,5%                   |
| GARANTİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                       | 19.437.483.904                          | 9,2%                    |
| HSBC PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                          | 8.029.156.855                           | 3,8%                    |
| DENİZ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                         | 7.171.175.953                           | 3,4%                    |
| AZİMUT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                        | 6.257.184.231                           | 3,0%                    |
| TEB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                           | 5.939.942.297                           | 2,8%                    |
| FİBA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                          | 3.111.667.574                           | 1,5%                    |
| QNB FİNANS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                    | 2.673.658.765                           | 1,3%                    |
| <b>KT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.</b>                                     | <b>2.423.196.246</b>                    | <b>1,1%</b>             |
| İSTANBUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                      | 2.135.656.049                           | 1,0%                    |
| <b>ALBARAKA GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.</b>                   | <b>2.029.703.591</b>                    | <b>1,0%</b>             |
| QINVEST PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                       | 1.508.475.411                           | 0,7%                    |
| ING PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                           | 1.196.617.744                           | 0,6%                    |
| OYAK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                          | 1.120.497.942                           | 0,5%                    |
| MÜKAFAT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                       | 862.289.322                             | 0,4%                    |
| ARZ GAYRİMENKUL VE GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.          | 744.056.909                             | 0,4%                    |
| ACTUS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                         | 725.371.604                             | 0,3%                    |
| ICBC TURKEY PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                   | 488.831.545                             | 0,2%                    |
| TACİRLER PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                      | 473.591.789                             | 0,2%                    |
| RE-PIE GAYRİMENKUL VE GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.       | 410.050.030                             | 0,2%                    |
| AKFEN GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                             | 366.155.317                             | 0,2%                    |
| KARE PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                          | 347.646.989                             | 0,2%                    |
| ATA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                           | 311.871.040                             | 0,1%                    |
| OMURGA GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETİ A.Ş.                     | 292.213.984                             | 0,1%                    |
| GLOBAL MD PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                     | 265.628.499                             | 0,1%                    |
| PERFORM PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                       | 262.120.973                             | 0,1%                    |
| HEDEF PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                         | 260.499.123                             | 0,1%                    |
| ATLAS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                         | 231.299.798                             | 0,1%                    |
| METRO PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                         | 196.227.286                             | 0,1%                    |
| ÜNLÜ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                          | 173.354.226                             | 0,1%                    |
| OSMANLI PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                       | 170.118.800                             | 0,1%                    |
| INVESTRADE PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                    | 141.757.631                             | 0,1%                    |
| TAALERİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                       | 135.317.698                             | 0,1%                    |
| GEDİK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                         | 88.960.324                              | 0,0%                    |
| FERONIA GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                     | 72.937.311                              | 0,0%                    |
| 24 GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                | 56.659.516                              | 0,0%                    |
| MARMARA CAPITAL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                               | 54.696.760                              | 0,0%                    |
| STRATEJİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                      | 53.923.218                              | 0,0%                    |
| FOKUS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                         | 53.673.033                              | 0,0%                    |
| LOGOS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                         | 51.192.809                              | 0,0%                    |
| MEKSA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                         | 34.401.293                              | 0,0%                    |
| BİZİM PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                         | 11.331.676                              | 0,0%                    |
| MAXİS GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                       | 7.874.515                               | 0,0%                    |
| KALENDER GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                          | 0                                       | 0,0%                    |
| MAQASID PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                       | 0                                       | 0,0%                    |
| ORAGON GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                            | 0                                       | 0,0%                    |
| PAAMCO MİREN PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                  | 0                                       | 0,0%                    |
| SKY GAYRİMENKUL VE GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.          | 0                                       | 0,0%                    |
| ŞEKER PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                         | 0                                       | 0,0%                    |
| VERA VENTURE GAYRİMENKUL VE GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. | 0                                       | 0,0%                    |
| <b>TOPLAM TL</b>                                                    | <b>211.754.612.077</b>                  | <b>100%</b>             |

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu, Fon Büyüklükleri, Mayıs 2019 Büyüklükleri

Ancak her ne kadar detaylarına bu çalışma kapsamında girilmeyecek olsa da katılım bankaları dışında da faizsiz finans ilkeleri çerçevesinde portföy yönetimi yapan şirketler de söz konusudur. Örneğin, Mükafat Portföy Yönetimi, faaliyetlerini uluslararası faizsiz finans ilkeleri çerçevesinde gerçekleştiren bir portföy yönetim şirketidir. (Mükafat Portföy Yönetimi, 2019) Her iki katılım bankasının da kendi stratejileri çerçevesinde portföy yönetimi şirketi kurdukları görülmüştür. Bu portföy yönetim şirketlerinin çatısı altında ise girişim sermayesi fonları ile ortaklık temelli finansmanı büyütmek istedikleri anlaşılmaktadır.

### **3.5. Katılım Bankalarında Girişim Sermayesi**

Teknoloji ağırlıklı sanayileşme stratejisinin benimsendiği başta ABD, İngiltere, Fransa, Japonya, Hollanda ve Almanya gibi ülkelerde özellikle II. Dünya Savaşı'ndan sonra ortaya çıkan risk sermayesi genel olarak; dinamik, yaratıcı ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye olanak tanıyan bir yatırım finansmanı biçimi olarak tanımlanabilir. (Sermaye Piyasası Kurulu, 2019)

Girişim sermayesi modelinin en önemli özelliği orta ve uzun vadeli bir ortaklık yaklaşımı taşıyan yatırım tekniği olmasıdır. Geleneksel borç verme yöntemi dışında uzun vadeli olması ve ortaklık esaslı sistemin temel omurgasını teşkil etmektedir. (Demir, 2018, s. 7-8) Girişim sermayesinde ortaklık temelli finansman esaslı, İslami finansın, finansmanın reel temelli olma, risk paylaşımı gibi ilkeleri ile uyumludur. Genel olarak, İslami girişim sermayesi İslami finansın ilkelerine de uygun olarak yönetilen girişim sermayeleri olarak tanımlanabilir.

Girişim sermayesi katılım bankaları için henüz emekleme dönemindedir. 2019 ilk çeyrek sonu, fon bazında girişim sermayesi yatırım fonlarının büyüklüklerine bakıldığında Albaraka Portföy yönetimi 234,1 milyon değerinde bir girişim sermayesi fonu ile toplam pazardan %15,6 pay aldığı gözlemlenmektedir. Her ne kadar girişim sermayesi tarafında bu pazar payı ciddi bir oran olsa da bu yatırımın risk sermayesi sayılabilecek küçük hacimli sayıca çok birçok fonun toplamından ziyade tek “özel sermaye” yatırımı sayılabilecek katılımcısı da tek olan bir yatırım olduğu görülmektedir. KT Portföy’ün ise 10,6 milyonluk girişim sermayesi fonu ile

piyasadan 0,7% pay aldığı görülmekle birlikte fonun 2019 ilk çeyrek sonu itibariyle henüz yatırımlarını gerçekleştirmediği gözlemlenmektedir. (Sermaye Piyasası Kurulu, 2019)

KT Portföy Yönetimi A.Ş.'nin teknogirişim sermayesi fonunu 2 katılım bankasının yatırımıyla oluşması (Kuveyt Türk ve Vakıf Katılım) tezin önerisinin geliştirilmesi noktasında potansiyelin olduğunu göstermesi anlamında önemlidir. Yine girişim sermayesi fonu tarafında da portföy yönetimi şirketlerinde olduğu gibi katılım bankaları iştirakleri olan portföy yönetim şirketleri dışında da faizsiz finans ilkeleri çerçevesinde yatırım yapan fonları da bulunmaktadır.

**Tablo 3.2: GSYF Portföy Bilgileri**

| Fonun Kurucusu                                                | Fonun Unvanı                                                        | Toplam Değeri (Milyar TL) | Pazar Payı (%) | Yatırımcı Sayısı |
|---------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|---------------------------|----------------|------------------|
| ACTUS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                   | Gaziantep Entegre Sağlık Kampüsü PPP Girişim Sermayesi Yatırım Fonu | 450.446.361               | 30,1%          | 2                |
| <b>ALBARAKA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.</b>                         | <b>Değer Girişim Sermayesi Yatırım Fonu</b>                         | <b>234.118.965</b>        | <b>15,6%</b>   | <b>1</b>         |
| İŞ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                      | Altyapı Girişim Sermayesi Yatırım Fonu                              | 224.551.354               | 15,0%          | 22               |
| AK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                      | Birinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu                              | 170.570.006               | 11,4%          | 26               |
| FERONİA GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.               | Yenilebilir Enerji Birinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu           | 167.399.643               | 11,2%          | 1                |
| ARZ GAYRİMENKUL VE GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.    | İkinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu                               | 97.416.428                | 6,5%           | 7                |
| MÜKAFAT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                 | Buket Girişim Sermayesi Yatırım Fonu                                | 51.730.161                | 3,5%           | 2                |
| AK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                      | İkinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu                               | 45.794.330                | 3,1%           | 17               |
| ACTUS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                   | GreenOne Yenilenebilir Enerji Girişim Sermayesi Yatırım Fonu        | 20.930.436                | 1,4%           | 8                |
| ACTUS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                   | Logo Ventures Girişim Sermayesi Yatırım Fonu                        | 10.671.240                | 0,7%           | 8                |
| <b>KT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.</b>                               | <b>Teknogirişim Girişim Sermayesi Yatırım Fonu</b>                  | <b>10.534.262</b>         | <b>0,7%</b>    | <b>2</b>         |
| RE-PIE GAYRİMENKUL VE GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. | Getir Girişim Sermayesi Yatırım Fonu                                | 8.419.702                 | 0,6%           | 26               |
| ARZ GAYRİMENKUL VE GİRİŞİM SERMAYESİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.    | Birinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu                              | 2.755.072                 | 0,2%           | 2                |
| İSTANBUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                | Bosphorist Girişim Sermayesi Yatırım Fonu                           | 1.238.939                 | 0,1%           | 8                |
| MÜKAFAT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.                                 | Yaprak Yenilenebilir Enerji Girişim Sermayesi Yatırım Fonu          | 205.393                   | 0,0%           | 1                |
| <b>TOPLAM</b>                                                 | <b>TOPLAM</b>                                                       | <b>1.496.782.293</b>      | <b>100,0%</b>  | <b>133</b>       |

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten İstatistikleri, Nisan 2019 Bülteni

Katılım bankaların iştirakleri olan portföy yönetim şirketlerinin çatısı altında faaliyet gösteren girişim sermayeleri, birçok yeni alan ve fırsat sunabilir. Bu bağlamda katılım bankaları girişim sermayesi fonlarını 4 temel alanda konumlandırabilir.

1. Girişimcilik merkezlerinden gelen girişimlere yatırım yapılarak, aşına oldukları firmalara ortak olabilirler.
2. Kurum içi girişimcilik projelerinde çıkan girişimlere destek olabilirler.
3. Herhangi dışarıdan bir girişime ortak olabilirler.
4. Problemlı kredilerin yönetilmesi noktasında özel sermaye gibi hareket ederek, problemleri kredilerin yönetilmesini sağlayabilirler.

Dört farklı seçeneğe ek seçenekler olabileceği gibi seçenekler arasında geçişler de söz konusu olabilir. Nitekim Albaraka Türk Portföy Yönetimi'nin girişim sermayesinde bu serüven görülmektedir. Girişim sermayesi fonunda ilk olarak fintek girişim sermayesi fonu kuran Albaraka Türk sonrasında bu fonu değer girişim sermayesi fonuna çevirmiş ve böylelikle daha küçük ölçekli çok sayıda işlem yerine blok bir yatırım yapmayı tercih etmiştir. (Özer & Sungurlu, 2018) KT Portföyün girişim sermayesi tarafında enerji, KOBİ ve teknoloji taraflarında toplam 4 fon bulunmakla henüz yatırıma dönüşmediği görülmüştür. (KT Portföy, 2019)

Gerek Kuveyt Türk gerekse de Albaraka Türk'ün girişim sermayesi tarafında özellikle fintek alanında girişimcilik merkezlerinin altyapılarını kullanması ciddi kazanım alanı oluşturduğu gözlemlenmektedir. Reel sektör finansmanlarında ise kredi ilişkisinde olunan müşterilere ve firmalara daha rahat erişilebildikleri için ciddi avantajları söz konusudur. Örneğin, yatırımlar menkul kıymetleştirilirse banka şubeleri satış kanalı anlamında ciddi bir kazanım sunabilir.

### **3.6. Girişim Sermayesi ile Girişimcilik Merkezi Koordinasyonu**

Nasıl ki girişim sermayesi fonları için bankaların şube ve dağıtım ağı reel sektör finansmanlarında kazanımsa, dijital, yeni girişimler ve fintekler için de katılım bankalarının girişimcilik merkezleri ciddi bir kazanım alanıdır.

Nitekim girişim sermayesinin özellikle teknoloji tabanlı küçük ölçekli risk sermayesi olarak tanımlanabilecek yatırımlara yönlendirilmesi, girişimlerin finansmana ek olarak koçluk, mentörlük, danışmanlık gibi alanlardaki ihtiyaçları dolayısı ile portföy yönetim şirketleri altında finanse edilmesi zordur. Yeni girişimlerin bahsedilen ihtiyaçları ciddi bir efor ve kaynak gerekmektedir. Portföy yönetimlerinin birçok alandaki menkul kıymet, hisse senedi vs. odakları da düşünüldüğünde girişim sermayesi tarafında küçük ölçekli girişimlere finansman sağlamaları, bu alana odaklanmaları zordur. Ancak, katılım bankalarının girişimcilik merkezlerinden çıkan, bankaların üst yönetimi tarafından bilinen, desteklenen ve belli düzeye ulaşmış olan girişimlerin, girişim sermayesi yatırımı alması daha rahat ve fizibl gözükmektedir.

Gerek fintek ve yeni girişimlerin ihtiyaçları gerekse de portföy yönetim şirketlerinin çeşitli enstrümanları dolayısı ile bu alana odaklanamamaları bu noktada girişimcilik merkezlerini öne çıkarmaktadır. Portföy yönetim şirketlerinin bir girişime yatırım yapabilmesi için o girişimin ürünün en azından “minimum viable product (asgari çalışır ürün)” düzeyine gelmiş olması gerekmektedir. Bu manada, girişim merkezlerinin filtresinden geçmiş, belli bir müşteri kitlesine ulaşmış projelere daha fazla odaklanılması bağlamında, katılım bankalarının girişimcilik merkezlerinin rolü daha da anlamlı hale gelmektedir.

Ayrıca, banka üst yönetimlerinin girişimcilik merkezlerinde ilişki kurdukları, aşına oldukları girişimlere öz kaynak yatırımı yapmaları hiç bilmedikleri firmalara yatırım yapmalarından daha kolaydır. Nitekim risk sermayesi yatırımları daha riskli yatırımlar oldukları için kurulan bu ilişki sonrasında yapılabilecek girişim sermayesi yatırımının önünü açmaktadır.

Görüldüğü üzere gerek girişim sermayesinde gerekse de girişimcilik merkezlerinde katılım bankalarının odakları ve yatırımları söz konusudur. Ancak ortaklık temelli finansman olan girişim sermayesini büyütme hedefi olan katılım bankalarının şu ana kadar neden ortaklık temelli finansmanda istenilen ölçek ve hacme ulaşamadığı ise bir sonraki bölümde incelenecektir.

## 4. BÖLÜM

### ORTAKLIK TEMELLİ FİNANSMAN VE KATILIM BANKALARI

Tezin bu bölümünde, katılım bankaları yöneticileri ile yapılan derinlemesine mülakat yönteminden hareketle katılım bankalarının ortaklık temelli finansmana odaklan(a)mamalarının kök sebepleri analiz edilecek ve ortaklık temelli finansmanı geliştirmelerinin potansiyel kazanımları incelenecektir. Görüşmelerin analizi ve değerlendirilmesinden sonra ortaklık temelli finansmanın geliştirilmesini sağlayacak bir model önerisi sunulacaktır.

#### 4.1. Veri Seti ve Yöntem

Çalışma 2017 Mayıs ve 2017 Ekim ayları içerisinde katılım bankacılığı sektöründe faaliyet gösteren 5 katılım bankasının müdür ve üstü düzeyi yöneticileri ile gerçekleştirilmiştir. Görüşmelerin yapıldığı dönemde sektörde faaliyet gösteren 5 katılım bankasının (Albaraka Türk, Kuveyt Türk, Türkiye Finans, Vakıf Katılım ve Ziraat Katılım) toplamda 25 üst düzey yöneticisi ile görüşülmüştür. Yönetici seçiminde işin icra tarafında sorumluluğu üstlenen müdür düzeyindeki yöneticiler tercih edilmiştir. Görüşülen 25 kişinin, 21 kişisi müdür pozisyonunda 1 kişisi grup müdürü, 3 kişisi ise genel müdür yardımcısı pozisyonundadır. Çalışmanın yapıldığı dönemde 200 civarı olan katılım bankaları üst düzey yönetici sayısı düşünüldüğünde toplam örneklemin %15'i temsil edilmektedir. Katılım bankaları A, B, C, D, E olarak kodlanmıştır. Görüşülen müdürlerin çalıştıkları birimler aşağıda gösterilmiştir.

**Tablo 4.1:** Görüşme Yapılan Müdürlerin Dağılımı

| Banka | Sayı | Görüşülen Müdürlükler |           |                  |               |           |            |        |
|-------|------|-----------------------|-----------|------------------|---------------|-----------|------------|--------|
|       |      | Hazine                | İnovasyon | İnsan Kaynakları | Operasyon     | Pazarlama | Strateji   | Tahsis |
| A     | 7    | Hazine                | İnovasyon | İnsan Kaynakları | Operasyon     | Pazarlama | Strateji   | Tahsis |
| B     | 6    | Hazine                | Operasyon | Pazarlama        | Risk Yönetimi | Strateji  | Şeria Uyum |        |
| C     | 3    | Satış                 | Strateji  | Tahsis           |               |           |            |        |
| D     | 3    | Pazarlama             | Satış     | Tahsis           |               |           |            |        |
| E     | 2    | İç Kontrol            | Satış     |                  |               |           |            |        |

Görüşme yapılan yöneticilerin her bankaya eşit dağılmaması planlı bir tercih olup, iki temel kriter dolayısı ile şekillenmiştir. Birincisi, görüşmelerin yapıldığı dönemde sektöre henüz girmiş olan 2 devlet katılım bankasının sayı ve yönetici olarak görece az olması, ikincisi ise sektörde ortaklık temelli finansman noktasında daha fazla odaklanan bankaların daha fazla temsil edilmesinin sağlanmasıdır. Görüşülen kişilere, elverişli örnekleme ve zincir örnekleme metotlarıyla ulaşılmış olup, görüşmelerde görüşme öncesi belirlenen açık uçlu sorular sorulmuştur. Yarı yapılandırılmış derinlemesine mülakat yönteminin kullanılan görüşmeler 1 saat civarı sürmüştür. Analiz aşamasında, ilk olarak görüşmeler yazılı hale getirilmiş ve yazılı hale getirilen metinler içerik analizi yöntemi ile incelenmiştir. Sonrasında görüşmelerden ulaşılmak istenen ana temalar çerçevesinde ana kategoriler ve alt kategoriler oluşturulmuştur.

#### **4.2. Çalışma Bulguları: Ana Tema, Kategoriler ve Alt Kategoriler**

Ana teması “katılım bankaları açısından ortaklık temelli finansman” olarak belirlenen çalışmada, ilki “ortaklık temelli finansman yerine borç temelli finansmana odaklanma gerekçeleri” ikincisi ise “ortaklık temelli finansmanın yaygınlaşmasının katılım bankalarına katkıları” olarak belirlenen 2 kategori çerçevesinde alt kategoriler belirlenmiştir. Ana tema, kategoriler ve alt kategoriler aşağıda özet halinde gösterilmektedir. Özet tablo ve gösterimden sonra her bir ana kategori çerçevesinde görüşmelerde dile getirilen konular detaylandırılacak olup, sonrasında ana kategoriler çerçevesinde değerlendirmeler yapılacaktır. Detaylı analiz ve değerlendirmelerden sonra ise ortaklık temelli finansmanın gelişimi için katılım bankalarına model ve çözüm önerisinde bulunulacaktır.

**Tablo 4.2:** Ana Tema, Kategoriler ve Alt Kategoriler

| Ana Tema, Kategoriler ve Alt Kategoriler |                                                                                        |           |             |
|------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|-----------|-------------|
| Ana Tema                                 | Katılım Bankaları Açısından Ortaklık Temelli Finansman                                 | Örneklem  | Örneklem %  |
| <b>Kategori 1</b>                        | <b>Ortaklık Temelli Finansman Yerine Borç Temelli Finansmana Odaklanma Gerekçeleri</b> | <b>25</b> | <b>100%</b> |
| Alt Kategori 1                           | Operasyonel Kolaylık                                                                   | 12        | 48%         |
| Alt Kategori 2                           | Uzmanlık Gerekсинimi                                                                   | 10        | 40%         |
| Alt Kategori 3                           | Konvansiyonel Bankalarla Yakınsama                                                     | 9         | 36%         |
| Alt Kategori 4                           | Güven sorunu / Kontrol                                                                 | 9         | 36%         |
| Alt Kategori 5                           | Mevzuat / Yasal Altyapı                                                                | 8         | 32%         |
| Alt Kategori 6                           | Geçmiş Olumsuz Tecrübeler                                                              | 6         | 24%         |
| Alt Kategori 7                           | Müşteri Talepleri                                                                      | 5         | 20%         |
| Alt Kategori 8                           | Hissedar ve Hedef Beklentileri                                                         | 5         | 20%         |
| Alt Kategori 9                           | Vade Uyumsuzluğu                                                                       | 4         | 16%         |
| Alt Kategori 10                          | Risk Yönetimi                                                                          | 4         | 16%         |
| Alt Kategori 11                          | Finansal Öngörü Zorluğu                                                                | 1         | 4%          |
| Alt Kategori 12                          | Ekonomik Stabilizasyon İhtiyacı                                                        | 1         | 4%          |
| Alt Kategori 13                          | Ticari Faaliyetlere Uygunluk                                                           | 1         | 4%          |
| Alt Kategori 14                          | Kayıtdışı Ekonomi                                                                      | 1         | 4%          |
| Alt Kategori 15                          | Yeni İş Modeli Gerekсинimi                                                             | 1         | 4%          |
| <b>Kategori 2</b>                        | <b>Ortaklık Temelli Finansmanın Yaygınlaşmasının Katılım Bankalarına Katkıları</b>     | <b>25</b> | <b>100%</b> |
| Alt Kategori 1                           | Karlılık / Gelir Artışı                                                                | 12        | 48%         |
| Alt Kategori 2                           | Algı Katkısı                                                                           | 9         | 36%         |
| Alt Kategori 3                           | Reel Ekonomiye Daha Güçlü Bağ                                                          | 8         | 32%         |
| Alt Kategori 4                           | Büyüme ve Rekabet Avantajı                                                             | 7         | 28%         |
| Alt Kategori 5                           | İstihdam ve Ekonomik Büyümeye Katkı                                                    | 7         | 28%         |
| Alt Kategori 6                           | Çalışma Esasına Uygunluk / Motivasyon Katkısı                                          | 5         | 20%         |
| Alt Kategori 7                           | Müşteri Kazanımı                                                                       | 5         | 20%         |
| Alt Kategori 8                           | Yetkinlik Kazanımı                                                                     | 3         | 12%         |
| Alt Kategori 9                           | Düşük NPL (Sorunlu Alacak)                                                             | 3         | 12%         |
| Alt Kategori 10                          | Vade Uyumu Katkısı                                                                     | 2         | 8%          |

#### 4.2.1. Kategori 1'in Detaylandırılması: Ortaklık Temelli

##### Finansman Yerine Borç Temelli Finansmana Odaklanma Gerekçeleri

Katılım bankalarına yöneltilen en önemli eleştirilerin başında ortaklık temelli finansmanın ciddi bir zemin bulamamasıdır. Nitekim ortaklığa dayalı öz kaynak yatırımının daha İslami olduğu yönünde kamuoyunda bir algı söz konusudur. Bununla birlikte katılım bankaları yöneticileri ile yapılan görüşmelerde alım satıma dayalı olan murabaha finansmanının da İslami olduğuna değinilmiştir. Mülakat yapılan yöneticilerden biri ortaklık temelli finansmanın katılım bankalarının özüne daha uygun olmasına yönelik olarak şunu ifade etmiştir:

*“Ortaklık temelli finansmanın katılım bankalarının özlerine daha uygun olduğunu nereden biliyoruz? Bunu bence tartışmalıyız. Dolayısıyla elbette burada ortaklık finansman yönteminin daha İslami olduğuyla ilgili bir algı var, bu doğru. Ama bu diğerlerinin yani borç temellinin İslam’a uygun olmaması yönünde algılanmamalı.”*

Bununla birlikte görüşmelerde katılım bankalarının murabahayı ilk uyguladıkları günden bugüne murabahanın geçirdiği süreç ve serüvenin murabaha ile ilgili soru işaretleri attırdığına değinilmiştir. Ayrıca görüşmelerde mevzuat, regülasyon, müşteri/hissedar beklentileri, vade uyumu gibi dinamikler dolayısı ile katılım bankalarının topladığı fonların büyük bir kısmının bu alanlarda değerlendirilmesinin pek de kolay ve mümkün olmadığı görüşü ağır basmaktadır. Her ne kadar son dönemlerde girişimcilik merkezleri ve girişim sermayesi gibi alanlarda katılım bankalarının istekli olduklarına değinilse de önümüzdeki dönemde de ortaklık temelli finansmanın toplam finansman içerisindeki payının sınırlı kalacağı görüşü hâkimdir.

Görüşmelerde dile getirilen katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı tercih etmemelerinin (borç temelli finansmanı tercih etmelerinin) gerekçeleri aşağıda alt başlıklar halinde incelenecektir. 3'den fazla kişi tarafından dile getirilen aynı

gerekçeler ayrı başlıklar altında incelenecek iken, 3 ve 3 den az kişi tarafından dile getirilen gerekçeler “diğer” başlığı altında incelenecektir.

**Operasyonel Kolaylık:** Görüşülen 25 kişiden 12’si (%48) katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanına odaklanmamasının gerekçesi olarak operasyonel kolaylığı dile getirmiştir. Operasyonel kolaylık diyenler aşağıdaki gerekçeleri ileri sürmüşlerdir:

- Borç temelli finansmanın daha hızlı sonuçlanması, etkilerinin hemen görülebilmesi, detaylı bir karlılık analizi ve düzenli takip gerektirmemesi
- Konvansiyonel bankacılığın zaten kullandığı modellerin kolayca adapte edilebilmesi ve yıllardır alışlagelmiş pratik bir yönteminin olması
- Ortaklık temelli finansmanın ayrıntılı proje analiz, öngörü, senaryo çalışması gerektirmesi

Genel olarak borç temelli finansman yöntemlerinin operasyonel olarak daha kolay ve pratik olduğuna değinilmiştir. Ayrıca borç temelli finansmanda fon kullandırılan müşteri borcunu ödediği sürece müşteri ile başka bir hukuki bağ kurulmadığı ve bu durumun da yönetimi ve operasyonu daha kolay bir model oluşturduğuna değinilmiştir. Ortaklık temelli finansmanda ise müşteri ile kurulan ortaklık ilişkisinin banka tarafından yönetilmesinin mevcut bankacılık modelinin alışkın olmadığı bir iş ve operasyon modeli olduğuna değinilmektedir.

**Uzmanlık Gereksinimi:** Görüşülen 25 kişiden 10’u (%40) katılım bankalarının ortaklık temelli finansmana odaklanamamasının gerekçesi olarak ortaklık temelli finansmanın kullanıldığı alanlar itibariyle teknik, bilgi ve tecrübe bakımından uzmanlık gerektirmesini dile getirmiştir. Uzmanlık gereksinimi diyenler aşağıdaki gerekçeleri ileri sürmüşlerdir:

- Katılım bankalarının sermaye piyasaları ve yatırım ürünlerine hâkim, karlılık analizlerini ve iş süreçlerini detaylandırabilecek, ortaklık temelli finansman süreçlerinin gerektirdiği birebir yoğun takibi sağlayacak yetişmiş insan kaynağının bulunmaması

- Ortaklık kurulan her firma için ayrı uzman istihdamı gerekmesi

Cevaplar detaylı bir şekilde incelendiğinde, uzman personel açığının bu alanın gelişmesinin önünde bir engel olduğu anlaşılmaktadır. Ortaklık temelli finansmanın az tecrübe edilmesi ve ilk tecrübe edildiği zamanlarda bir takım başarısızlıkların oluşması nedeniyle bu alanda uzmanlaşmış insan kaynağında eksik kalındığına değinilmiştir. Ayrıca bankaların kredilerdeki gibi ortaklık temelli finansman yapacakları alanlarda da risklerini dağıtabilmeleri için her sektörden uzmanların bankalarda istihdam edilmesi gerektiğine ve bunun da finansal olarak fizibl olmadığına değinilmiştir. Bunun yanı sıra mevcut çalışanların, kredi tahsis ve satışı üzerine kurulan bir model üzerinde çalışma geçmişlerine ve mevcut çalışanların bir anda eğitilmesinin mümkün olmadığına vurgu yapılarak kısa vadede borç temelli finansmandan ortaklık temelli finansmana geçişin mümkün olmadığına değinilmiştir.

**Konvansiyonel Bankalarla Yakınsama:** Görüşülen 25 kişiden 9'u (%36) katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı kullanmamasının gerekçesi olarak konvansiyonel bankalarla olan rekabeti, rekabetin tetiklediği katılım bankalarının konvansiyonel bankalara yakınsamasını öne sürmüştür. Mevduat bankaları ile benzeşmeyi ortaklık temelli finansmanın gelişmesinin önünde bir engel olarak görenler aşağıdaki gerekçeleri ileri sürmüşlerdir:

- Borç temelli finansman modellerine olan alışkanlığın ve katılım bankaları ile konvansiyonel bankalar arasındaki rekabetin katılım sektörünü geleneksel bankacılığa benzeme yönünde zorlaması
- Konvansiyonel bankacılık modellerinin adapte edilmesinin inovatif bir çözüm getirmekten daha kolay olması
- Borç temelli finansmanda gerek operasyonel süreçlerin gerekse çalışanların transfer edilmesinin kolaylığı

İleri sürülen gerekçelerde konvansiyonel bankalara benzemenin yoğun rekabet sonucunda oluşan bir ihtiyaç olarak vurgulandığı görülmektedir. Denenmiş ve test edilmiş yöntemler oldukları için bu ürünleri geliştirmenin, İslamileştirmenin,

inovasyon yapmaktan, yeni ürünler ve alanlar geliştirmekten daha kolay olduğuna değinilmiştir.

**Güven Sorunu / Kontrol:** Görüşülen 25 kişiden 9'u (%36) katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı kullanmamasının gerekçesi olarak katılım bankaları ve firmalar arasında kurulması zor olarak değerlendirilen güven sorununu öne sürmüştür. Güven sorunu diyenler aşağıdaki gerekçeleri dayanak yapmışlardır:

- Ortaklık kurulan firmaya tek taraflı olarak güvenme zorunluluğu
- Piyasada dürüstlük ve ahlak kurallarının tam uygulanamaması
- Güven sorunun sıkı takibi zorunlu kılması
- Denetleme/kontrol mekanizmalarının gelişmemiş olması
- Geçmiş tecrübelerin güven sorununu derinleştirmesi

Cevaplar detaylı bir şekilde incelendiğinde, ortaklığın temelinde mutlaka tesis edilmesi gereken karşılıklı güvenin oluşmasının zor olduğuna değinilmiştir. Aşağıdaki gibi cevap belirten kişi hem özeleştiri yapmış, hem de müşteriler nezdindeki güven sorununa değinmiştir:

*“Ortaklık temelli fon kullandırmanın yaygınlaşmaması hususunda kabahatin tamamı katılım bankalarına ait değil. Katılım bankalarını zorlayan birtakım nedenler var. Bunu geçmişte denediler fakat başarılı olamadılar. Bu başarısızlığın ilk nedeni piyasada dürüstlük ve ahlak kurallarının tam uygulanamamasından dolayı bir güven sorunu olmasıdır.”*

Ayrıca borç temelli finansmanda finansörün kendisini çeşitli garantilerle teminat altına alıp, finanse ettiği tutarı garanti altına aldığı, ortaklık temelli finansmanda bu durumun olmadığı, hukuki bağlayıcılıkları olan uzun süreli iş ilişkileri geliştirilmiş olduğu vurgulanmaktadır. Uzun süreli ilişkinin temelinde gerekli olan ortağa güven duygusu ve kontrol mekanizmaları gereksinimlerinin ortaklık temelli finansmanın gelişmesinin önünde bir engel olarak görülmüştür.

**Mevzuat / Yasal Altyapı:** Görüşülen 25 kişiden 8'i (%32) katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı kullanmamasının gerekçesi olarak katılım bankalarının uyması gereken mevzuatın ve yasal düzenlemeleri ileri sürmüştür. Bağlı oldukları mevzuat / yasal altyapı diyenler aşağıdaki gerekçeleri dayanak yapmışlardır:

- Bağlı olunan mevzuatın borç temelli finansmana göre dizayn edilmesi
- Borç temelli finansmanın hukuki bağlayıcılığının ortaklık temelliye nazaran sınırlı olması
- Ülkemizde ortaklık temelli finansmana uygun yasal altyapının bulunmaması ve regüle edilmesinin zorluğu
- Bankacılık kanununda yer alan yaptırımların kısıtlayıcı etkisi

Görüşmelerde mevzuat ve yasal altyapı genel bir engelleyici faktör olarak görülürken, mevzuatın sınırlayıcı alanları ile ilgili somut açıklama ve detaylara değinilmemiştir.

**Geçmiş Olumsuz Tecrübeler:** Görüşülen 25 kişiden 6'sı (%24) katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı kullanmamasının gerekçesi olarak geçmişte yaşanan olumsuz tecrübeleri göstermiştir. Geçmiş olumsuz tecrübeler diyenler aşağıdaki gerekçeleri dayanak yapmışlardır:

- Geçmişte sistemi suiistimal etmek isteyen müteşebbisler
- Geçmiş tecrübelerin çoğundan zarar edilmesi

Yaşanmış olumsuz tecrübelerin katılım bankalarının ortaklık temelli finansmana olan kurumsal yaklaşımını etkilediği anlaşılmaktadır. Geçmiş olumsuz tecrübelerin ortağa güven ve kontrol gereksinimi alt kategorisi ile de çokça ilintilidir.

**Müşteri Talepleri:** Görüşülen 25 kişiden 5'i (%20) katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı kullanmamasının gerekçesi olarak müşteri taleplerinin (fon yatıran müşterilerinin) daha ziyade borç temelli finansman yönünde olmasını

söylemiştir. Müşteri taleplerini gerekçe olarak gösterenler aşağıdaki sebepleri dayanak yapmışlardır:

- Toplumun yatırım alışkanlığının borç temelli finansmana yönelik olması
- Ortaklık temelli finansmanın kısa vadede tasarruf sahiplerinin getiri beklentisine cevap verememesi

Cevaplar detaylı bir şekilde incelendiğinde, katılım bankaları müşterilerinin de esasen günümüz ekonomik sisteminin etkisinde klasik bankacılık modellerini talep ettiği değerlendirilmektedir. Cevaplardan biri bu konuya değinmiştir:

*“Bunun nedeni de özellikle parasını yatıran insanların beklentileridir. Mesela Türkiye’de tasarruf mevduatı sigorta fonu tarafından 100.000 TL’ye kadar olan mevduatlar sigortalanmaktadır. Dolayısıyla bu insanlar muhakkak ne kadar İslami düşünseler de yatırdıkları para neticesinde belli bir getiri, belli bir pay, kar payı beklemektedirler.”*

Cevap veren kişi mudilerin tahmini bir getiri bekleme noktasındaki taleplerini dile getirirken TMSF mevduat garantisinin ise müşteriler nezdinde bir tercih sebebi olarak görüldüğünü söylemiştir. Ortaklık temelli finansmanda, finansman talep edenler tarafındaki eğilimlere ise değinilmemiştir.

**Hissedar ve Hedef Beklentileri:** Görüşülen 25 kişiden 5’i (%20) katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı kullanmamasının gerekçesi olarak hissedar ve hedef beklentilerinin borç temelli finansman yönünde olmasını göstermişlerdir. Hissedar ve hedef beklentileri diyenler aşağıdaki gerekçeleri vurgulamışlardır:

- Bankaların risk rasyolarına borç temelli finansman modelinin daha uygun olmasının hissedar beklentilerini şekillendirmesi
- Konvansiyonel bankaların başarılı düzeyi
- Hissedarların finansal başarı ölçütleri olması

Cevaplar detaylı bir şekilde incelendiğinde, hissedarların banka üst yönetimlerine vermiş oldukları kar hedeflerinin, yöneticileri sorumluluk ve hesap verme endişesiyle finansal ve hukuksal sonuçları daha net bilinen yol olan borç temelli finansmana yönelttiği anlaşılmaktadır. Yıllardır alışlagelmiş borç temelli finansmanın operasyonel kolaylığı, pratik ve güvenli yöntem olarak görülmesi hissedar ve dolayısı ile üst yönetimleri mevcudu en iyi şekilde işletme yönünde etkilediğine değinilmiştir.

**Vade Uyumsuzluğu:** Görüşülen 25 kişiden 4'ü (%16) katılım bankalarının ortaklık temelli finansmandan ziyade borç temelli finansmana yönelmelerinin gerekçesi olarak vade uyumsuzluğunu ileri sürmüştür. Vade uyumsuzluğu cevabını verenler aşağıdaki gerekçeleri göstermişlerdir:

- TL cinsi uzun vadeli kaynak bulma sıkıntıları
- Ortalama 75-90 gün vadeyle fon toplayan katılım bankalarının uzun vadeli riske girmesinin uyumsuzluk yaratması

Genel olarak, kısa vadeli fonlarla uzun vadeli ve geri dönüşü ne zaman olacağı belli olmayan finansman ve ortaklık yöntemlerine katılım bankalarının finansman ayırmalarının mümkün olmadığına değinilmiştir.

**Risk Yönetimi:** Görüşülen 25 kişiden 4'ü (%16) katılım bankalarının borç temelli finansmana yönelmelerine sebep olarak bu finansman türünün daha az riskli olmasını belirtmiştir. Risk yönetimi cevabını verenler aşağıdaki gerekçeleri göstermişlerdir:

- Tasarruf sahiplerinin uzun vadeli riske giren katılım bankalarına karşı algılarının bozulma olasılığı
- Banka üst yönetimlerinin sermayedarlara karşı olan hedef tutturma sorumlulukları
- Ortaklık temelli finansmanın getiri dönüş süresinin uzun olması

Görüşmelerde bankacılığın etkin bir risk yönetimi gerektirdiği ve bunun regülasyonel olarak da çerçevelendiği için katılım bankalarının riskin görece daha düşük olduğu borç temelli finansmana yöneldiği anlaşılmaktadır.

**Diğer:** Görüşülen 25 kişiden 1'er kişi katılım bankalarının borç temelli finansmana yönelmelerine sebep olarak aşağıdaki konulara değinmiştir:

- Ortaklık temelli finansmanda öngörü zorluğu
- Ortaklık temelli finansman için daha istikrarlı bir ekonomik ortam olması gerekliliği
- Murabahanın hem ticari faaliyetler hem de varlık alımları için daha uygun bir finansman olması
- Kayıt dışı ekonominin ortaklık temelli finansmana engel olması
- Ortaklık temelli finansman için geleneksel bankacılık modelinden farklı bir model gereksinimi

Finansal öngörü, istikrar, kayıt dışı ekonomi gibi makroekonomik şartlar ve finansal piyasaların genel durumunun da ortaklık temelli finansmanın yaygınlaşmasında engel olarak görülmektedir.

#### **4.2.2. Kategori 1'in Değerlendirilmesi: Ortaklık Temelli**

##### **Finansman Yerine Borç Temelli Finansmana Odaklanma Gerekçelerinin Değerlendirilmesi**

Faizsiz finansın özü, ortaklık olarak görülse de ekonominin işleyişi içerisinde finansal ihtiyaçların tamamının ortaklık modeli ile çözümü mümkün değildir. Bu minvalde faizsiz finans, hibrit bir finansman modeli olarak iki alanı da kuşatmalı ve ekonomik aktörlere her türlü ihtiyaçları için faizsiz ürün ve hizmet alternatifleri geliştirmeye ve sunmaya çabalamalıdır. Murabaha ürününün kullanım sıklığı tartışılmakta olan bir problem olmakla birlikte, çok eski tarihlerde de kullanılan

finansal bir ürün olması, vadeli satışlardan elde edilen vade farkı/kar payı temeline dayanan bu ürünün reel bir ekonomik ihtiyaca cevap verdiğini göstermektedir.

Dolayısı ile geçmişte olduğu gibi önümüzdeki dönemlerde de müşterilerin sabit maliyetli finansman talepleri devam edecektir. Bu sabit maliyetli finansman taleplerinin de fıkha uygun yollarla karşılanması gerekmektedir. Bu bağlamda katılım bankalarının tamamı ile ortaklık temelli bir finansman sistemi kurmak yerine, ortaklık temelli finansmanı da gerektiğinde kullanılabilir bir ürün ve hizmet olarak geliştirmeleri ve bu finansman türünü de hazır tutmaları gerekmektedir. Dolayısıyla öncelikle katılım bankalarının neden borç temelli finansmana odaklandıklarına değil, neden aynı zamanda ortaklık temelli finansmana odaklanmadıkları sorusuna cevap bulunmalıdır.

Bu cevapların bulunması maksadı ile yapılan görüşmelere gör, katılım bankaları operasyonel zorluklar, uzmanlık gereksinimi, konvansiyonel bankalarla yakınsama, ortaklara güven sorunu, mevzuatsal engeller, geçmiş olumsuz tecrübeler, paydaş beklentileri, vade uyumsuzluğu etkileri, risk yönetimi, finansal öngörü zorluğu, ekonomik istikrar ihtiyacı, ticari faaliyetlere uygunluk, kayıtdışı ekonomi, yeni iş modeli gereksinimi gibi gerekçelerle ortaklık temelli finansmana odaklanmamış, borç temelli finansmanda derinleşmişlerdir. Her ne kadar belirtilen gerekçelerin hepsi önemli olsa da tarafımızca en önemli görülen gerekçeler; uzmanlık gereksinimi, paydaş (müşteri ve hissedar) beklentileridir.

Ortaklık temelli finansmanın gelişimini en çok etkileyen konulardan biri uzmanlık gereksinimidir. Şu ana kadar katılım bankalarının ortaklık temelli finansmana odaklanmamaları dolayısı ile bu alanda bir uzmanlık alanı gelişmemiştir. Sadece inşaat tarafında belli bir uzmanlık gelişimi sağlansa da bu durum gerek regülasyonların çerçevelediği risk dağılımını sağlayacak gerekse de arzu edilecek ortaklık temelli finansman ölçeğine ulaştıracak boyutta değildir. Reel sektör bilançolarının gerçekliği yansıtması ile ilgili soru işaretlerinin olduğu bir ortamda doğal olarak uzmanlık gereksinimi ortaya çıkmaktadır.

Diğer önemli konu ise paydaş beklentileridir. Mevcut modelde katılım bankaları müşterilere sabit bir getiri vaad etmese de belli bir düzeyde getiri ve getirinin ne yönde şekilleneceği kredi reeskontları dolayısı ile tahmin edilebilmektedir. Bu durum da fon yatıran müşterilerin belli bir düzeyde getiri elde etme beklentisini karşılamaktadır. Fon talebi noktasında ise belli bir talep olsa da finansmana erişimde problem yaşamayan müşteriler, potansiyel getirisi yüksek işlerde getiriye paylaşmak istememektedir. Geriye ya getiri oranları düşük, riski büyük ya da teminatı olmayan müşteriler kalmaktadır ki bu durum da katılım bankalarının bu alandaki iştahlarını etkilemektedir. Ayrıca ortaklık temelli finansman getirilerinin belirsizliği, hukuki bağlayıcılığı, borç temelli finansmanın hedef ve regülasyonel beklentileri karşılama gücü katılım bankalarının hissedarlarını ortaklık temelli finansman yerine borç temelli finansmana yöneltmektedir.

Ayrıca görüşmelerde bahsedilen gerekçelerin bir şekilde birbirlerini etkilediği bir durum söz konusudur. Örneğin konvansiyonel bankalarla yakınsama, mevzuat ve müşteri beklentilerinden etkilendiği gibi, uzmanlık gelişimini de engellemekte ve ortaklık temelli finansman yerine borç temelli finansmanın gelişimine zemin hazırlamaktadır.

Katılım bankalarını çerçeveleyen birçok husus, konu, paydaş var iken, öncelikle katılım bankalarından beklentilerin net bir şekilde ortaya konmasında fayda vardır. Bu noktada katılım bankalarının borç temelli finansmanı yoğun kullanmakta olduğu ve kurulan modelinin de bu minvalde olduğu unutulmamalıdır. Her ne kadar katılım bankaları murabaha finansmanı ile konvansiyonel bankaların kredi mekanizmasından birçok noktada ayrışsa da insan kaynağı, model, regülasyon ve paydaşların beklentileri bu model çerçevesinde gelişmiştir.

Dolayısı ile katılım bankalarının mevcut iş modelleri düşünüldüğüne ortaklık temelli finansmanın katılım bankalarının bünyelerinde modellenmesi katılım bankalarını zorlayabileceği gibi rasyonel de gözükmemektedir. Ancak, bununla birlikte gerek risk paylaşımının sağlanmasının İslami finansın özüne daha uygun olması gerekse de yeni teknolojilerin ortaklık finansmana önem kazandırması neticesinde ortaklık temelli finansmanın geliştirilmesi ve yaygınlaştırılması

gerekmektedir. Bu bağlamda katılım bankalarından, ortaklık finansmanın sağlamaları değil, ortaklık finansmanının destekleneceği, mekanizmasının ve ekosisteminin kurulacağı bir yapı oluşturulması beklenmelidir. Ayrıca mevcut kurumların gerek altyapılarını, gerek kültürlerini, gerekse de yetenek setlerini dönüştürmek çok uzun vadeli işler olabileceği gibi dönüşüm esnasında çıkabilecek problemlerin kazanımların da ötesinde yıkıcı olabileceği sebepleri ile özellikle teknoloji girişimlerine yapılan ortaklık yatırımlarının başlangıçta farklı format, yapı, organizasyonlarda konumlandırılması daha anlamlı olacaktır.

#### **4.2.3. Kategori 2'nin Detaylandırılması: Ortaklık Temelli Finansmanın Yaygınlaşmasının Katılım Bankalarına Katkıları**

Görüşmelerde katılım bankalarının ortaklık yoluyla finansman sağlamaları veya uygun bir modelle ortaklık temelli finansmanı yaygınlaştırmaya çalışmalarının katılım bankalarına birçok katkısının olacağına değinilmiştir. Bunlar; karlılık/gelir artışı, algı katkısı, reel ekonomiye daha güçlü bağ, büyüme ve rekabet avantajı, istihdam ve ekonomik büyümeye katkı, çalışma esasına uygunluk / motivasyon katkısı, müşteri kazanımı, yetkinlik kazanımı, düşük sorunlu alacaklar portföyü ve vade uyumu katkısı olup aşağıda detaylı incelenecektir.

Görüşmelerde genel olarak kazanımlardan bahsedilirken, riskler de vurgulanmıştır. Her bir riske detaylı olarak girilmeyecek olsa da bahsedilen bir riskin yönetilmesi ile ilgili olarak sunulan çözüm önerisinin, tezimizin de çözüm önerisinin bir kısmı olduğu için buna değinmekte fayda var:

*“Yaygınlaşırsa toplumdaki katılım bankalarının daha İslami olduğu algısı güçlenir. Katılım bankaları reel sektörün içerisine daha fazla girebilirler. Bunlar sağlam bir şekilde ve çok miktarda yapılırsa karlılıkları artabilir. Bunlar olumlu tarafları. Eğer bunlar dikkatli bir şekilde kontrol edilemezse ciddi manada zarar da edebilirler. Dolayısıyla aslında aktiflerinin belli bir kısmını buna ayırarak yavaş yavaş burada bir genişleme söz konusu olabileceğini düşünüyorum. Yeni*

*çıkan girişim sermayesi fonlarının buna ciddi bir altyapı sağlayabileceğini düşünüyorum.”*

Görüşmelerde bu minvalde girişim sermayesi fonlarının düşük tutarlı finansman ihtiyaçları ve yüksek potansiyelli kazanımlarına değinilerek bu doğrultuda yönlendirmeler yapılmıştır. Ancak yeni girişimlerin daha riskli görülmesi kaynaklı olarak katılım bankalarının ilk etapta tecrübesi olan firmalarla ortaklık yapmasının daha anlamlı olduğunu belirtenler de olmuştur.

Görüşmelerde dile getirilen ortaklık yoluyla finansman sağlamalarının katılım bankalarına potansiyel katkıları aşağıda alt başlıklar halinde incelenecektir. 3’den fazla kişi tarafından dile getirilen aynı gerekçeler ayrı başlıklar altında incelenecek iken, 3 ve 3 den az kişi tarafından dile getirilen gerekçeler “diğer” başlığı altında incelenecektir.

**Karlılık / Gelir Artışı:** Görüşülen 25 kişiden 12’si (%48) katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı kullanması neticesinde karlılıklarını artıracaklarını ileri sürmüştür. Karlılık ve gelir artışı yaşanacağını ileri sürenler aşağıdaki noktalara değinmişlerdir:

- Reel sektörle olan ilişkilerin geliştirilmesi neticesinde bankacılık hacminde artış
- Uzun vadeli karlılığa pozitif katkı
- Yüksek riskliliğe paralel karlılık oranlarının da yüksek olması
- Ürün ve yatırım çeşitliliğin arttırılmasının getirdiği kazanımlar

Görüşmelerde katılım bankalarında uygulanan ortaklık temelli finansman ürünlerinin yüksek karlılık oranlarıyla çalışıldığına değinilmiştir. Çalışmaya katılan katılım bankası yöneticileri bu yatırımlarda karlılığın yüksek olduğunu, bunu finanse ettikleri muşaraka ve mudaraba projelerinden tecrübe ettiklerini belirtmişlerdir.

**Algı Katkısı:** Görüşülen 25 kişiden 9’u (%36) katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı kullanması neticesinde toplumda katılım bankalarına yönelik

algının pozitif yönde değişeceğini ileri sürmüştür. Katılım bankacılığının İslami prensiplere uyumlu olduğu algısının güçleneceğini ileri sürenler gerekçelerini aşağıdaki gibi sıralamışlardır:

- Klasik bankalardan ciddi manada ayrışacak olması
- Konvansiyonel modellerde yaygın olmamasının İslami olduğu algısına katkıda bulunacağı
- Katılım bankalarının gerçek ticaretin içinde bir reel sektör aktörü olduğu algısı
- Faizsiz bankacılığın inandırıcılığına katkıda bulunması

Görüşmelerde katılım bankalarının fon toplama tarafında sukuk, vekale gibi ürünleri hariç büyük çoğunlukla ortaklık temelli, mudarabaya dayalı bir mekanizma olduğu için fon toplama tarafına ciddi eleştiriler gelmediği belirtilmektedir. Daha ziyade kredi mekanizmasına benzemesi dolayısı ile murabaha yöntemine gelen eleştirilerin yoğunlukta olduğuna değinilmiştir. Katılım bankalarının finansman sağlama tarafında ortaklık mekanizmasını belli ölçüde devreye alabilmeleri ve farklı formlarda da olsa ortaklık temelli finansmanı desteklemeleri ile bu eleştirilerin azalabileceği belirtilmiştir.

**Reel Ekonomiye Daha Güçlü Bağ:** Görüşülen 25 kişiden 8'i (%32) katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı kullanması ile reel ekonomiye daha fazla katkıda bulunabileceklerini ve reel sektörle aralarındaki güçlü bağları daha da güçlendirebileceklerini belirtmiştir. Katılım bankalarının reel ekonomiyle daha güçlü bağ kuracağını söyleyenler aşağıdaki unsurlara değinmişlerdir:

- Farklı farklı sektörlerde kurulan ortaklıklar sonucu reel sektöre dair bilgi birikimin artacak olması
- Bir işi desteklemekten ziyade ortaklık kurmanın işin sahiplenmesini kolaylaştırması

- Finansal bilgi ile saha bilgisinin aynı potada eritilmesinin katılım bankacılığına ciddi katma değer katacak olması
- Sektör bilgisinin artmasıyla etkin risk yönetimi ve erken uyarı sistemlerinin geliştirilmesi

Görüşmelerde bankaların her ne kadar reel sektörü takip ettikleri ve izlediklerine değinilse de ortaklık temelli finansman ile bankaların daha farklı derinlik ve frekansla reel sektörü izleyecekleri ve takip edecekleri vurgulanmıştır. Nitekim bankalar ortak oldukları müşteri ve sektörle ilgili tüm detayları bilme ve öğrenme ihtiyacı içerisinde olacakları için reel ekonomin daha da içerisinde olacaklardır. Bu yöndeki önemli bir cevap şöyledir:

*“Risk yönetimi merkezli finansmandan, iş üretimi ve iş ortaklığı merkezli finansman modeline geçmek anlamına gelir. Bu da ekonomik değer üretiminin sadece parasal büyüklüklerinin değil; arz, talep, değer zinciri, lojistik ve tedarikçi zinciri gibi tüm iktisadi dinamiklerini kavrama ve ticari olarak nüfuz etme kabiliyeti verir”*

**Büyüme ve Rekabet Avantajı:** Görüşülen 25 kişiden 7’si (%28) katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı kullanması sayesinde büyüme rakamlarında rekabet avantajı sağlayacağını düşünmektedir. Katılım bankalarının büyüme rakamlarında artış olacağını düşünenler aşağıdaki gerekçelere değinmişlerdir:

- Uzun vadeli yatırımların daha geniş bir bankacılık iş hacmi olarak yansıyacak olması
- Karlılıkların artmasıyla daha fazla kar dağıtılması ve bu sayede müşteri tabanını genişleyecek olması
- Gelir kaynağı çeşitliliğinin artmasının oluşturacağı rekabet avantajı

Görüşmelerde borç temelli finansmana ek olarak katılım bankalarının ortaklık temelli finansman sağlamalarının yeni müşteri kitlesine ulaşım ve nihayetinde katılım bankalarına büyüme ve rekabet avantajı sağlayacağına değinilmiştir.

**İstihdam ve Ekonomik Büyümeye Katkı:** Görüşülen 25 kişiden 7'si (%28) katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı kullanmasının ülke istihdamına ve iktisadi kalkınmaya katkısının daha olumlu olacağını düşünmektedir. Ülke ekonomisine ve istihdama daha güçlü destek olacağını düşünenler aşağıdaki gerekçelere değinmişlerdir:

- Ortaklık temeli finansmanın üretime, Ar-Ge'ye, katma değeri yüksek projelere yoğunlaşması
- Ülke ekonomisi için proaktif bir rol oynama
- Ülkemiz için gerçek ticareti esas alan, etkin risk yönetimiyle yürütülen, sağlam ve spekülatif olmayan, sürdürülebilir bir büyüme modelinin desteklenmesi

Her ne kadar yukarıda bahsedilen katkılar katılım bankalarına olan direkt katkıları işaret etmese de görüşmelerde büyüme ve istihdamın arttığı ekonomik ortamın, daha sağlıklı finansal piyasalar oluşmasına ve bunun da katılım bankalarına pozitif yansıtacağına değinilmiştir.

**Çalışma Esasına Uygunluk / Motivasyon Katkısı:** Görüşülen 25 kişiden 5'i (%20) ortaklık temelli finansmanın katılım bankalarının çalışma model ve prensiplerine daha uygun olduğuna ve bunun da katılım bankalarının çalışan ve paydaşlarına motivasyon katkısı sunacağına vurgu yapmıştır. Ortaklık temelli finansmanın katılım bankacılığı modeline daha uygun olduğunu ve motivasyon katkısı sunacağını dile getirenler aşağıdaki noktalara temas etmiştir:

- Yıllardır konvansiyonel borç temelli ürünlerin bir yansıması olduğu yönünde eleştirilen murabaha yerine ortaklık temelli finansmanın da kullanılmaya başlamasının çalışma esasına daha uygun olacağı
- Katılım bankacılığının hak ettiği yere gelmesiyle mevcut çalışanların motivasyonlarının artacak olması

Görüşmelerde geneli itibariyle murabaha finansmanının fıkhen bir sıkıntısı olmadığı ve konvansiyonel banka kredilerinden ayrıştığı yönünde kanaat olsa da, krediye benzeyen finansmanda ziyade özkaynak temelli riskin paylaşıldığı bir finansman modelinin uygulanmasının ve desteklenmesinin başta katılım bankaları çalışanları olmak üzere paydaşları motive edeceğine değinilmiştir.

**Müşteri Kazanımı:** Görüşülen 25 kişiden 5'i (%20) ortaklık temelli finansmanın katılım bankalarının müşteri tabanını genişleteceğini ve bankacılık iş hacmini artıracaklarını düşünmektedir. Ortaklık temelli finansmanın katılım bankacılığı modeline daha fazla müşteri kazandıracağını dile getirenler aşağıdaki noktalara temas etmiştir:

- Yüksek risk/getiri sonucu toplam karın artmasıyla tasarruf sahibine fazla kar payı dağıtılacak olması
- Mevcut katılım bankacılığına konvansiyonellere benzediği gerekçesiyle uzak duran kesimin kazanılması

Görüşmelerde her ne kadar katılım bankalarının İslami prensipler çerçevesinde bankacılık hizmeti verseler de, müşteri profilinin yeknesak olmadığına dağıtılan kar pay getirileri rekabetçi bir seviyeye geldiğinde toplumun her kesiminden daha fazla müşteri çekeceğine değinilmiştir. Ek olarak çeşitli gerekçelerle henüz faizsizlik prensibi noktasında ikna edilememiş müşteri kitlesinin ortaklık temelli finansmanın oluşturacağı “farklılık” algısı ile birlikte katılım bankalarına daha fazla rağbet göstereceğine değinilmiştir.

**Diğer:** Görüşülen 25 kişiden 3 kişi ortaklık temelli finansmanın katılım bankalarının bilgi ve beceri düzeylerini arttıracaklarını düşünmektedir. Yine görüşülen 25 kişiden 3 kişi ortaklık temelli finansman yönteminde katılım bankalarının reel sektörle artacak olan ilişkilerinden dolayı katılım bankalarının daha düşük sorunlu alacak portföyüne sahip olacaklarını belirtmiştir. Görüşülen 25 kişiden 2 kişi ise ortaklık temelli finansmanın katılım bankalarının vade uyumsuzluğu meselesini ortadan kaldıracağını belirtmiştir.

Mevcut fon yapısı içerisinde katılım bankaları tarafından ortaklık temelli finansman yapılması vade uyumsuzluğunu artıracak olsa da, cevapta bu gelişmelerin fon tarafını da dönüştürecek etkiye sahip olacağı iddia edilmektedir. Bu noktada görüşülenlerden biri bu yönde şu cevabı vermiştir:

*“Bugün Türkiye’de halen katılım bankacılığı modeline güvenemediği için parasını yastık altında tutan bir kesim bulunmaktadır. Bu kesim için katılım bankalarının kuracağı, doğrudan bazı projelere ortak olabilecekleri özel fon havuzlarının çok cazip olacağını düşünüyorum. Bu model sayesinde katılım bankaları, bilançonun pasif tarafında, kendilerine yeni kaynaklar sağlayacaktır. Özel havuzlara ortak olan müşteriler, hangi projeye ortak olduklarının bilincinde ve uzun vadede getiri beklentisine sahip olacaktır. Banka açısından bu durum hem kısa dönemli kar baskısını, hem de aktif-pasif arasındaki vade uyumsuzluğu problemini ortadan kaldıracak bir etkiye sahiptir.”*

#### **4.2.4. Kategori 2’nin Değerlendirilmesi: Ortaklık Temelli Finansmanın Yaygınlaşmasının Katılım Bankalarına Katkıları**

Görüşmelerde katılım bankaları yöneticileri ortaklık temelli finansmanda yaygınlaşmalarının katılım bankalarına karlılık/gelir artışı, algı katkısı, reel ekonomiye daha güçlü bağ, büyüme ve rekabet avantajı, istihdam ve ekonomik büyümeye katkı, çalışma esasına uygunluk / motivasyon katkısı, müşteri kazanımı, yetkinlik kazanımı, düşük NPL (sorunlu alacaklar) ve vade uyumu katkısı gibi alanlarda katkıları olacağını ifade etmişlerdir. Bahsedilen katkıların hemen hepsi farklı ölçek ve derinlikte birbirlerini etkilemektedir. Örneğin algı katkısı, rekabet avantajına dönüşürken sonrasında ise karlılık/gelir artışına katkı sağlar.

Ancak bahsedilen katkılar, belli varsayımların gerçekleşmesine bağlıdır. Nitekim bu varsayımların gerçekleşmemesi ile bahsedilen katkıların tam tersinin gelişmesi ihtimali de söz konusu olabilir. Örneğin, vade uyumunun pozitif etkileneceği beklentisi, müşterilerin de bu alana ilgi duyacağı ve fonlarını bu alanda değerlendireceği varsayımına dayanmaktadır. Ancak bu talep müşteriler nezdinde gerçekleşmezse tam tersi bir durum gelişecektir. Nitekim fonların vadesi değişmez

iken finansmanların daha uzun vadeli yatırımlara gitmesi vade uyumsuzluğunu bozmakla kalmayıp vade belirsizliği de oluşturacaktır.

Ayrıca dile getirilen önemli konulardan biri olan katılım bankaları mudilerine de ortaklık finansmanına yatırım yapma imkânının getirilmesidir. Ancak, bu imkân hâlihazırda bile bulunmaktadır. Bununla birlikte gerek talebin az olması gerekse de ortaklık temelli finansmana aktarılacak fonların geri dönüşlerinin hızlı olmaması dolayısı ile oluşabilecek getiri dalgalanmalarının katılım bankalarını da müşterileri nezdinde sıkıntıya sokabilme ihtimali bu alanın gelişmesine engel olmaktadır. Üstelik hali hazırda ortaklık havuzu olarak konumlandırılabilir özel fon havuzları katılım bankalarının bilançolarında bir kalem olarak bulunmakla birlikte tarihsel olarak bakıldığında hemen hemen hiçbir hacmin oluşmadığı görülmektedir. Dolayısı ile vade uyumunun artacağı düşüncesinin altında yatan varsayımın mevcut müşteri davranışları ile uyumlu olmadığı görülmektedir.

Katılım bankalarının ortaklık temelli finansmana odaklanması katılım bankalarına ciddi birçok kazanımı beraberinde getirecektir. Bizce en önemli kazanım algı katkısı olacaktır. Ayrıca katılım bankaları ortaklık temelli olarak teknoloji girişimlerine yatırım yaparlarsa, katılım bankalarına olan algı katkısı daha fazla olacaktır. Ayrıca teknoloji yatırımları sayesinde katılım bankalarının dijital dönüşüme ayak uydurmaları ve hatta öncülük etmeleri imkanı da gelişebilir.

Nitekim gerek dünya ekonomisinin geçirdiği dönüşüm ve merhaleler gerekse de katılım bankacılığının ortaklık temelli finansmanda başlangıçta küçük ölçekli yatırımlara odaklanmasının pozitif yanları, teknolojiye dayalı yeni girişimleri ve dolayısı “risk sermayesini” ön plana çıkarmaktadır.

Ancak ortaklık finansmanın mekanizmasının ve altyapısının kurulması da beraberinde risk ve maliyet getirmektedir. Örneğin, ortaklıklarda sektörel dağılımın sağlanması için yeterli uzmanın bulunması gerekmektedir. Yeterli teknik uzmanlık ve kapasite olmaksızın ortaklık temelli finansmana odaklanması başlı başına önemli bir risk olduğu için bu alana odaklanılacaksa yeterli kabiliyet ve kapasite oluşturulması gerekmektedir. Gerekli kapasitenin herhangi bir katılım bankası bünyesinde

oluşturulmasının zorluğu düşünüldüğünde ortaklık temelli finansman gelişmesi ve yaygınlaşması için katılım bankalarının ortak hareket etmeleri gereken alanlar olduğu ortaya çıkmaktadır.

#### **4.3. Katılım Bankalarının Ortaklık Temelli Finansmanı Yaygınlaştırabilmesi İçin Çözüm ve Model Önerisi**

Türkiye’de faaliyet gösteren katılım bankaları teknolojik yenilikler ve dijital dünyanın geldiği nokta itibariyle dijital teknolojilere ve inovasyona yatırım yapmaya başlamışlardır. Örneğin Albaraka Türk’ün hem bir girişim hızlandırma merkezi, (Albaraka Garaj, 2009) hem de Albaraka Portföy şirketinin çatısı altında girişim sermayesi fonu (Albaraka Portföy, 2019) bulunmaktadır. Hakeza, bu durum Kuveyt Türk için de geçerli olup, hem girişim merkezi (Lonca Girişim, 2019) hem de Kuveyt Türk Portföy şirketi içerisinde girişim sermayesi fonları (Kuveyt Türk Portföy, 2019) bulunmaktadır. Diğer katılım bankalarının da bu alanlarda büyüme stratejileri söz konusudur.

Ancak, katılım bankalarının ortaklık temelli finansmandaki mevcut durumu ve anketlerde dile getirilen konular derinlemesine analiz edildiğinde şöyle bir sonuç çıkmaktadır. ***“Katılım bankalarının her ne kadar ortaklık temelli finansmanda büyüme istekleri olsa da, bu finansman türünde istenilen düzeye katılım bankalarının tekil eforları ile ulaşılması zordur.”*** Bu durumda katılım bankalarının kendi bünyelerinde kurulacak yapılardan ziyade kuracakları ekosistem ve iştiraklerle bu alanın desteklenmesi daha anlamlı bir yol olarak gözükmektedir.

İlk olarak ortaklık temelli finansmanın gelişimi için katılım bankalarının birbirleri ile nasıl bir ilişki geliştirmesi gerektiğine değinmek gerekmektedir. Günümüzde piyasadaki rakip oyuncularla ilişkinin yönetiminde “rekaberlik” stratejisi gün geçtikçe gelişmektedir. Rekaberlik, hem rekabet hem de ortaklığın aynı anda yapıldığı bir ilişki biçimi olarak tanımlanabilir. (Cygler, Sroka, Solesvik, & Debkowska, 2018) Aslında bu stratejinin gelişiminde teknolojik dönüşüm dolayısı ile tezin 1.bölümünde değinilen ortak kaynak kullanım gereksinimi etkili olmaktadır. Bu noktada katılım bankalarında da bu trend artarak uygulanmaktadır. Katılım bankaları

emeklilik, fon, ödeme sistemleri bir gibi birçok alanda bir taraftan rekabet ederken işbirliği de yapmaktadırlar.

Nitekim ortaklık temelli finansmanın, ortak kurulması ve yönetilmesi ortaklık finansmanı için çizilen riskin paylaşımı prensibine uygun olacaktır. Kaldı ki, çerçevesi girişimcilik, ortaklık kültürü, birlikte kazanma ve paylaşım kültürü olarak çizilebilecek İslami İktisadı (Katılım Ekonomisi) katılımı, üretimi, üretkenliği ve paylaşımı teşvik eden yeni bir ekonomi politik kavram olarak tanımlanmaktadır. (Hazıroğlu, 2017) Paradigması ve çerçevesi bu yönde çizilen bir ekonomi politik önermenin paydaşlarının da bu ekonomi politik önermeye uygun şekilde yeni bir alan geliştirme noktasında ortak hareket etmeleri, riski paylaşmaları bu paradigmanın özüne de uygun ve uyumlu olacaktır.

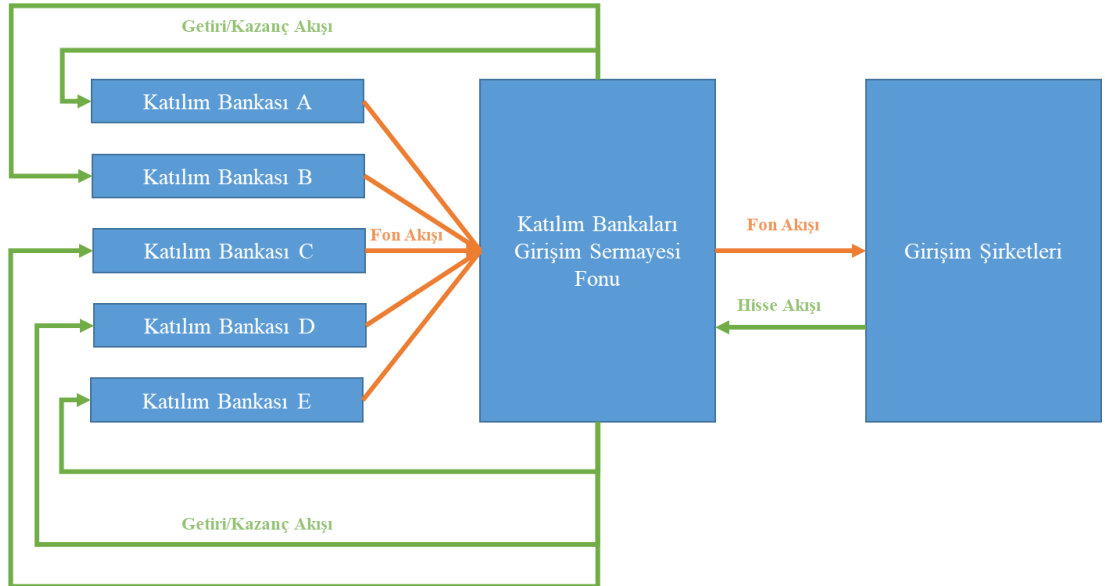
Hem riskin paylaşımı hem de istenilen ekonomi politik sonuçlara ulaşılması noktasında “katılım ekonomisinin” en önemli oyuncularından olan katılım bankalarının bu alana odaklanmaları gerekmektedir. Üstelik dünyadaki gelişen ve değişen finans ve iş dünyası da bunu daha elzem hale getirmektedir. Ancak, katılım bankalarının girişimcilerle tekil olarak ortaklıklar geliştirmesinin zorlukları düşünüldüğünde, dijital dünya ile birlikte gelişen “rekabet içerisinde işbirliği” modeli ile yönetilmesi daha anlamlı gözükmemektedir. Katılım bankaları her ne kadar katılım bankacılığını temsil eden oyuncular olarak ortak bir şekilde katılım bankacılığı sektörünün pazardan aldıkları payı arttırmak isteseler de bir taraftan da aynı piyasada hizmet vermekten kaynaklı olarak birbirleri ile rekabet halindedirler. Bazı alanlarda ise işbirliği ile rekabetin aynı anda yürütülmesi ile gerekmektedir. Bu alan da ortaklaşa yürütülmesi gereken konulardan biridir. Dolayısı ile tezimizin önerisi, katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı “ortaklaşa” büyütmeleri ve yönetmeleridir.

Katılım bankalarının mevcut durumda da ortaklık yaptıkları alanlar olması modelin başarılı olması noktasındaki ihtimali daha da arttırmaktadır. Nitekim katılım bankalarının birlikte çalışma, iş üretme kabiliyet ve yetenekleri de mevcuttur. Örneğin, 23.12.2013 tarihli 8470 sayılı Ticaret Sicil Gazetesi ile de ilan olunan faizsiz sigortacılıkta faaliyet gösteren Katılım Emeklilik, Albaraka Türk ve Kuveyt Türk’ün

%50-%50 ortaklığı ile kurulmuş ve faaliyetlerine başarılı bir şekilde devam etmektedir. (Katılım Emeklilik, 2019)

Dolayısı ile farklı alanlardaki pratik ortaklık başarısına ek olarak katılım bankalarının ortaklık temelli finansman alanındaki büyüme iştah ve istekleri de düşünüldüğünde katılım bankalarının ortaklık temelli finansmana ortak yatırım yapmaları daha anlamlı gözükmemektedir. Aslında daha fazla ve farklı girişim sermayesi fonları olması uzun vadede girişim sermayesi yatırım fonlarının kendi aralarında bir rekabet oluşturmaması, eksiklerin tamamlanması, ilham alınması gibi avantajlar sunabilir. Örneğin, teknoloji tarafında uzmanlığı olmayan bir girişim sermayesi bir teknoloji girişimine yatırım yaparken karar vermekte çok zorlanabilir. Yatırım kararlarını alırken bu alanlarda uzmanlığı olan fonlardan destek alırsa karar süreçleri daha hızlı ilerleyebilir. Ancak bununla birlikte, ilk etapta ortaklık temelli finansman alanında ölçek yakalanabilmesi için ortak bir inisiyatifin olması daha anlamlı olacaktır. Dolayısı ile önerilen girişim sermayesi fonu yapısı aşağıdaki gibidir:

**Şekil 4.1:** Katılım Bankaları Ortaklık Temelli Finansman Model Önerisi



Katılım bankaları arasında girişim sermayesi fonları yöneten iştirakleri olan ya da girişim sermayesi fonlarına katılımcı olan bankalar olsa ve aktif yatırımlar yapılsa da 3. Bölümde anlatıldığı üzere, istenen büyüme ve ölçek sağlanamamıştır. Nitekim

ölçeklenme problemi dolayısı ile Albaraka Portföy ve KT Portföy şirketleri girişimcilik tarafına odaklanan portföy yönetimleri olmaktan ziyade girişim sermayesi fonları da olan portföy yönetimleri oldukları için bu manada girişim sermayelerinin ölçeklenmesi sağlanamamaktadır. Diğer bir deyişle, katılım bankalarının girişim sermayesi fonları, portföy yönetim şirketleri içerisinde küçük ve sınırlı bir büyüklüğe sahiptirler. Ayrıca bu modellerde girişim sermayesinin ana odak olması ve ölçeklenmesi mümkün gözükmemektedir.

Ancak katılım bankalarının ortaklığındaki bir girişim sermayesi, ölçeğin getirdiği avantajlarla birlikte ciddi büyüme yakalayabilir. Bu büyümeler neticesinde katılım bankalarının ortaklık temelli finansmana odaklanmadıkları ve risk paylaşımından ziyade risk transferine yöneldikleri eleştirilerine çözüm ve cevap getirilmiş olur. Bunun da katılım bankalarının algı ve markalarına etkisi dolayısı ile katılım bankalarının finansallarına etkisi pozitif manada gerçekleşir.

Kaldı ki, ortaklık temelli finansman ve risk paylaşımı temelli finansmanın gelişmesi için katılım bankalarının kendi aralarındaki risk paylaşımı da önemlidir. Sonuç itibarıyla girişim sermayesi fonları katılım bankaları için yeni ve riskli alanlar olup, herhangi bir finansal kurumun ilk etapta giriştikleri bu alana büyük fon ayırması beklenemez. “Özel sermaye” gibi hareket eden fonlar tarafında bir odaklanma ve ölçeklenme olabilse de herhangi bir katılım bankasının uzmanlık, risk, sermaye gereksinimi gibi gerekçeler dolayısı ile risk sermayesi odaklı finansmana ciddi bir oranda finansman ayırması beklenemez. Dolayısı ile ortaklık temelli finansmana özellikle de küçük girişimlere yatırım yapan girişim sermayelerine yatırım yapmak katılım bankaları için bir risktir ve riskin de katılım bankaları arasında paylaşılması daha rasyonel gözükmemektedir. Özellikle belli bir ölçeğe ulaşılan kadar katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanda birlikte hareket etmeleri daha anlamlı gözükmemektedir.

Nitekim bankalar nezdinde ortak bir model kurulursa, potansiyel fon alıcıların nitelikli yatırımcı düzeyinden bireysel yatırımcılara inmesi kolaylaşır. Olası bir risk durumunda, katılım bankalarının ortaklıkla bu alana girmiş olması, yatırımcıya güven

vermek noktasında önemli kazanımları beraberinde getirir. Özellikle büyük kurumsal kimlikleri olan bankaların ortaklık temelli finansmana ortak girmeleri, uluslararası yatırım almalarını kolaylaştırma bakımından önemli bir adım olur.

Aslında ortak hareket edilmesi için yeni kurulacak bir girişim sermayesi şirketine veya girişim sermayesi fonuna ihtiyaç yoktur. Nitekim katılım bankalarının ortak hareket etmesi ve ölçek oluşturması mevcut girişim sermayelerine ortak fon sağlamaları ile de mümkün olabilir. Ancak burada fonun hangi kurum tarafından yönetileceği sorunsal gündeme gelmektedir. Katılım bankaları için önerilen rekabetlik stratejisinin önemi bir bacağı “beraberlik” ise bir bacağı da “rekabettir”. Aynı piyasada rekabet gösteren oyuncular olarak katılım bankalarının, algı ve marka etkisi başka bir katılım bankasına çok daha fazla destek olacak bir yöntemde sürdürülebilir olması mümkün değildir. Dolayısı ile katılım bankaları bünyesinde bulunan mevcut portföy yönetim şirketlerinden herhangi birine tüm katılım bankalarının fon sağlaması kısa vadede olabilecekse de uzun vadede istenilen ölçeklenmeyi getirmeyecektir. Bir katılım bankasının faal girişim sermayesi fonunu ortak fona dönüştürmek, mevcut fonların atılım bankacılığı ilkeleri, prensipleri gibi noktalardaki uygunlukları olduğu için en hızlı alternatiflerden biri olsa da yönetsel, algı ve marka kazanımı paylaşımları dolayısı ile uzun vadede sürdürülebilir olmayacaktır. Her ne kadar KT Portföy Şirketinin kurmuş olduğu Teknogirişim girişim sermayesi yatırım fonuna Kuveyt Türk’e ek olarak Vakıf Katılım da yatırımcı olmuşsa da; bu pratiğin tüm bankalara yaygınlaşması, genelleşmesi ve sürdürülmesi mümkün gözükmemektedir.

Bir diğer alternatif ise, katılım bankalarının kendi bünyeleri dışında sahipliklerinin bulunmadığı farklı bir girişim sermayesine fon sağlamasıdır. Bu çözüm de ilk seçenek kadar olmasa da hızlıca hayata geçirilebilecek bir çözümdür. Ancak, hızlı çözüm olduğu kadar, kurumsal sahiplenme ve istikrarın sağlanması noktasında da bir o kadar risklere sahiptir. Başka bir fona salt destek sağlanması söz konusu olduğunda, hele ki fona katılım bankalarının organizasyonel ve stratejik seviyede müdahaleleri mümkün olamayacaksa, yapının uzun vadede sürdürülebilirlik noktasında ciddi risk ve eksiklikler barındıracağı ortadadır.

Bu gerekçelerle önerilen yapı, katılım bankalarının dâhil olduğu bir yapı ile kurulacak yeni bir girişim sermayesi fonudur. Nitekim önerilen model katılım bankalarının sahiplenmeleriyle ölçek ve sürdürülebilirlik noktasında ciddi bir alan açacaktır.

Bu minvalde ekip ve fon büyüklüğü noktasındaki destekle birlikte fonların riskinin de dağılması ile birlikte geniş ölçekte ve çeşitli “gerçek girişim sermayesi” yatırımları yapılmasına olanak sağlanmış olur. Katılım bankaları girişim sermayesi fonu altında konulara ve sektörlerine göre farklı fonlar kurulur ve yatırımlar böyle yapılırsa, bunun gelişim alanı ve zemini bulması daha kolay gerçekleşir. (Özer & Sungurlu, 2018)

İş tarafındaki gerekliliklere ve katılım bankalarının ortaklık temelli finansmanı desteklemesine ek olarak böyle bir modelin sosyal sorumluluk tarafında da ciddi açılımları olabilir:

*“...bir getiri kazanmanın yanında yapılan yatırımın sosyal bir hayır hizmeti olmasını da arzu eden önemli bir kesim var. Kızılay bir yandan sosyal hizmetlerine devam ediyor, bir yandan da maden suyu üretiyor. Diyelim ki, Kızılay yeni bir fabrika almak istiyor ve yatırıma ihtiyacı var. Ortak bir GSYF kurulmuş olsa, bu fondan buraya yatırım yapılarak hem nakit akışı sürekli olan hem getiri elde edilebilecek bir alana yatırım yapılmış olunur. Ayrıca bir de Kızılay’ın toplum hayrına yapmış olduğu birçok sosyal hizmetine de katkıda bulunulmuş olur. İşin sosyal sorumluluk tarafıyla da önemli bir avantajı olabileceğini düşünüyorum.” (Özkan, 2018)*

Dolayısı ile ortak bir girişim sermayesi fonu ortaklık temelli finansmanın ölçeklenmesi, marka ve algı katkısı, inovasyonu destekleme ve içselleştirme, sosyal sorumluluk gibi ciddi potansiyeller ve fırsatlar barındırmaktadır. Ancak ortak girişim sermayesi fonunun pratik yansımaları için bazı gri alanların çözülmesi gerekmektedir. İlk olarak, katılım bankalarının farklı kurumlar oldukları için doğal olarak kendi aralarında ciddi farklılıkları söz konusudur. Gerek ortaklarının, gerek yönetimlerinin gerekse de çalışanlarının kurumlarından beklentileri çok farklıdır. Dolayısı ile ilk etapta ortaklık temelli finansmanın yönetilmesi için gereken asgari müştereklerde

anlaşılması gerekmektedir. Çok yüksek ihtimalle ortaklık temelli finansmanda ölçeklenme sağlandıktan sonra farklı yapılar gelişecek olsa da ölçeklenme sağlanıncaya kadar ortak akıl ve zihniyetin çalışması elzemdir.

Öte yandan, yatırım yapılacak firmaların seçilmesi noktasında da eğer katılım bankalarından temsilciler olacaksa ciddi politika çerçevelerinin çizilmesi gerekmektedir. Örneğin, bankalar sorunlu müşterilerini yatırım yapılabilir şirketler olarak önermek isteyebilir. Bu ve benzeri durumları engelleyecek kurumsal yönetim ve politikalarının da oluşturulması elzem olacaktır.

Ayrıca, katılım bankalarının ortak iş yapması başka alanlarda denenmiş olsa da bu model yeni bir model olacak ve her yeni başlangıcın karşılaşılabileceği birtakım zorlukların aşılması gerekecektir. Şirket kurulumu, fon yönetimi, kurumsal yönetimdeki zorluklar olacaktır. Bunun yönetilmesi ilk etapta kimi zorlukları beraberinde getirecektir. Ancak katılım bankaları kurumsal ve profesyonel yapıları ile bu zorluk ve güçlükleri yönetebilirler.

Katılım bankaları bu yöntemle ortaklık temelli finansman için hem bir çözüm sunmuş olacak hem de bir örneklik teşkil etmiş olacaktır. Yapılacak ortaklık temelli finansmanın ise özellikle dijitalleşme ve teknoloji alanlarında olması katılım bankalarının trendi yakalamaları ve müşterilerine daha iyi deneyim sunmaları noktasında pozitif ayrıştırıcı olur.

Son olarak, hem ilk etaptaki risklerin yönetilmesi, hem de ölçeğin sağlanması için gereken ortak katılım sağlanması adına TKBB gibi bir çatı kuruluşların ya da BDDK, SPK gibi bir düzenleyici kuruluşların bu yapının kurulmasında direkt ya da dolaylı yollarla rol oynamaları elzem olacaktır. Yine önerilen modelin geliştirilmesi, istenen ölçeğin sağlanması için gerekli teşvik ve düzenlemelerin geliştirilmesi önemlidir.

## DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

İnsanoğlu tarih boyunca ihtiyaçlarını gidermek, neslinin devamını sağlamak ve yaşam standartlarını iyileştirmek için sürekli bir düşünsel çaba içerisinde olmuş, yeni birçok sosyo-ekonomik sistem üretmiştir. Sistemlerin tılandığı noktalarda ıslah çalışmaları yapmış, devam edilemediği durumlar meydana geldiğinde ise eskinin yerini yeniyle değiştirmiştir.

Bu değişim ve dönüşümlerin neticesinde son 200-250 yıldır ise kapitalizm, ekonomik finansal ve siyasal egemen sistem rolünü koruyarak devam ettirmektedir. 18. yüzyılda yeni bir sistem oluşturulmasına zemin hazırlayan ihtiyaçlar bugün de farklı çehre ve versiyonlarla insanlığı yeniden hâkim sistem üzerine düşünmeye, eksiklerin giderilmesine, revizelerin yapılmasına ve hatta hâkim sisteme meydan okumaya teşvik etmektedir.

Bu gelişmelerin temelinde bir taraftan kapitalizmin ve özellikle borç temelli finansmanın beraberinde getirdiği eşitsizlik ve krizler gibi sorunlar yatarken bir taraftan da teknoloji ve dijitalleşme kaynaklı değişen ve dönüşen iş yapış biçimleri etkili olmaktadır. Nasıl ki endüstri 1.0 ile yaşanan değişiklikler üretim mekanizmasından iş hayatına, finans anlayışından sosyal ilişkilere kadar birçok olgunun yeniden tanımlanmasına zemin hazırladı ise, teknoloji, dijitalleşme ve endüstri 4.0 da ciddi kırılım, değişiklik ve dönüşümlere ortam hazırlamaya başlamıştır. Önümüzdeki dönemlerde bu gelişmelerin daha da derinleşeceği açıktır.

Teknolojik ve dijital değişim gerek ekonomik gerekse de sosyal birçok değişimi beraberinde getirmektedir. Bir kuruluşun API'lerini başka kurumlara açmasına imkân sunan platformlardan, bir araç yolcuğunun insanlarla paylaşılmasını tek tuşa kadar kolaylaştıran gelişmelere kadar olan birçok yenilik, teknolojinin her alanda kritik bir değişim ve dönüşüme öncülük ettiğini göstermektedir. İşbirliğinin arttığı, küçük firmaların büyük firmalarla daha yakın çalışabildiği, sektörlere girişim bariyerlerinin azaldığı, ortak kaynak kullanımının teknoloji tabanlı olarak birçok alana yayıldığı bir ortam, finans dünyasında da köklü bir anlayış ve paradigma değişimini beraberinde getirmekte ve gerektirmektedir.

Teknolojik gelişmeler, teknoloji girişimciliğinin önemini arttırdığı gibi yeni bir “teknoloji girişimcileri” zümresi de oluşturmaktadır. Artık çok hızlı bir şekilde ölçeklenebilen, büyük firmalarla rekabet edebilen, internetin sağladığı gelişmelerle ciddi kazanımlar sunabilen yeni girişimler ve iş modelleri söz konusudur. Nitekim ana akım ekonomi ve finans yaklaşımı olan ‘büyük balığın küçük balığı yutması’ hikâyesi her geçen gün ‘hızlı balığın yavaş balığa’ üstünlüğüne doğru değişmekte ve hatta “balıkların işbirliği yapmasına” doğru evrilmektedir. Her ne kadar bu köklü değişimler bugünden yarına bir anda olmayacaksa da, bu değişim kaçınılmaz bir süreçtir.

İş dünyasının küçük balıkları olan yeni girişimlerin önemi her geçen gün artmaktadır. Bu minvalde yeni girişim ve girişimcilerin finansmana erişimi ise çözülmesi gereken bir sorunsal olarak durmaktadır. Nitekim ana akım borç temelli ve risk transferine dayalı finans paradigması çerçevesinde teknoloji girişimcilerinin artan önemleriyle uyumlu finansmana erişimleri (genellikle yeterli sermayeleri ve teminatları olmadıkları için) mümkün olamamaktadır.

En büyük taksi şirketinin taksi sahibi olmadığı, en büyük konaklama şirketinin ise otel sahibi olmadığı bir dünyaya, finans paradigması pek alışkın olmamakla birlikte finans sektörünün de bu dönüşüme ayak uydurmaya başladığı görülmektedir. Teknolojik ilerlemeler ve dijitalleşme süreci ile birlikte gelen değişim ve dönüşüm yeni bir finansman anlayışını gerektirmektedir. Aslında bireylerarası borçlanma, melek yatırımcılık, risk sermayesi, kitle fonlaması gibi finans sektöründe görülen ciddi değişim ve dönüşümler de finans sektörünün bu dönüşüme verdiği reflekslerin ayak sesleridir.

Dolayısı ile teknoloji ve dijitalleşmenin getirdiği yenilik ve kolaylıklarla birlikte ortaklık temelli finansmanın yaygınlaşabileceği bir dönem gelişmektedir. Ana akım iktisada olan eleştirilerin her geçen gün arttığı, ancak alternatif finansman mekanizmalarının pratik uygulama alanları bulmakta zorluk yaşadığı bir ortamda teknolojik, sosyo-ekonomik gelişmeler ortaklık temelli finansman için önemli bir zemin hazırlamaktadır. Aslında bir paradigma değişiminin parçası olarak ortaklık temelli finansman yeni bir olgu olarak tanımlanıyor olsa da, hem ortak kaynak kullanımı hem de ortaklık finansmanı da tarihsel bir olgudur. Tarih boyunca insanların

finansman ihtiyaçları olmuş ve insanların bu ihtiyaçları genel bir sınıflandırma ile borç ve ortaklık finansmanı olarak iki ana yöntem ile karşılanmıştır.

Bu doğrultuda İslam’da da ihtiyaçlar çerçevesinde borç mekanizmasının çalışmasına müsaade edildiğı gibi, ihtiyaç sahibine borç verilmesi teşvik dâhi edilmiştir. Bununla birlikte, borç mekanizması belli çerçeve ve sınırlara tabi tutulmuş, sınırsız tüketim ve harcama saikiyle borçlanmanın önüne geçilmek istenmiştir. Özellikle günümüz finansal sisteminin temelinde yer alan faizle borçlanma, İslam İktisadının önermeleriyle uyuşmamakta ve İslam’da yasaklanmaktadır.

Toplumsal yaşamın bir gerekliliğı olan işbirliğı, birlikte iş yapma ve ortaklık ise İslam iktisadının başta Kur’an ve Hadis olmak üzere ana kaynaklarında teşvik edilmiş, muşaraka ve mudaraba temelinde uygulama alanı bulmuştur. Emek-sermaye ortaklığına dayanan mudaraba, Ortaçağ Avrupası’nda commenda adıyla çok benzer bir yöntemle kendisine yayılım alanı bulmuş; bu yöntem daha sonrasında günümüzdeki risk sermayesi modelinin de temelini oluşturmuştur. Yapılan araştırmalar özellikle mudaraba ile commenda arasındaki yüksek frekanslı benzerliklere temas etmiş, commenda iş ortaklığının mudarabadan ilham aldığını gözler önüne sermiştir. Günümüzde küresel olarak yayılma alanı bulan girişim/risk sermayesi bu örneklere paralel şekilde ortaklık temelli finansmanı temel almakta ve mudaraba ile önemli benzerlikler göstermektedir.

Dolayısı ile girişim sermayesi İslam’ın prensipleri ile uyumlu olduğı gibi Müslümanların tarih boyunca kullandığı bir finansman yöntemidir. Teknolojik dönüşümle gelişen ortaklık temelli finansman ihtiyacının bir yansıması olan girişim sermayesinin tarihsel örnekleri Müslümanlar tarafından kullanılmakla birlikte modern İslami Finans enstrümanları arasında çok cılız bir kullanım alanı bulabilmektedir.

Türkiye’de 2005 yılında katılım bankası statüsü kazanan özel finans kurumlarının ürün ve hizmetleri temelde 3 kategori altında toplanabilir. Bunlar fon toplama, finansman sağlama ve bankacılık hizmetleridir. Katılım bankalarının fon ve finansman ürün ve hizmetleri ortaklık veya borç temelli olmaları bakımından incelendiğinde fon toplama tarafında yoğun olarak ortaklık esasına dayalı bir

mekanizma görülürken finansman tarafında hemen hemen tüm finansmanın borç temelli olduğu görülmektedir.

Mevcut ürün ve hizmetlere ek olarak teknolojik ve dijital gelişmelerin finans dünyasına yansımaları, katılım bankaları için fırsat pencereleri ve konvansiyonel bankalardan ayrışma ve farklılaşma alanları sunmaktadır. Bu minvalde, katılım bankalarının bu değişimlere uygun stratejileri uyguladıkları ve yeni gelişen alanlara yatırım yaptıkları görülmektedir. Nitekim Dünya’da bir katılım bankası tarafından kurulan ilk girişimcilik merkezinin Türkiye’den çıkmış olması ve hemen arkasından bir katılım bankasının daha girişimcilik merkezi kurması, katılım bankalarının bu alanlara yaptıkları yatırımın göstergesidir. Aslında bahsi geçen yatırımlarla, katılım bankaları aslında kendi geleceklerine de yatırım yapmış, girişimcilerle bir kazan-kazan ilişkisi geliştirmiş olmaktadır. Girişimciler bu ilişki ile bankalardan maddi ve manevi destek alırlarken, bankalar kendi içsel süreçlerinde geliştiremeyecekleri ya da geliştirseler bile çok uzun zaman alabilecek ürün ve hizmetleri girişimciler sayesinde hızla hayata geçirmiş olmaktadır. Bu minvalde, katılım bankalarının özellikle fintekler yoluyla müşterilerine değer katan ürün ve hizmetlerin uygulama pratiklerinin oluşturmaları, katılım bankalarının girişimciliğe ve girişimcilere olan yatırımlarını ve odaklarını devam ettirme noktasında katılım bankalarını cesaretlendirmiş gözükmektedir.

Ayrıca, katılım bankalarının portföy yönetimi şirketlerinin çatısı altında girişim sermayesi fonlarının bulunması ve bu alana yatırım yapmış olmaları da katılım bankalarının salt girişimcilere ilk desteği vermekten ziyade bu alana iş ortaklığı bütçesi de ayırdıklarının göstergesi olması bakımından anlamlı görülmektedir. Katılım bankaları yöneticileri ile yapılan görüşmelerde girişim sermayesine yapılan yatırımların önümüzdeki dönemlerde de artırma stratejilerine değinilmiştir.

Ancak katılım bankalarının bir taraftan yeni gelişen ortaklık temelli finansmandaki büyüme stratejileri varken, diğer taraftan 2019 ilk çeyrek itibariyle toplam kredilerinin yalnızca %2’sinin ortaklık temelli finansmana aktarılması realitesi söz konusudur. Katılım bankalarının varlıkları içerisindeki ortaklık temelli finansman payının düşük olmasının gerekçeleri katılım bankaları yöneticilerinin bakış açısından

yarı yapılandırılmış mülakat tekniği ile incelendiğinde bir takım gerekçeler ortaya çıkmaktadır. Bunlar; operasyonel zorluklar, uzmanlık gereksinimi, konvansiyonel bankalarla yakınsama, ortaklara güven sorunu, mevzuatsal engeller, geçmiş olumsuz tecrübeler, paydaş beklentileri, vade uyumsuzluğu etkileri, risk yönetimi, finansal öngörü zorluğu, ekonomik stabilizasyon ihtiyacı, ticari faaliyetlere uygunluk, kayıtdışı ekonomi, yeni iş modeli gereksinimidir. Bir kısmı içsel bir kısmı da dışsal olan bu gerekçeler analiz edildiğinde problemlerin büyük bir kısmının kısa vadede çözülebilecek problemler olmaktan ziyade uzun vadede çözülebilecek yapısal problemler olduğu gözlemlenmektedir.

Katılım bankalarının ortaklık temelli finansmandaki mevcut durumu ve görüşmelerde dile getirilen konular derinlemesine analiz edildiğinde şöyle bir sonuç çıkmaktadır: “Katılım bankalarının her ne kadar ortaklık temelli finansmanda büyüme istekleri olsa da, bu finansman türünde istenilen düzeye katılım bankalarının tekil çabaları ile ulaşılması zordur.”

Ayrıca kamuoyu, banka ortakları, müşterileri, çalışanları da dâhil tüm paydaşların katılım bankalarından “ne beklediği” konusunun ayrıca tartışılması ve netleştirilmesi gerekmektedir. Katılım bankalarından sadece ortaklık temelli finansmanı veya ortaklık temelli finansmanı borç temelli finansmana göre daha yoğun kullanan bir finansman mekanizması beklemek ne dünya pratiklerine ne de paydaş beklentilerine uymaktadır. Bu minvalde katılım bankalarının kendi bünyelerinde borç temelli finansmanı ana finansman kanalı olarak kullanmaya devam edeceği, ortaklık temelli finansmanın artsa dahi ölçeklenme problemi yaşayacağı ve ana finansman kanalı olmasının mümkün olmayacağı ortadadır. Bu durumda katılım bankalarının kendi bünyelerinde kurulacak yapılardan ziyade kuracakları ekosistem ve iştiraklerle bu alanın desteklenmesi doğru strateji olarak gözükmektedir.

Bu yapıların ise gerek olası risklerin yönetilmesi gerekse de ortaklık temelli finansmanda ölçeklenmenin sağlanabilmesi için katılım bankalarının işbirliği ve ortaklığında yürütülmesi gerekmektedir. Bu minvalde katılım bankaları için ortak bir girişim sermayesi yatırım fonu önerilmektedir.

Nitekim ortaklık ve risk paylaşımı temelli finansmanın gelişmesi için, katılım bankalarının da kendi aralarında risk paylaşımı yapması önemlidir. Sonuç itibariyle girişim sermayesi fonları katılım bankaları için yeni ve riskli alanlar olup, herhangi bir finansal kurumun ve özellikle de regülasyonel yükümlülükleri dolayısı ile herhangi bir bankanın girişim sermayesine büyük bir fon ayırması beklenemez. Dolayısı ile girişim sermayesi yatırımları katılım bankaları için riskli bir alandır ve bu riskli alanın, katılım bankaları tarafında “rekaberklik stratejisi” ile yönetilmesi daha rasyonel gözükmektedir. Ortaklık temelli finansmanın gelişebilmesi adına, bu alanda ölçek oluşuncaya kadar katılım bankalarının birlikte hareket etmesi daha doğru bir strateji olarak gözükmektedir. TKBB, BDDK, SPK gibi çatı ve düzenleyici kuruluşların ise bu yapının kurulması ve yönetilmesinde rol oynamalarının önemli katkısı olacaktır.

## KAYNAKÇA

### KİTAPLAR, RAPORLAR, TEBLİĞLER

- AAOIFI (2015) **Faizsiz Finans Standartları**, Çev. TKBB  
İstanbul, TKBB Yayınları (2015), Yayın  
No:10.
- Akçay, Ü. Güngen, A.R. (2014) **Finansallaşma, Borç Krizi ve Çöküş**, Ankara,  
Notabene Yayınları.
- Akgiray, Vedat (2019) **Good Finance: Why Wee Need a New  
Concept of Finance**, Bristol, Bristol  
University Press.
- Aktepe, İshak Emin (2013) **Sorularla Katılım Bankacılığı**, İstanbul,  
Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Yayın No:4.
- Aliber, R.Z., Kindleberger, C.P. (2005) **Çılgınlık, Panik ve Çöküş Finansal Krizler  
Tarihi**, Çev. Ümit Şensoy, İstanbul, İş Bankası  
Kültür Yayınları (2013).
- Alvaredo, F., v.d. (2018) **World Inequality Report**, Berlin, Creative  
Commons Licence.
- Apilioğulları, Lütfi (2018) **Dijital Dönüşümün Yol Haritası**, İstanbul,  
Agora Kitaplığı.
- Arıcan, E., v.d. (2013) **Proje Finansmanı Kapsamında Proje  
Bankacılığı ve Türkiye Üzerine Öneriler**,  
İstanbul, Tasam Yayınları.
- Auda, Jasser (2007) **Maqasid Al-Shariah as Philosophy of  
Islamic Law, A Systems Approach**, Herndon,  
The International Institute of Islamic Thought.

- Ayup, Muhammad (2012) **Understanding Islamic Finance**, West Sussex, John Wiley & Sons Ltd.
- Bayındır, Servet (2005) **İslam Hukuku Penceresinden Faizsiz Bankacılık**, İstanbul, Rağbet Yayınları.
- BCG, TÜSİAD (2016) **Türkiye'nin Küresel Rekabetçiliği için Bir Gereklilik Olarak Sanayi 40, Gelişmekte Olan Ekonomi Perspektifi**, İstanbul. TÜSİAD.
- Benjamin, G., Margulis J. (2005) **Angel Capital, How to Raise Early-Stage Private Equity Financing**, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.
- Brynjolfsson, E. , McAfee, A. (2014) **The Second Machine Age**, Çev. Levent Göktem, İstanbul, Türk Hava Yolları Yayınları (2015).
- Bulut, H., Er, B. (2012) **Katılım Finansmanı, Katılım Bankacılığı ve Girişim Sermayesi**, İstanbul, TKBB Yayınları, Yayın No:3.
- Büyükuslu, Ali Rıza (2018) **Dijital Dönüşüm**, İstanbul, Der Kitabevi.
- Chang, Ha-Joon (2014) **Ekonomi Rehberi**, Çev. Mihriban Doğan, İstanbul, Say Yayınları (2017).
- Credit Suisse (2019) **Global Wealth Report 2019**, Research Institute.
- Çizakça, Murat (1993) **Risk Sermayesi, Özel Finans Kurumları ve Para Vakıfları**, İstanbul, İslami İlimler Araştırma Vakfı.

- Çizakça, Murat (1996) **İslam Dünyası'nda ve Batı'da İş Ortaklıkları Tarihi**, Çev. Şehnaz Layıkel, İstanbul, Tarih Vakfı Yurt Yayınları (1999).
- Diyanet İşleri Başkanlığı (2014) **Hadislerle İslam 5**, Ankara, DİB Yayınları.
- Dominik, H. Enste (2018) **The Shadow Economy in Industrial Countries**, Germany, IZA World of Labor.
- el-Hafif, Ali (t.y.) **İslam Hukukuna Göre Hukuki İşlemler ve Hükümleri Eşya ve Borçlar Hukuku**, Çev. Rahmi Yaran, Ankara, Türkiye Diyanet Vakfı Yayın ve Matbaacılık Ticaret İşletmesi (2011).
- Ergen, Mustafa (2014) **Girişimci Kapital: Silikon Vadisi ve Startup Ekonomisi**, İstanbul, Koç Üniversitesi Yayınları.
- Ford, Martin (2015) **Robotların Yükselişi**, Çev. Cem Duran, İstanbul, Kronik Kitap (2018).
- Frank, M., v.d. (2017) **Makineler Her Şeyi Yaptığında Biz Ne Yapacağız**, Çev. Emine Yılmaz, İstanbul, Aganta Kitap (2019).
- Graeber, David (2011) **Borç: İlk 5.000 Yıl**, Çev. Muammer Pehlivan, İstanbul, Everest Yayınları (2015).
- Green, Charles H. (2014) **Banker's Guide to New Small Business Finance**, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.
- Hammâd, Nezih (1996) **İktisadi Fıkıh Terimleri**, Çev. Recep Ulusoy, İstanbul, İz Yayıncılık.
- Hazıroğlu, Temel (2017) **Katılım Ekonomisi**, İstanbul, İz Yayıncılık.

- Higgs, Henry (1897) **The Physiocrats Six Lectures on the French Economistes of the Century**, London, Macmillan and Co. Limited.
- Howe, Jeff (2008) **Crowd Sourcing, Why the Power of the Crow is Driving the Future of Business**, New York, and Crown Publishing.
- IFC (2019) **Opportunities for Private Enterprises in Emerging Markets**, Washington, IFC.
- IFSB (2013) **Revised Capital Adequacy Standard For Institutions Offering**, Islamic Financial Services.
- Iqbal, Z., Mirakhor, A. (2007) **“An Introduction to Islamic Finance, Theory and Practice**, Singapore, John Wiley & Sons.
- Kaplan, S.N., Lerner, J. (2016) **Venture Capital Data, Opportunities and Challenges Cambridge**, Harvard Business School.
- Karaman, Hayreddin (1997) **“Vade Farkı”, 1. Uluslararası İslam Ticaret Hukukunun Günümüz Meseleleri Kongresi**, Konya, Kombad Yayınları.
- Karen, Wilson (2011) **Financing High-Growth Firms, The Role of Angel Investors**, OECD Publishing.
- Kaya, Abdullah (2001) **Dünyada ve Türkiye'de Risk Sermayesi**, Ankara, SPK.

- Kildokum, Hakan (2011) **Girişim Sermayesi nin Türkiye Serüveni-Bir Modele Yönelik Fırsat Arayışı**, Tekirdağ, 3. Trakya Bölgesi Kalkınma ve Girişimcilik Sempozyumu.
- Kishtainy, Niall (2018) **A Little History of Economics**, Yale University Press.
- KPMG (2019) **Venture Pulse Q4 2018**, KPMG International.
- Kuratko, Donald F. (2009) **Entrepreneurship, Theory, Process and Practice**, Boston, South-Western Cengage Learning.
- Leleux B., v.d. (2015) **Private Equity 4.0: Reinventing Value Creation Cornwall**, West Sussex, John Wiley & Sons Ltd.
- Mazars Denge (2018) **KT Porfföy Bağımsız Denetim Raporu ve Faaliyet Raporu**, İstanbul, Mazars Denge.
- Merkez Bankası (2019) **Mayıs Finansal İstikrar Raporu**, Merkez Bankası, Ankara.
- Metrick, A., Yasuda, A. (2011) **Venture Capital and the Finance of Innovation**, New Jersey, John Wiley & Sons Inc.
- National Venture Capital Assosication (2019) **Venture Pulse Q2 2019, Global Analysis of Venture Funding**, Washington. National Venture Capital Assosication.
- Nur Onur, M., Değirmenci, Ö. (2015) **Crowdfunding - Kitle Fonlaması**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ankara.

Orman, Sabri (2014)

**İslâm İktisat, Değerler ve Modernleşme  
Üzerine**, İstanbul, İnsan Yayınları.

Osnabrugge, M.V., Robinson, R.  
J. (2000)

**Angel Investing, Matching Start-up Funds  
with Start-up Companies, The Guide for  
Entrepreneurs Individual Investors and  
Venture Capitalist**, San Francisco, John Wiley  
& Sons.

Oxfam (2019)

**Public Good or Private Wealth?** Oxford,  
Oxfam GB.

Özsoy, M. Şerafettin (2012)

**Sağlam Bankacılık Modeli İle Katılım  
Bankacılığına Giriş**, İstanbul, Kuveyt Türk.

Parasız, İlker (2014)

**İktisat Tarihi**, Bursa, Ezgi Kitabevi.

Piketty, Thomas (2013)

**Yirmi Birinci Yüzyılda Kapital**, Çev. Hande  
Koçak, İstanbul, Türkiye İş Bankası Yayınları  
(2014).

Polanyi, Karl (1944)

**The Great Transformation**, Toronto, Farrar  
& Rinehart Inc.

PwC (2018)

**Türkiye Start-up Dünyası,. Değerleme  
Yöntemleri ve. Yatırımcı Bakış Açısı**, 17.  
Çözüm Ortaklığı Platformu, İstanbul, PwC.

Reuters, Thomson (2018)

**Islamic Finance Development Report 2018:  
Building Momentum**, Thomson Reuters.

Rifkin, Jeremy (2014)

**Nesnelerin İnterneti ve İşbirliği Çağı**, Çev.  
Levent Göktem, İstanbul, Optimist Yayınları  
(2015).

- Schwab, Klaus (2016) **Dördüncü Sanayi Devrimi**, Çev. Zülfü Dicleli İstanbul, Optimist (2018).
- Schwartz, Dan (2010) **The Future of Finance, How Private Equity and Venture Capital Will Shape the Global Economy**, Singapore, John Wiley&Sons Asia Pte Ltd.
- Schwartz, Herman M. (1994) **States Versus Markets, History, Geography and Development of the International Political Economy**, Cornell University Press.
- Skinner, Chris (2014) **Dijital Bank, Strategies to Launch or Become a Digital Bank**, Singapore, Marshall Cavendish Business.
- Skinner, Chris (2015) **Valuweb**, Çev. Melisa Kesmez, İstanbul, Kapital Medya Hizmetleri (2016).
- Smith, Adam (1776) **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**, Amsterdam, Metalibri (2007).
- Stiglitz, Joseph E. (2010) **Küresel Kriz Parasal ve Mali Reform Önerileri**, Çev. Eda Aksan, Ankara, Akılçelen Kitaplar (2017).
- Stockhammer, Engelbert (2012) **Rising Inequality as a Root Cause of the Present Crisis**, Working Paper Series, Number: 282.
- Sunar, Lütü (2011) **Türkiye’de İş Ortaklıkları, Durum-Çözüm-Öneriler**, İstanbul, İGİAD Yayınları:11.

- Şekerci, Osman (1982) **İslam Şirketler Hukuku, Emek Sermaye Şirketi**, İstanbul, Marifet Yayınları.
- The Institute of International Finance (2019) **Global Debt Monitor**, Washington, The Institute of International Finance.
- The World Bank Group (2017) **The Global Findex Database 2017**, Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution, Washington, The World Bank Group.
- Thiel, Peter (2014) **Zero to One**, New York, Random House LLC.
- Tiftik, E., v.d. (2019) **Déjà Vu – Lower Rates, Higher Debt**, Washington, IIF.
- Toffler, Alvin (1980) **Üçüncü Dalga**, Çev. Selim Yeniçeri, İstanbul, Koridor Yayıncılık (2018).
- Tuncel, Kürşat (1996) **Risk Sermayesi Finansman Modeli, Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi**, Ankara, SPK.
- Tunç, Hüseyin (2013) **Katılım Bankacılığı Felsefesi, Teorisi ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul, Nesil Yayınları.
- Turan, Melih (2016) **Geçmiş ve Günümüzdeki Benzer Ortaklık Finansmanları ile Mudarabayı Yeniden Düşünmek**, Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finansı Ortak Konferansı.
- TÜBİTAK (2016) **Yeni Sanayi Devrimi, Akıllı Üretim Sistemleri Teknoloji Yol Haritası**, Ankara, TÜBİTAK.

- Udovitch, Abraham L. (2012) **Orta Çağ İslam Dünyasında Ortaklık ve Kar**, Çev. İsmail Bektaş, İstanbul, Albaraka Türk Kültür Sanat ve Yayıncılık A.Ş. (2019).
- Wan, S.T., v.d. (2017) **The Historical Development of Islamic Banking**, Putrajaya, Proceeding of the 4th International Conference on Management and Muamalah.
- Werde, İbrahim (2000) **Islamic Finance in the Global Economy**, Edinburgh, Edinburgh University Press.
- WIPO (2018) **Küresel İnovasyon Endeksi**, Cornell Üniversitesi ve INSEAD.
- Wolff, R., Resnick, S. (2012) **Çatışan İktisadi Teoriler**, Çev. Can Evren, İstanbul, İletişim Yayıncılık (2016).
- Wood, Ellen Meiksins (1999) **The Origin of Capitalism**, London, Verso.
- World Economic Forum (2015) **Collaborative Innovation Transforming Business, Driving Growth**, World Economic Forum.
- World Economic Forum (2018) **Collaboration between Start-ups and Corporates A Practical Guide for Mutual Understanding Geneva**, World Economic Forum.
- Zaimoğlu, Tülay (1995) **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, Sermaye Piyasası, Ankara, SPK.

## MAKALELER, KİTAP BÖLÜMLERİ, TEZLER, RÖPORTAJLAR

- Abdulayev, E., Kumaş, S. (2015) “Bir Finansman Modeli Olarak Mudarabenin Faizsiz Bankacılıkta Etkin Şekilde Kullanılması Sürecinde Sivil Toplum Örgütlerinin Etkin Bir Şekilde Rol Üstlenmesi International”, **Congress on Islamic Economics and Finance**, Sakarya.
- Abdullah, Abdul Karim (2013) “Risk Sharing, Transfer and Management”, **IAIS Malaysia**, Vol:4, s. 291.
- Andro, M., Saleh, I. (2018) “Digital Libraries and Crowdsourcing: A Review Towards Knowledge Ecosystems”, **HAL**, s. 135-162.
- Asutay, M., v.d. (2013) “Reflecting on the Trajectory of Islamic Finance, From Mit Ghamr to the Globalisation of Islamic Finance Afro Eurasian Studies”, **Afro Eurasian Studies**, Vol:2, No:1&2, s. 5-14.
- Asutay, Mehmet (2017) “Re-Situating Islamic Finance in Islamic Moral Economy, Essentialising Developmentalism and Sharing Economy Tehran”, **Acecr Scientific Information Database**.
- Aydemir, C., Güneş, H. H. (2006) “Merkantilizmin Ortaya Çıkışı”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:5, Sayı:15, s. 136-158.

- Başbakanlık Mevzuatı Geliştirme ve Yayın Genel Müdürlüğü (2013) “Portföy Yönetim Şirketlerinin Kuruluş Esasları”, **Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği**.
- Baygan, G., Freudenberg, M. (2000) “The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries, Implications for Measurement and Policy”, **OECD Science**.
- Bayındır, Servet (2005) “Banka Mevduat Hesaplarının İslâm Hukuku Açısından Değerlendirilmesi”, **Marife**, Sayı:2, s. 7-20.
- Bayındır, Servet (2005) “Bir Finansman Yöntemi Olarak Kullanılan Sermaye Ortaklığının İslam Hukuku Açısından Değerlendirilmesi”, **Usûl**, Sayı:3, s. 139-157.
- Bayındır, Servet (2012) “İslâm’da Finansman İşlemleri; Tarihsel Gelişimi ve Günümüz Uygulamaları”, **İĞİAD Bülten**, s.1-4.
- Buckley, R., v.d. (2016) “150 Years of FinTech: An Evolutionary Analysis”, **JASSA The Finsia Journal of Applied Finance**, No:3, s. 22-29.
- Bulut, H.İ., Er, B. (2009) “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, TKBB, Yayın No:1.
- BusinessWeek (2008) “Zenginden Alıp Yatırıma Dönüştürenler”, **BusinessWeek**, s. 1-7.

- Civan, M., Uğurlu, M. (2002) “Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlinde KOBİ’lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi”, **Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:21, Sayı:1, s. 79-109.
- Cygler, J., v.d. (2018) “Benefits and Drawbacks of Coopetition, The Roles of Scope and Durability in Coopetitive, Relationships”, **Sustainability**, Vol:10, No: 2688, s. 1-24.
- Çonkar, M. Kemaleddin (2017) “İslami Finansman Aracı Olarak Girişim Risk Sermayesi Finansman Yöntemi, İşleyişi Finans Sistemimize Katkıları”, **Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finansı, Araştırmaları Dergisi**, Cilt:3, Sayı:2, s. 100-124.
- Dağdelen, Ülkü (1992) “Risk Sermayesi”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt:7, Sayı:72, s. 51-63.
- Demir, Zafer (2018) “Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin KOBİ Finansal Problemlerinin Çözümünde Girişim Sermayesi Fon’larının Önemi ve Rolü, Katılım Bankacılığına, Yeni Bir Model Önerisi”, Doktora Tezi, İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi: Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Döndüren, Hamdi (1996) “İslam Ekonomisinde Sermaye Birikimi ve Kullanılma Yöntemleri”, **İlam Araştırma Dergisi**, Cilt:1, Sayı:2, s. 59.

- Durmuş, Abdullah (2010) “Fıkıhta Karz Ödünç Sözleşmesinde Vade Şartının Bağlayıcılığı Meselesi”, **İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi**, Sayı:16, s. 315-330.
- Er, B., v.d. (2015) “Girişimciler için Alternatif Finansman Kaynakları, Mevcut Durum ve Öneriler” **Uluslararası Ekonomi ve Yenilik Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, s. 31-54.
- Galloway, Ian (2009) “Peer-to-Peer Lending and Community Development Finance”, **Community Investments**, Vol:21, No:2, s. 19-23.
- Garipcin Arslan, Selcan (2017) “Girişimcilerin Melek Finansman ve Risk Sermayesi Finansman Tekniklerine İlişkin Bilgi ve Farkındalıklarının, Belirlenmesi, Afyonkarahisar ve Uşak İlleri Üzerine Bir Araştırma”, Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi: Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Güzel, A., Firat, S. (2018) “Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Karşılaştığı Sorunlar ve Devir Planlaması, Avrupa Birliği Projesi Kapsamında Bir Alan Araştırması”, **İşletme Araştırmaları Dergisi**, Cilt:10, Sayı:4, s. 1298-1320.
- Hackett, S.M., Dilts, D. (2004) “A Systematic Review of Business Incubation Research”, **The Journal of Technology Transfer**, Vol: 29, No:1, s. 55-82.

- Hamari J, v.d. (2014) “The Sharing Economy, Why People Participate in Collaborative Consumption”, **Journal of the Association for Information Science and Technology**, Vol:67, No:9, s. 2047-2059.
- İslam N., v.d. (2017) “Fostering Digital Innovation Through Inter-organizational Collaboration Between Incumbent Firms and Start-ups”, **AIS Electronic Library AISeL**, s. 1030-1031.
- İpekten, O. Berna (2006) “Risk Sermayesi Finansman Modeli”, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:7, Sayı:1, s. 385-408.
- İştar, Emel (2013) “Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:12, Sayı:46, s. 183-198.
- Jordà, Ò, v.d. (2019) “The Rate of Return on Everything, 1870–2015 Cambridge”, **National Bureau of Economic Research**, s. 1-58.
- Kahyaoğlu, M.B. , Saraç M. (2011) “Risk Algısının Tarihsel Gelişimi Finans”, **Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Cilt: 48, Sayı:556, s. 31-46.
- Kallek, Cengiz (2013) **Mudarebe Maddesi, İslam Ansiklopedisi**, İstanbul, Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları.
- Kuğu, Tayfun Deniz (2004) “Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt:11, Sayı:2, s. 141-153.

- Kumaş, Mehmet Salih (2006) “Bir Finansman Yöntemi Olarak İş Ortaklığı Mudârabe-Commenda Karşılaştırması”, **Uludağ Üniversitesi İlâhiyat Fakültesi Dergisi**, Cilt:15, Sayı:1, s. 369-383.
- Kumaş, Mehmet Salih (2007) “Faizsiz Bir Finans Yöntemi Olarak Venture Capital Sistemi ve İslam Bankacılığı ile Mukayesesi”, **Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi**, Cilt:16, Sayı:1, s. 279-298.
- Küçükşahin, Yasir (2018) “Geçmişten Günümüze Borç Krizleri”, **Bilimevi İktisat Dergisi**, Sayı:4, s. 89-102.
- Maghrebi, N., Mirakhor, A. (2015) “Risk Sharing and Shared Prosperity in Islamic Finance”, **Islamic Economic Studies**, Vol:23, No:2, s. 85-115.
- Minsky, Hyman P. (1978) “The Financial Instability Hypothesis, A Restatement” **Thames Paper in Political Economy**, s. 5-24.
- Mitręga-Niestrój, Krystyna (2019) “The Sharing Economy and Collaborative Finance, Outline of the Problems”, **“ResearchGate”**, s. 13-25.
- Nadeem, Azhar (2010) “Islamic Business Contracts and Microfinance A case of Mudaraba”, **MPRA**, s. 17-31.
- Navaretti, G.B, v.d. (2017) “FinTech and Banks, Friends or Foes?”, **European Economy, Banks, Regulation, and the Real Sector**, Sayı:2, s. 13.
- Ökten, Lokman (2018) “Katılım Bankalarında Girişim Merkezi”, **Röportajı Yapan: Ömer Emeç.**

- Özer, M. E., Sungurlu, A. (2018), “Katılım Bankalarında Girişim Sermayesi”, Röportajı Yapan: Ömer Emeç.
- Özkan, Tayfun (2018) “Katılım Bankalarında Girişim Sermayesi”, Röportajı Yapan: Ömer Emeç.
- Pehlivan, Pınar (2016) “Türkiyede Katılım Bankacılığı ve Bankacılık Sektöründeki Önemi”, **Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Sayı: 31, s. 297-324.
- Poyraz, E., Tepeli, Y. (2016) “Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi Finansman Sisteminin Önemi, Türkiye Uygulamaları”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:31, Sayı:1, s. 35-56.
- Prisecaru, Peter (2016) "Challenges Of The Fourth Industrial Revolution", **Knowledge Horizons - Economics**, Vol:8, No:1, s. 57-62
- Saraç, M., Çakmak, U. (2019) “Risk Kavramına ve Yönetimine İslamî Perspektiften Bakış”, **Yaşayan ve Gelişen Katılım Bankacılığı**, TKBB, Yayın No:12, s 348-377.
- Saraç, M., Kahyaoğlu, M.B. (2011) “Risk Algısının Tarihsel Gelişimi”, **Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Cilt: 48, Sayı: 556, s. 31-46.

- Saraç, M., Zeren, F. (2015) “The Dependency of Islamic Bank Rates to Conventional Bank Interest Rates, Further Evidence from Turkey”, **Applied Economics**, Vol: 47, No:7, s. 669-679.
- Schueffel, Patrick (2016) “Taming the Beast, A Scientific Definition of Fintech”, **Journal of Innovation Management**, Vol:4, s. 32-54.
- Sezer, Yakup (2018) “Katılım Bankalarında Girişim Merkezi”, Röportajı Yapan: Ömer Emeç.
- Tripathi, Pooja (2012) “Leveraged Buyout Analysis”, **Journal of Law and Conflict Resolution**, Vol: 4, No:6, s. 85-99.
- Tuna, A., İsabetli, İ. (2014) “İnovasyonun Finansmanı ve Risk Sermayesi”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt: 64, Sayı: 1, s. 27-47.
- Yaran, Rahmi (1994) “İslam Hukukunda Borçlunun ve Alacaklının Temerrüdü”, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi: Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yatmaz, Fulya Evren (2012) “Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Bölgesel Model Önerisi”, Uzmanlık Tezi, T.C. Kalkınma Bakanlığı.
- Zengin, S., v.d. (2017) “Kitle Fonlaması Sistemini'nin Türkiye'ye Faydaları”, **Bankacılık ve Sermaye Piyasaları Araştırması Dergisi**, Cilt:1, Sayı:2, s. 22-32.

Zengin, Sevil (2017) “Karşılaştırmalı Yöntem Çerçevesinde Ellen Meiksins Wood İncelenmesi”, **Uluslararası Akademik Yönetim Bilimleri Dergisi**, Cilt:3, Sayı:4, s. 211-219.

#### KÖŞE YAZILARI, E-KAYNAKLAR

Albaraka Garaj “Garaj Startup Hızlandırma Merkezi”,  
<https://www.albarakagaraj.com/> (Erişim tarihi: 24 Haziran 2019)

Albaraka Garaj “Albaraka Garaj Hakkımızda”,  
<https://www.albarakagaraj.com/hakkimizda>  
(Erişim tarihi: 2 Temmuz 2019)

Albaraka Porfföy “Fonlarımız”,  
[https://albarakaortfoy.com.tr/our-funds/fonlarimiz /](https://albarakaortfoy.com.tr/our-funds/fonlarimiz/) (Erişim tarihi: 5 Ocak 2019)

Albaraka Porfföy “Fintech Girişim Sermayesi Yatırım Fonu”,  
<https://albarakaortfoy.com.tr/fintech/> (Erişim tarihi: 24 Haziran 2019)

Annenberg Learner “Exploration and Trade”,  
<https://www.learner.org/interactives/renaissance/exploration.html> (Erişim tarihi: 15 Haziran 2019)

Bernanke, Ben S. “Monetary Policy since the Onset of the Crisis Federal Reserve”,  
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm> (Erişim Tarihi: 10 Mart 2019)

Deloitte “Türkiye’nin Dijital Dönüşümünde Endüstri 4.0”, <https://medium.com/deloitte-turkey-digital/t%C3%BCrkiyenin-dijital-d%C3%B6n%C3%BCm%C5%9F%C3%BCm%C3%BCnde-end%C3%BCstri-4-0-bf17182d8b1e> (Erişim Tarihi: 3 Ocak 2019)

Demirel, Fırat “Kuveyt Türk ve Workinton, Lonca Girişim Merkezi’ni ve seçilen 10 girişimi tanıttı”, <https://webrazzi.com/2017/09/26/kuveyt-turk-lonca-girisim-merkezi/> ( Erişim Tarihi: 12 Şubat 2019)

Dönmez, İbrahim Kâfi “Murabaha”, <https://islamansiklopedisi.org.tr/murabaha> (Erişim Tarihi: 5 Mart 2018)

Durisin, Megan “The Success Story of Chobani Yoghurt”, <https://www.businessinsider.com/the-success-story-of-chobani-yogurt-2013-5> (Erişim Tarihi: 5 Mart 2018)

- Goodwin, Tom “The Battle Is For The Customer Interface  
Techcrunch”,  
<https://techcrunch.com/2015/03/03/in-the-age-of-disintermediation-the-battle-is-all-for-the-customer-interface/> (Erişim Tarihi: 5 Mart 2018)
- Hootsuite “Global Digital Statshot We Are Social Web Sitesi”, [www.wearesocial.com](http://www.wearesocial.com) (Erişim Tarihi: 25 Nisan 2019)
- Jessop, Bob “Fordism”,  
<https://www.britannica.com/topic/Fordism>  
(Erişim Tarihi: 10 Haziran 2019)
- Johnston, Stephen “Largest companies 2008 vs 2018, a lot has changed Milford Asset”,  
<https://milfordasset.com/insights/largest-companies-2008-vs-2018-lot-changed> (Erişim Tarihi: 25 Ocak 2019)
- Kahraman, Hayrettin “E- Umûmi Kaideler”,  
<http://www.hayrettinkaraman.net/kitap/helalharan/0021.htm> (Erişim Tarihi: 18 Mayıs 2019)
- Katılım Emeklilik “Katılım Emeklilik Hakkında”,  
<https://www.katilimemeklilik.com.tr/> (Erişim tarihi: 24 Haziran 2019)
- KT Portföy “KT Portföy”,  
<https://www.ktportfoy.com.tr/mainpage.aspx>  
(Erişim tarihi: 24 Haziran 2019)

- Kurt, Daniel “What Is Finance”,  
[https://www.investopedia.com/ask/answers/wh  
at-is-finance/](https://www.investopedia.com/ask/answers/what-is-finance/) (Erişim Tarihi: 7 Nisan 2019)
- Libra “Introducing Libra”, [https://libra.org/en-  
US/white-paper/](https://libra.org/en-US/white-paper/) (Erişim Tarihi: 15 Temmuz  
2019)
- Lonca Girişim “Lonca Girişim Ana Sayfa”,  
<https://loncagirisim.com/> (Erişim tarihi: 24  
Haziran 2019)
- Methson, Can K. “Önümüzdeki Birkaç Yılda Daha Fazla Melek  
Yatırımcı Göreceğiz”,  
[http://keiretsuforum.com.tr/onumuzdeki-  
birkac-yilda-daha-fazla-melek-yatirimci-  
gorecegiz.html](http://keiretsuforum.com.tr/onumuzdeki-birkac-yilda-daha-fazla-melek-yatirimci-gorecegiz.html) (Erişim Tarihi: 15 Haziran  
2019)
- Mükafat Porföy Yönetimi “Hakkımızda”,  
[https://www.mukafatportfoy.com.tr/hakkimizd  
a.aspx](https://www.mukafatportfoy.com.tr/hakkimizda.aspx) (Erişim Tarihi: 10 Temmuz 2019)
- Odabaşı, Mehmet “Herhangi Bir Getirisi Olmadan Geri Ödemesi  
Yapılan Finansman Yöntemleri İşlam  
Ekonomisi”,  
[https://islamekonomisi.org/herhangi-bir-  
getirisi-olmadan-geri-odemesi-yapilan-  
finansman-yontemleri/](https://islamekonomisi.org/herhangi-bir-getirisi-olmadan-geri-odemesi-yapilan-finansman-yontemleri/) (Erişim Tarihi: 22  
Nisan 2019)

Resmî Gazete

“Kredi Riski Azaltım Tekniklerine İlişkin  
Tebliğ”,

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2015/10/20151023-14.htm> (Erişim Tarihi: 25 Ocak 2019)

Resmî Gazete

“Bankaların Sermaye Yeterliliğinin  
Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin  
Yönetmelik”,

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2015/10/20151023-9.pdf> (Erişim tarihi: 3 Haziran 2019)

Resmî Gazete

“Mevduat Ve Katılım Fonunun Kabulüne,  
Çekilmesine ve Zamanaşımına Uğrayan  
Mevduat, Katılım Fonu, Emanet ve Alacaklara  
İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelikte  
Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik  
Resmî Gazete”,

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/10/20181018-2.htm> (Erişim tarihi: 3 Haziran 2019)

SBA

“What is the 504 Loan Program?”,  
<https://www.sba.gov/offices/headquarters/ofa/resources/4049> (Erişim Tarihi: 6 Ağustos 2019)

Sermaye Piyasası Kurulu

“Aylık İstatistik Bültenleri”,  
<http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylıkIstatistikBultenleri> (Erişim Tarihi: 22 Temmuz 2019)

|                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Sermaye Piyasası Kurulu | <p>“Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, Tanıtım Rehberi”,<br/> <a href="http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/206">http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/206</a><br/> (Erişim Tarihi: 15 Haziran 2019)</p>                                                                      |
| Sermaye Piyasası Kurulu | <p>“Portföy Büyüklükleri”,<br/> <a href="http://www.spk.gov.tr/SiteApps/PortfoyDegerleri/PortfoyBuyuklugu/pys">http://www.spk.gov.tr/SiteApps/PortfoyDegerleri/PortfoyBuyuklugu/pys</a> (Erişim Tarihi: 10 Temmuz 2019)</p>                                                       |
| Sermaye Piyasası Kurulu | <p>“Portföy Yöneticiliği”,<br/> <a href="https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/447">https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/447</a><br/> (Erişim Tarihi: 5 Ağustos 2019)</p>                                                                                                        |
| StartupHR               | <p>“Türkiye’deki Girişim Hızlandırma Programları”,<br/> <a href="https://startuphr.org/blog/turkiyedeki-hizlandirma-programlari-ve-kulucka-merkezi/">https://startuphr.org/blog/turkiyedeki-hizlandirma-programlari-ve-kulucka-merkezi/</a><br/> (Erişim Tarihi: 5 Ekim 2019)</p> |
| TCMB                    | <p>“Faiz İstatistikleri”,<br/> <a href="https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Faiz+Istatistikleri">https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Faiz+Istatistikleri</a> (Erişim Tarihi: 5 Ekim 2019)</p>       |
| TKBB                    | <p>“Hesap Sahiplerine Dağıtılan Kar Payı Oranları”, <a href="http://www.tkbb.org.tr/kar-paylari">http://www.tkbb.org.tr/kar-paylari</a><br/> (Erişim Tarihi: 5 Ekim 2019)</p>                                                                                                     |
| TMSF                    | <p>“TMSF Tarihçesi”<br/> <a href="https://www.tmsf.org.tr/tr/Tmsf/Info/tarihce.tr/">https://www.tmsf.org.tr/tr/Tmsf/Info/tarihce.tr/</a><br/> (Erişim tarihi: 15 Şubat 2019)</p>                                                                                                  |

- Türkiye Finans Katılım Bankası  
“Leasing”,  
<https://www.turkiyefinans.com.tr/tr-ticari/nakdi-krediler/sayfalar/leasing.aspx>  
(Erişim Tarihi: 5 Ekim 2019)
- Ungarino, Rebecca  
“The Global Economy is 'Already on an Irreversible Path' to a Downturn”,  
<https://markets.businessinsider.com/news/stocks/global-economy-heading-toward-downturn-nomura-2018-12-1027836714> (Erişim Tarihi: 30 Aralık 2018)
- Vanham, Peter  
“Which Countries Have The Most Venture Capital Investments? World Economic Forum”,  
<https://www.weforum.org/agenda/2015/07/which-countries-have-the-most-venture-capital-investments/> (Erişim Tarihi: 15 Temmuz 2019)
- Wood, Samuel  
“Are you building your startup for you?”,  
<https://medium.com/startupsco/are-you-building-your-startup-for-you-b3391441b4a6>  
(Erişim Tarihi: 13 Nisan 2019)

## ÖZGEÇMİŞ

Ömer Emeç, 1988 yılında Aydın'da dünyaya gelmiştir. Boğaziçi Üniversitesi İşletme bölümünden mezun olan Emeç, akademik hayatına İstanbul Şehir Üniversitesinde ve sonrasında ise İstanbul Üniversitesi İslam İktisadı ve Finansı Doktora Programı ile devam etmiş ve bu programdan 2019 yılı itibariyle mezun olmuştur. Akademik kariyer hayatını iş hayatına devam ederken sürdüren Emeç'in iş hayatı henüz öğrenci iken Ekopolitik Stratejik Araştırmalar Merkezinde araştırmacı olarak başlamıştır. Sonrasında telekom ve bankacılık sektörlerinde strateji, kurumsal performans, uluslararası iş geliştirme ve özel projeler gibi çeşitli deneyimleri olan Emeç, 2014 yılında çalışmaya başladığı Albaraka Türk Katılım Bankası'nda Baş ekonomist olarak görevini sürdürmektedir. Televizyon kanallarında ekonomi yorumculuğu yapan Emeç'in, çeşitli sivil toplum kuruluşlarında yöneticilik ve üyelikleri bulunmaktadır. Evli ve bir çocuk babası olan Emeç, iyi derece İngilizce bilmektedir.