

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İSLAM İKTİSADI VE FİNANSİ ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

GİRİŞİM SERMAYESİ VE İSLAM HUKUKU
AÇISINDAN TAHLİLİ

ABDULLAH KULUÇ

2501180427

TEZ DANIŞMANI
Doç. Dr. ABDULLAH DURMUŞ

İSTANBUL - 2021

ÖZ

GİRİŞİM SERMAYESİ VE İSLAM HUKUKU AÇISINDAN

TAHLİLİ

ABDULLAH KULUÇ

Bu çalışma Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının finansman yöntemlerini İslam hukuku bağlamında tartışmaktadır. Ele alınan finansman yöntemleri temelde hisse alımı ve hisseye dönüştürülebilir tahvil alımı şeklindedir. Söz konusu finansman yöntemlerine tezin iki ana bölümünde yer verilirken, tarafların fikhî durumu ayrı bir bölümde incelenmiştir. Araştırma, tartışma ve mukayese yöntemlerinin kullanıldığı çalışmanın birinci bölümünde girişim sermayesi ile melek yatırımcı kavramı ve tarihsel gelişimi; yatırım aşamaları ve yatırımdan çıkış stratejileri incelenmiştir. İkinci bölümde ise hisse alımıyla yapılan finansman irdelenmiştir. Hisse senedi türlerinin açıklandığı bu bölümde ayrıca hisse senetlerinin fikhî değerlendirmelerine yer verilmiştir. Hisseye dönüştürülebilir tahvillerin ele alınıp tartışıldığı üçüncü bölümde ise bu tahvillerin mahiyeti, yatırımcısı ve ihraççısı açısından olumlu ve olumsuz olabilecek yönlerine değinilmiştir. Taraflar arasındaki ilişkinin fikhî tahlili dördüncü bölümde yapılmıştır. Yine bu bölümde hisse alımıyla yapılan finansmanın değerlendirilebilmesi için İslam hukukundaki inan ortaklığı ve mudârebe akdine yer verilmiştir. Literatürde girişim sermayesi ve mudârebe akdi arasında benzerlik kurulduğu görülmüştür. Bu benzerliğin Türkiye uygulamasıyla ne kadar uyumlu olduğu tartışılmıştır. İslam hukuku açısından hisseye dönüştürülebilir tahviller karz akdi bağlamında ele alınmıştır. Girişim sermayesi uygulamasında pay sahipliği sözleşmesinin atipikliği nedeniyle, İslam hukuku açısından belli bir akit altında değerlendirilmesinin mümkün olmayacağı kanaatine varılmıştır.

Anahtar kelimeler: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, Mudârebe, İnan, Karz, Hisse Senedi, Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller.

ABSTRACT

VENTURE CAPITAL AND ANALYZED IN TERMS OF

ISLAMIC LAW

ABDULLAH KULUÇ

This study discusses the financing methods of Venture Capital Investment Partnerships in the context of Islamic Law. These financing methods are basically in the form of buying shares and buying convertible bonds. While these financing methods are included in two main parts of the thesis, the legal status of the parties is examined in a separate section. In the first part of the study, in which research, discussion and comparison methods are used, venture capital, the concept of angel investor and its historical development; investment stages and exit strategies are examined. In the second part, the financing made by buying shares is examined. In this section, where stock types are explained, the fiqh evaluations of stocks are also included. In the third part, where convertible bonds are discussed, the nature of these bonds and their positive and negative aspects for the investor and issuer are mentioned. The fiqh analysis of the relationship between the parties is discussed in the fourth chapter. In this section, the musharakah partnership and mudaraba contract in Islamic Law are given in order to evaluate the financing made by buying shares. It has been seen in the literature that there is a similarity between venture capital and mudaraba contract. It has been discussed how compatible this similarity is with the Turkish practice. Convertible bonds are discussed in the context of qard in terms of Islamic Law. Due to the atypicality of the shareholding agreement in the practice of venture capital, it was concluded that it would not be possible to evaluate it under a certain contract in the sense of Islamic Law.

Key words: Venture Capital Investment Partnership, Mudaraba, Inan, Qarz, Equities, Convertible Bonds.

ÖNSÖZ

Girişim sermayesinin girişimciler için önemli bir finansman kaynağı olduğu ve dünyada her geçen gün bu sektörün büyüdüğü bilinen bir gerçektir. Ekonomisi iyi olan ülkelerde daha fazla önem gösterilen bu sektörün Türkiye ve Müslüman vatandaşların çoğunlukta olduğu diğer ülkeler için bir fırsat sunacağı öngörülmektedir. Ancak İslam hukuku açısından bu sektörün konumuyla ilgili yeterli çalışmanın yapılmadığı gözlenmiştir. Yapılan az sayıda çalışmada girişim sermayesinde kullanılan finansman yöntemleri hisse senedi alımına indirgenerek değerlendirilmiştir. Ancak bu değerlendirmelerin detaylı bir analiz içermekten uzak olduğu tespit edilmiştir. Bu çalışma literatürdeki boşluğu doldurmayı hedeflemektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde girişim sermayesi ve melek yatırımcı kavramı, ortaya çıkışı, dünyadaki ve Türkiye'deki uygulamasına yer verilmiştir. Dünya uygulaması tipik Amerikan risk sermayesi modeli üzerinden ele alınırken, Türkiye uygulaması Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları üzerinden incelenmiştir. İkinci bölümde hisse alımı yoluyla yapılan finansman incelenmiştir. Burada hisse senedi türleri üzerinde durulurken hisse senetlerinin fikhî değerlendirmelerine yer verilmiştir. Üçüncü bölümde hisseye dönüştürülebilir tahviller yatırımcısı ve ihraççısı açısından değerlendirilmiştir. Dördüncü bölümde taraflar arasındaki ilişkinin fikhî tahlili yapılmıştır. Bu bağlamda hisse alımıyla yapılan finansmanı mukayese edebilmek için mudârebe ve inan ortaklıklarına yer verilmiştir. Literatürdeki risk sermayesi, mudârebe akdi karşılaştırmalarının da değinildiği bu bölümde söz konusu karşılaştırmalarla ilgili değerlendirmelerde bulunulmuştur. Hisseye dönüştürülebilir tahvilleri İslam hukuku açısından ele alabilmek için karz konusuna yer verilmiştir. Değerlendirme başlığı altında hisseye dönüştürülebilir tahvillerin fikhî değerlendirmesi yapılmıştır.

Bu çalışmanın ortaya çıkmasında birçok kişi ve kurumun katkısı olmuştur. Başta tez konusunun belirlenmesinden tezin nihayete erdirilmesine kadar çalışmanın her aşamasında desteğini ve katkısını gördüğüm kıymetli danışman hocam Doç. Dr. Abdullah DURMUŞ'a şükranlarımı sunarım. Bunun yanı sıra ilmi çalışmalarım hususunda her zaman beni destekleyen anne ve babama; çalışmam ve üretmem

hususunda maddi-manevi yardımlarını esirgemeyen Maruf Vakfı yöneticileri ve Sıtkı ABDULLAHOĞLU'na, İlimler ve Sanatlar Merkezi'ne (İSM), İstanbul 29 Mayıs Üniversitesi Kütüphanesi personeline minnettarım. Tez yazım sürecindeki katkılarından dolayı değerli arkadaşlarım Emrullah AYGÜN'e ve Batuhan Buğra AKARTEPE'ye teşekkür ederim. Ayrıca tüm emekleri için kıymetli eşime ve çalıştığım süre boyunca yeterli ilgiden mahrum bıraktığım kızım Zeynep Hifa'ya teşekkürü bir borç bilirim.

Abdullah KULUÇ

İSTANBUL-2021



İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iii
ÖNSÖZ.....	iv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ VE MELEK YATIRIMCI KAVRAMI	11
1.1. Girişim Sermayesi Kavramı.....	12
1.1.1. Girişim Sermayesinin Ortaya Çıkışı ve Gelişimi	13
1.1.2. Girişim Sermayesinde Aktörler.....	14
1.1.2.1. Mucit.....	14
1.1.2.2. Girişimci	14
1.1.2.3. Girişim Sermayedarı	15
1.1.2.4. Girişim Sermayesi Şirketi.....	15
1.1.2.5. Girişim Sermayesi Fonu	17
1.1.2.6. Menkul Kıymetler Borsaları	17
1.1.3. Girişim Sermayesi Şirketi ile Yapılan Yatırımların Aşamaları.....	18
1.1.3.1. Çekirdek Sermayesi	18
1.1.3.2. Başlangıç Sermayesi	19
1.1.3.3. Erken Aşama Finansmanı	20
1.1.3.4. Gelişme Aşaması Finansmanı.....	20
1.1.3.5. Köprü Finansmanı.....	20
1.1.3.6. Yerine Koyma Sermayesi	21
1.1.3.7. Şirket Hisselerinin / Varlıklarının Satın Alınması	21
1.1.3.8. Yatırımdan Çıkış.....	22
1.1.4. Girişim Sermayesinin Türkiye Modeli: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	22
1.1.4.1. GSYO'ların Kuruluş ve Dönüşümü.....	25
1.1.4.2. Kurucuların ve Ortakların Özellikleri.....	25
1.1.4.3. Lider Sermayedarı Bulunması Gerekli Şartlar	25
1.1.4.4. Şirket Paylarının Durumu	26

1.1.4.5. GSYO Faaliyetleri	27
1.1.4.6. GSYO'ların Portföy Sınırlamaları	28
1.1.4.7. Girişim Sermayesi Yatırımlarına İlişkin Sözleşmeler	28
1.1.4.8. GSYO'lardaki Vergi Muafiyeti	29
1.1.5. Girişim Sermayesi Finansman Modelinin İşleyişi	29
1.1.6. Girişim Sermayesi Şirketinin Girişim Şirketine Finansman Sağlama Yolları	30
1.1.6.1. Hisse Senedi Alımı	30
1.1.6.2. Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvil Alımı.....	31
1.2. Melek Yatırımcı Kavramı ve Tanımı.....	32
1.2.1. Melek Yatırımcıların Özellikleri.....	33
1.2.2. Melek Yatırımcı Türleri	34
1.2.2.1. Çekirdek Dönemi Melek Yatırımcısı.....	34
1.2.2.2. İleri Teknoloji Melek Yatırımcısı	34
1.2.2.3. Yatırım Getirisini Önceleyen Melek Yatırımcı	34
1.2.3. Melek Yatırımcıların Finansman Sağlama Yolları	35
1.2.3.1.Hisse Senedi Alımı	35
1.2.3.2. Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvil Alımı.....	36
1.2.4. Melek Yatırımcıdan Yatırım Alma Süreci	36
1.2.5. Melek Yatırımcıların Yatırımdan Çıkış Yolları	37
1.2.5.1. Halka Arz Sırasında Satış	37
1.2.5.2. Girişimciye Satış.....	37
1.2.5.3. Başka Bir Şirkete Satış	37
1.2.6. Melek Yatırımcıların Türk Hukukundaki Yeri	38
1.2.6.1. Bireysel Katılım Yatırımcılarına Sağlanan Vergi Avantajı.....	38
1.2.6.2. Bireysel Katılım Yatırımcısı Lisansı Alma Şartları.....	40
1.2.7. Melek Yatırımcı Ağları	41
1.2.8. Girişim Sermayesi ve Melek Yatırımcı Arasındaki Farklar.....	42

İKİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİNDE VE MELEK YATIRIMDA HİSSE ALIMİ	43
2.1. Hisse Senedi Alımı Yoluyla Sağlanan Finansman	44
2.2. Hisse Senedinin Yatırımcısına Sağladığı Haklar	44
2.3. Hisse Senedi Türleri.....	45

2.3.1. Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri	45
2.3.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri.....	46
2.3.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri.....	46
2.3.4. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri	47
2.4. Hisse Senetlerinin Fıkhî Değerlendirmesi	47
2.4.1. Mubah Faaliyetler Gösteren Şirketler	47
2.4.2. Haram Faaliyetler Gösteren Şirketler	48
2.4.3. Mubah Faaliyet Göstermekle Birlikte Harama Bulaşan Şirketler.....	48
2.4.4. Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetlerinin Fıkhî Değerlendirmesi.....	50
2.4.5. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetlerinin Fıkhî Değerlendirmesi	51
2.4.5.1. Sahibine Kârdan Öncelikli Olarak Pay Alma Hakkı Veren Senetler	52
2.4.5.2. Sahiplerine Yıllık Sabit Getiri Garantisi Sunan Senetler.....	52
2.4.5.3. Tasfiye Durumunda Sahibine Öncelik Sağlayan Hisse Senetleri.....	52
2.4.5.4. Sermaye Artırımı Esnasında Sahibine Önalım Hakkı Tanıyan Hisse Senetleri	53
2.4.6. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri Fıkhî Değerlendirmesi.....	54
2.4.7. Primli ve Primsiz Hisse Senetlerinin Fıkhî Değerlendirmesi.....	54

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ VE MELEK YATIRIMDA HİSSE SENEDİNE DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR TAHVİL ALIMI	55
3.1. Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller Yoluyla Yapılan Finansman	56
3.2. Hisseye Dönüştürülebilir Tahviller	56
3.2.1. Şirket Açısından Olumlu Yönleri	57
3.2.2. Şirket Açısından Olumsuz Yönleri.....	58
3.2.3. Yatırımcı Açısından Olumlu Yönleri	59
3.2.4. Yatırımcı Açısından Olumsuz Yönleri.....	59
3.3. Borçlanma Araçları Tebliğine Göre Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller60	
3.4. Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvillerin Dönüştürülmesi	60
3.4.1. Tahvillerin Bir İtfa Planına Bağlı Olarak Dönüşümü	61
3.4.2. Şirketin Talebine Bağlı Olarak Dönüştürme	62
3.4.3. Tahvil Sahibinin Talebine Bağlı Olarak Dönüştürme.....	63
3.4.4. Tahvillerin Dönüştürme Oranı ve Fiyatı	63
3.5. Hisseye Dönüştürülebilir Tahvillerde Tarafların Hukukî Durumu.....	64

3.5.1. Hisseyeye Dönüştürülebilir Tahvillerde Tarafların Hak ve Yükümlölükleri ..	64
3.5.1.1. Anapara Güvencesi	65
3.5.1.2. Faiz Getirisi.....	65

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TARAFLAR ARASINDAKİ İLİŞKİNİN FIKHÎ TAHLİLİ.....	67
4.1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarında Tarafların Fikhî Durumu	68
4.1.1. İnan ortaklığı	68
4.1.2. Mudârebe.....	76
4.1.3. Değerlendirme	82
4.2. Hisseyeye Dönüştürülebilir Tahvillerde Tarafların Fikhî Durumu	87
4.2.1. Karz	87
4.2.2. Değerlendirme	89
SONUÇ.....	93
KAYNAKÇA	96

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Tipik Bir Amerikan Risk Sermayesinin Yapısı.....16

Şekil 2: GSYO'nun Yapısı ve İşleyişi.....24



KISALTMALAR LİSTESİ

GSYO: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

HDT: Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller

MKK: Merkezî Kayıt Kuruluşu

SerPK: Sermaye Piyasası Kanunu

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

KOBİ: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler

Mad.: Madde

t.y.: Tarih yok

y.y.: Yayın yeri yok

GİRİŞ
KONUNUN ÖNEMİ VE KAPSAMI



Araştırmanın Konusu ve Önemi

Girişim sermayesi uygulamasının, gelişmekte olan ülkelerde kalkınmayı ivmelendirecek bir potansiyele sahip olduğu öteden beri dile getirilen bir husustur. Özellikle yeni teknolojilerin geliştirilmesi hususunda söz konusu edilen girişim sermayesinin İslam hukukuna uygun bir finansman türü olup olmadığı netleştirilmesi gereken bir noktadır. Bu noktadan hareketle çalışmamızın konusu girişim sermayesi şirketlerinin kullandığı finansman yöntemlerinin İslam hukukuna göre analiz edilmesidir. Finansman yöntemlerinin hükmüyle ilgili bir netliğe ulaşılması durumunda ilgili kurum ve kişilerin önünde yeni bir yatırım alanı ortaya çıkmış olacaktır. Elbette ki bu yeni yatırımlar işsizlik, doğrudan yabancı yatırımcı, büyüme gibi makroekonomik göstergelerde de iyileşme sağlayacaktır. Girişim sermayesi yatırımları için arzu edilen, yeni teknolojik ürünlerin ortaya çıkması durumunda, bu ürünlerin ihracatı, özellikle cari açık ve döviz kuru problemi yaşayan Türkiye için bir çözüm olabilecek niteliktedir.

Amaç

Böylesi önemli faaliyetler gerçekleştirme potansiyelini içerisinde barındıran girişim sermayesi uygulamasında, finansman sağlama yöntemleri çeşitlilik arz etmektedir. Bu yöntemlerin anlaşılması çalışmanın birinci amacını oluştururken ikinci hedefi ise bu finansman sağlama yöntemlerinin İslam hukukuna göre değerlendirmelerinin yapılmasıdır. Bu sayede Türkiye’de oldukça nadir olan girişim sermayesinin İslam hukuku açısından analiz edilmesiyle, ilgili literatüre mütevazı bir katkı sunulmuş olacaktır.

Yöntem

Vaz’-ı cedîd için keşf-i kadim gerek düsturunca, girişim sermayesinde kullanılan finansman yöntemlerinin analizini yapabilmek için ilgili yöntemler serdedildikten sonra İslam hukukundaki inan, mudârebe ve karz akitlerinin konuyla ilgili olabilecek hususları ön plana çıkarılmıştır. Akabinde finansman yöntemleri, bu akitlerle benzerlikleri noktasında değerlendirme tabi tutulmuştur. Görüldüğü üzere bu çalışmada takip edilen yöntem temelde araştırma, tartışma ve mukayesedir.

Çalışmamızın bölümlerinde takip edilen yöntem ise şu şekildedir: Birinci bölümde girişim sermayesinin ne olduğu ve tanımı üzerinde durduktan sonra ortaya çıkışı ve gelişmesi ele alınmıştır. Akabinde girişim sermayesi aktörleri tanıtılmış ve işleyişi ortaya konulmuştur. Bu noktada önemli bir hususun altını çizmek gerekmektedir: Bu bölümde anlatılan ve tanıtılan girişim sermayesi uygulaması daha çok Amerika'daki girişim sermayesi pratiğidir. Türkiye'deki literatür bunun üzerine inşa edilmiş durumdadır. Ancak SPK tebliğinin öngördüğü girişim sermayesi uygulaması Amerikan uygulamasından kısmen farklıdır. Bu farklılık İslam hukuku açısından farklı değerlendirmelere tabi olacak cinstendir. Değerlendirme kısımlarında bu hususların detaylarına girilmiştir. Girişim sermayesinin yaptığı finansmana, girişim şirketinin gelişim aşamalarına göre farklı isimler verilmiştir. Bu finansman aşamaları riski yüksek olandan düşük olana doğru sıralanmıştır. Türkiye uygulaması SPK'nın Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına ilişkin tebliği esas alınarak ortaya konulmuştur. Türkiye uygulamasında girişim sermayesi, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (GSYO) şeklinde kurumsallaşmıştır. Bu tebliğde GSYO'ların kuruluşları, faaliyet alanları, portföyleri, vergi muafiyetlerine kadar detaylı bir şekilde uyması gereken kurallar belirtilmiştir. Ancak çalışmada konuyla ilgili hususlara daha özet bir şekilde yer verilmiştir. Girişim sermayesi finansman modelinin işleyişini aktardıktan sonra finansman sağlama yöntemleri olan hisse senedi alımı ve hisseye dönüştürülebilir tahvil alımının nasıl olduğuna kısaca değinilmiş, detaylar ikinci ve üçüncü bölümde ele alınacağı için melek yatırımcılık konusuna geçilmiştir.

Melek yatırımcı konusuna burada yer verilmesinin nedeni onun girişim sermayesi sektörü alanında yer edinmesinden kaynaklanmaktadır. Öyle ki girişimciler, girişimleri için finansman bulmak maksadıyla birinci sırada melek yatırımcılara başvururken ikinci aşamada girişim sermayesi şirketlerine başvurmaktadır. Diğer taraftan melek yatırımcı ve girişim sermayesi şirketlerinin girişimcileri finansman sağlama yöntemleri de hemen hemen aynıdır.

Melek yatırımcı, SPK tebliğinde Bireysel Katılım Yatırımcısı olarak isimlendirilmiştir. Melek yatırımcı olabilme şartları, bu kimselere sağlanan vergi avantajları gibi konuları ele aldıktan sonra girişim sermayesi ve melek yatırımcının

birbirlerinden bazı teknik farklılıklarından bahsedildikten sonra ikinci bölüme geçilmiştir.

Bu bölümde girişim sermayesi finansman yöntemlerinden biri olan hisse alımı yoluyla yapılan finansman detaylıca ele alınıp incelenmiştir. Hisse alımı yapıldıysa finansman değil ortaklık ortaya çıkar, şeklinde zihinlere bir düşünce gelebilir. Ancak girişim sermayesi şirketinin amacı bir girişim şirketine ortak olup süresiz bir şekilde ortaklığını devam ettirmek değildir. Onun amacı girişim şirketi belli bir seviyeye gelinceye kadar ona hisse alımı şeklinde bir finansal destek sağlayıp yönetim ve danışmanlık konularında yardımcı olmaktır. Girişim şirketinin amacı da aslında kendisine bir ortak bulmak değil, kendisine bir finansal destekçi bulmaktır. Dolayısıyla hisse alımı yoluyla finansman sağlamak tabiri doğru bir kullanım olmaktadır. Literatürde de aynı şekilde kullanımı yaygındır. Hisse senedinin ne olduğu, türleri, sahibine ne tür haklar sağladığı şeklinde teknik durum arz edildikten sonra İslam hukuku açısından hisse senetlerinin değerlendirmesine geçilmiştir.

Üçüncü bölümde diğer bir finansman yöntemi olan hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerin ne olduğu, yatırımcı ve ihraççı açısından olumlu, olumsuz yönleri ele alınmıştır. Bu tür tahvillerde tarafların hak ve yükümlülüklerine değinilmiştir.

Dördüncü bölümde taraflar arasındaki ilişkinin fikhî tahliline yer verilmiştir. İkinci ve üçüncü bölümlerde ele alınan finansman yöntemlerinin değerlendirmelerine yer verilmiştir. Girişim sermayesi şirketi ve hisse alımı yoluyla finansman sağladığı girişim şirketinin İslam hukukuna göre konumunu analiz edebilmek için inan ortaklığı ve mudârebe akitleri ele alınmıştır. Değerlendirme başlığı altında ise tarafların hangi akdin çerçevesi içerisinde bulundukları ortaya konulmuştur. Bu bölümde hisseye dönüştürülebilir tahvil yoluyla yapılan finansmandaki tarafların İslam hukukuna göre konumlarını analiz edebilmek için karz akdine yer verilmiştir. Değerlendirme kısmında ise hisseye dönüştürülebilir tahvillerin İslam hukukuna göre analizi yapılmıştır.

Çalışmanın sonuç kısmında finansman sağlama yöntemleriyle ilgili elde edilen tespitler ortaya konulmuş, bu tespitlerin İslam hukukundaki karşılıkları ve aldıkları

hükümler verilmiştir. Sonrasında mahzurlu yönlerin nasıl giderilebileceğiyle ilgili önerilerde bulunularak çalışma sona erdirilmiştir.

Temel Kavramlar

Bu çalışmada risk sermayesi, girişim sermayesi melek yatırımcı vb. kavramlar bulunmaktadır. Bu kavramların kullanım yerleriyle ilgili açıklık getirmek faydalı olacaktır.

Kullanılan kavramlardan biri risk sermayesidir. Bu çalışmada -gerekçesi gelecek bölümde açıklanacak- risk sermayesi ve girişim sermayesi kavramları aynı manaya gelecek şekilde kullanılmıştır. Yararlanılan kaynakta, risk sermayesi kavramı kullanıldıysa, çalışmada buna bağlı kalmaya çalışılarak risk sermayesi; girişim sermayesi kavramı kullandıysa girişim sermayesi kavramı tercih edilmiştir. Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları girişim sermayesinin kurumsallaşmış şeklidir. Girişim sermayesi şirketi şeklindeki kullanımda ya da girişim sermayesi olarak yalın kullanımda da kastedilen Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarıdır.

Diğer bir kavram melek yatırımcı kavramıdır. Melek yatırımcı kavramı yaygın kullanılan bir kavramdır. Ancak SPK’nın tebliğ metninde Bireysel Katılım Yatırımcısı olarak isimlendirilmiştir. Çalışmada çoğunlukla melek yatırımcı kavramı kullanılmakla beraber tebliğ metinleriyle ilgili olan yerlerde Bireysel Katılım Yatırımcısı kavramı kullanılmıştır. Kısacası Bireysel Katılım Yatırımcısı ve melek yatırımcı aynı manada kullanılmıştır. Kaynak olarak kullanılan eserlerde ise sadece melek yatırımcı şeklinde kullanılmıştır. Bu kullanıma bağlı kalarak çalışmada melek yatırımcı tercih edilmiştir.

Mudârebe akdinin ele alındığı yerde mudarebeyle ilgili kavramların daha rahat anlaşılabilmesi için Türkçe karşılığı ya da yaygın kullanımları tercih edilmiştir. *Mudârip* yerine işletici, işletmeci; *rabbu’l-mâl* yerine sermayedar, *re’sü’l-mâl*, yerine sermaye kavramları tercih edilmiştir.

Çalışmadaki bir diğer kavram olan *riba*, faizle eş anlamlı olduğundan birbirlerinin yerine kullanılmıştır.

Son olarak hisse senedi ve pay, aynı anlamda kullanılmakla birlikte çoğunlukla hisse senedi tercih edilmiştir.

Bu kavramların dışındaki kavramlar klasik kaynaklarda yer aldığı şekilde değiştirilmeden kullanılmıştır.

Konunun Sınırları

Çalışmada girişim sermayesinde ve melek yatırımda finansman işlemlerinin İslam hukuku açısından analizi ele alınmıştır. Finansman işlemlerinin temelde iki unsur üzerine bina edildiği tespit edilmiştir. Bunlardan biri hisse alımı şeklinde iken diğeri hisseye dönüştürülebilir tahvil alımı şeklindedir. Yani girişim sermayesi şirketi ve melek yatırımcı bunlardan birini tercih etme noktasında özgürdür. Çalışmanın amacı olan analizin yapılabilmesi için gereken bilgiyi elde etme hususu önem taşımaktadır. Hisseye dönüştürülebilir tahviller konusunda tebliğ metinlerinin mevcut olması hasebiyle daha net bir bilgiye ulaşmak mümkündür. Ancak hisse alımı şeklinde yapılan finansmanda taraflar arasında pay sahipliği sözleşmesi imzalanmaktadır. Bu sözleşme içeriği taraflara bırakıldığı için standart bir sözleşme ve uygulama şeklinden bahsetmek mümkün olmamaktadır. Sözleşme yapısından kaynaklı olarak, standart bir uygulamanın bulunmaması analiz edilecek hususlarda netliği ortadan kaldırmaktadır. Standart uygulama bulunmamasından kaynaklanan bu nokta çalışmanın kısıtlı kaldığı noktadır. Bu kısıtlılığı aşmak için varsayımsal değerlendirmelerde bulunulmuştur.

Literatür

Bu çalışmanın konusuyla ilgili yapılan literatür taramasında çok fazla çalışmanın yapılmadığı gözlenmiştir. Yapılan çalışmalar ise daha çok girişim sermayesi, faizsiz bankacılık ve mudârebe karşılaştırması ekseninde yapılmıştır.

Yapılan çalışmalarda ilk sırayı alan Hamdi Döndüren'in "İslam Bankacılığı ve Risk Sermayesi" (1992) isimli makalesidir. Döndüren, bu makalenin Tansu Çiller ve Murat Çizakça tarafından kaleme alınan **Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri** isimli esere, İslam hukuku ve İktisadı açısından bir tahlil ve tenkid olduğunu belirtmiştir. Söz konusu makalede girişim sermayesi şirketi, sermaye işleticisi; girişimci şirket, alt işletici olarak kabul edilmiştir. İslam bankalarıyla risk sermayesi

arasında benzerlik kurulan çalışmada finansman yöntemleriyle ilgili detaylara yer verilmemiştir. Makalede, mudârebe akdiyle girişim sermayesinin benzerliği vurgulanmıştır. Girişim sermayesi şirketinin kendisine fon sağlayanlara ve finansman sağladığı girişimcilere göre iki farklı tüzel kişiliği bünyesinde barındırdığı belirtilmiştir. Çalışmanın büyük oranda tahlil ve tenkidinin yapıldığı belirtilen eserin fikirlerini paylaştığı tespit edilmiştir.

Diğer bir çalışma, Salih Kumaş tarafından hazırlanan “Faizsiz Bir Finans Yöntemi Olarak Venture Capital Sistemi ve İslam Bankacılığı ile Mukayesesi” (2007) isimli makalesidir. Bu çalışmada da İslam bankası ve risk sermayesinin modern mudârebe akdi olduğu temellerinin commenda ve klasik mudârebeye dayandığı öne sürülmüştür. İslam bankasının ve risk sermayesi uygulamasının arasında yapısal ve fonksiyonel benzerliklerin olduğu öne sürülmüştür. Çalışmada Amerikan girişim sermayesi şirketi baz alınmış olup, kullandığı finansman yöntemlerine değinilmemiştir.

Risk sermayesiyle ilgili Murat Çizakça’nın **İslam Dünyasında ve Batı’da İş Ortaklıkları Tarihi**, isimli bir eseri bulunmaktadır. Söz konusu eserde Çizakça risk sermayesi ve mudârebe arasında birçok benzerliğin olduğunu belirttikten sonra, bu benzerliklerden hareketle mudârebenin bugüne uyarlanmış şekli risk sermayesidir şeklinde bir çıkarımın doğru olmadığını belirtir. Ona göre risk sermayesi, mudarebenin evrimleşerek bugüne gelmiş hâlidir. Eserde Amerikan risk sermayesi yapısı aktarılıp kullandığı finansman yöntemlerine değinilmiştir. Ancak bu finansman yöntemleriyle ilgili yorum yapılmamış sadece hisse alımı şeklinde yapılan finansman üzerinde durulmuştur. Eserin, girişim sermayesini hisse senedi alımıyla değerlendirip, girişim sermayesini hisse alımıyla yapılan ortaklığa indirgemesi bir eksiklik olarak görülebilir.

Abdullah Bel’îdî tarafından hazırlanan “et-Temvil bi-Ra’si’l-Mâli’l-Mahâtır Dirâse Mukârane ma’t-Temvil bi-Nizami’l-Muşâreke” isimli çalışmada müşâreke ve risk sermayesi toplumsal faydaları ve kullanım imkânları yönüyle karşılaştırılmıştır. Hem müşârekede hem de risk sermayesinde sermayedarların bir riski üstlenmeyi göze aldıklarını, bu nedenle konvansiyonel bankacılık faaliyetlerinden ayrıldıklarına değinilmiştir. Müşâreke finansmanının kısa, orta ve uzun vadeli kullanım imkânı sunduğuna ancak risk sermayesiyle finansmanın orta ve uzun vadeli bir finansman

imkânı sunduğuna işaret edilmiştir. Müşârekenin, risk sermayesi finansman yöntemine göre İslam İktisadı prensipleriyle daha uyumlu olduğunun belirtildiği çalışmada risk sermayesi ile finansman sadece risk sermayedarının risk üstlenmesi noktasından ele alınmıştır. Çalışma içerisinde İslam hukukundaki akitlerin birçoğuna yer verilmiştir. Çalışmada konu ekseninden zaman zaman uzaklaşıp doğrudan ilgisi bulunmayan başlıkların ele alınması zihnî bütünlüğün korunmasını zorlaştırmıştır.

Tülay Zaimoğlu tarafından kaleme alınan **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları** isimli eser girişim sermayesiyle ilgili yapılan çalışmaların birçoğunda başvuru kaynağı olarak kullanılmıştır. Dünyadaki risk sermayesi uygulamalarının da aktarıldığı eser, Türkiye’de uygulama önerileri hususunda kısmen kısıtlı kalmıştır. İslam bankalarının kuruluş felsefelerinin bir gereği olarak risk sermayesi yatırımlarına yönlendirilebilecek bir konumda olduklarını belirten Zaimoğlu, risk sermayesinin uzmanlık gerektiren bir alan olması nedeniyle bu bankaların doğrudan risk sermayesi yatırımı yapması yerine, risk sermayesi şirketlerinin hisselerini satın alarak bu sektöre girmelerinin daha makul olacağını belirtmiştir.

Girişim sermayesinin mahiyetinin anlaşılması için kullanılan kaynaklardan bir diğeri M. Kemalettin Çonkar’ın **Risk Sermayesi Finansman Yöntemi** isimli çalışmasıdır. Çalışmasında risk sermayesi finansman yöntemini dünyadaki örnekleriyle aktaran Çonkar, Türkiye’de bu sektörün gelişmesi için neler yapılabileceğini somut örneklerle açıklamıştır. Bu örneklerin içerisinde katılım bankaların devletin zorlamasıyla tedricen bu sektöre yönlendirilmesi, geçiş süreci tamamlanıncaya kadar girişim sermayesi şirketlerinden hisse alınması, kazançlarının % 2,5’undan zekât fonu oluşturup bu fondan finansman bulmakta sıkıntı çeken girişimcilere fon aktarılması gibi önerileri bulunmaktadır.

Girişim sermayesi şirketlerinin Türkiye’deki hukukî düzenlemeleri **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3)** ile belirlenmiştir. Çalışmada bu tebliğ metni esas alınmıştır. Bunun yanında diğer bir başvuru kaynağı Salih Tayfun İnce’nin **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Payscaleleri Sözleşmesi** isimli eseridir. İnce, bu eserinde girişim sermayesi kavramını, tarihini ve diğer ülkelerdeki gelişimini ele aldıktan sonra Türkiye’deki

GSYO'ların hukuki düzenlenişini söz konusu tebliğ ekseninde detaylı bir şekilde incelemiştir. Akabinde GSYO'ların finansman sağladıkları girişim şirketleriyle yaptıkları pay sahipleri sözleşmelerinin hukuki yapısını incelemiştir. Bu sözleşmelerin içeriği taraflara bırakıldığı için eğer sözleşme bir adi ortaklık doğuruyorsa o sözleşme adi ortaklık hükümlerine tabii iken eğer sözleşme adi ortaklık oluşturmuyorsa borç sözleşmesi olarak kabul edileceğini belirtmiştir.

Girişim sermayesi finansman yöntemlerinden biri olan ve tezin bir bölümünde değerlendirmesinin yapıldığı hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerle ilgili olarak Gökhan Aydoğan'ın **Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller** isimli çalışması kullandığımız kaynaklar arasında önemli bir yer tutmaktadır. Aydoğan, bu çalışmasını Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i (II: 22) baz alarak oluşturmuştur.

Hisse senetleriyle ilgili teknik bilgiler için başvurulacak kaynaklardan bazıları ise **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzunun** yanında Ahmet Aksoy ve Cihan Tanrıöven tarafından yazılan **Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi** isimli eserlerdir. Ancak hisse senetlerinin fikhî değerlendirmesi için S'ad b. Türki El-Haslân'ın **Fıkhü'l-Muamelati'l-Mâliyyeti'l-Muâsırası** ve Servet Bayındır'ın **Fıkhî ve İktisadî Açından İslâmî Finans-II (Para ve Sermaye Piyasaları)**, Vehbe ez-Zühaylî'nin **el-Mu'âmelâtü'l-mâliyye el-Mu'âsırası**, Ahmet b. Muhammed el-Halil, **el-Eshüm ve's-senedât ve ahkâmuhâ** isimli çalışmaları temel başvuru kaynaklarımız olmuşturlardır.

İslam hukukuna göre değerlendirme yapabilmek için çalışmanın dördüncü bölümünde inan ve mudârebe akitleri ele alınırken başlıca başvuru kaynaklarımız ise şöyle olmuştur: Osman Şekerci **İslâm Şirketler Hukuku Emek-Sermaye Şirketi**, Ali Haydar Efendi **Dürerü'l-Hukkâm Şerhu Mecelleti'l-Ahkâm**, Fetâvâyi Hindiyye, İbn Âbidîn **Reddü'l-muhtâr 'ale'd-Dürri'l-muhtâr**, Ali el-Hafîf, **eş-Şerikât fi'l-fıkhî'l-İslâmî**, Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertûbi's-şerâ'i'**, İbn Kudame, **el-Muğnî**, v.b.

Çalışmada hisse senedine dönüştürülebilir tahvilleri karz bağlamında değerlendirirken başlıca şu eserlerden faydalanılmıştır: Abdullah b. Muhammed El-Imranî, **El-**

Menfe’atü fi’l-Karz, Ali el-Hafîf, **Ahkâmü’l Muâmelâti’s-Ser’iyye**, Serahsî, **el-Mebsût** ve ikinci bölümdeki kaynak eserlere müracaat edilmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM
GİRİŞİM SERMAYESİ VE MELEK YATIRIMCI KAVRAMI

1.1. Girişim Sermayesi Kavramı

Girişim sermayesi, fon fazlası olan kurumsal yatırımcıların ya da şahısların yatırım talep eden şirketlere yatırım yaparak pay elde etmesi ve şirketin büyüyüp değer kazanması sonucunda bu payları satarak kâr elde etme amacı güden yatırım şirketine denir.¹ Girişim sermayesi ve risk sermayesi arasında çok büyük farklılıklar bulunmamaktadır, girişim sermayesi 3-10 yıllık bir geçmişi bulunan şirketlere yatırım yaparken risk sermayesi bir fikre ve start uplara yatırım yapmaktadır.² Risk sermayesi, Venture capital, Atılım sermayesi, Cesarete dayalı sermaye gibi isimlerle anılmaktadır.³ Kanaatimizce risk sermayesi ya da girişim sermayesi birbirinin yerine kullanılabilir mahiyettedir. Çünkü özü itibarıyla bakıldığında işlem, büyüyüp kâr ettireceği düşünülen bir şirkete bir sermaye aktarımı yapılarak ortak olunması ve belli bir zaman sonra alınmış olan payların satılarak ortaklığın sona erdirilmesidir. Bu itibarla yeni kurulmuş ya da kurulacak şirkete ortak olmakla üç-dört yıl önce kurulmuş şirkete ortak olmak arasında bir fark olmasa gerektir. Konuyla ilgili çıkarılmış olan tebliğ metinlerinde girişim sermayesi isimlendirmesi tercih edildiği için bu çalışmada da aynı isimlendirme tercih edilmiştir.

Girişim sermayesi; gelişme potansiyeline sahip ya da teknoloji alanında faaliyet gösteren firmalara yönelik bir finansman türüdür. Bu finansman türünde yüksek risk olmakla birlikte getiri oranları diğer yatırım ürünlerine göre daha yüksektir.⁴

Özgün, dinamik fikirlere sahip olup ancak bu fikirleri gerçekleştirebilecekleri finansal kaynakları bulunmayan girişimcilerin bu fikirlerini uygulayabilecekleri bir yatırım finansman biçimidir. İşletmede bir ortak olmak kaydıyla, feshedilemez haklara sahip olarak yapılan bir öz kaynak ya da öz kaynak benzeri bir yatırımdır.⁵

¹ Emine Seda Hocaoglu Yıldız, “Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Analiz”, s. 6.

² Yıldız, “Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları”, s. 7.

³ Pınar Övek, “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Muhasebe Sistemi”, s. 2.

⁴ Tülay Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:19, Ankara, Pelin Ofset, 1995, s. 3.

⁵ Gökhan Çakmakçı, “Kobilerin Finansmanında Risk Sermayesi Modeli ve Bu Modelin Yatırımcı ve Firma Bazında Uygulanabilirliği”, s. 27.

Diğer bir tanım ise şöyledir; yeni bir ürünün ya da teknolojinin, yeni bir üretim ve hizmet biçimi hedefleyerek kâr oranı yüksek projelere ya da bu projeleri gerçekleştirecek girişim şirketinin menkul kıymetlerinin satın alımı ve bunun sonucu olarak kârdan pay almayı önceleyen, bunun için de öz kaynak sağlama şeklinde yapılan bir finansman biçimidir.⁶

İşeri tarafından yapılan başka bir tanımlamada ise girişim sermayesi, girişimcilerin orijinal fikirlerine, küçük işletmelerin kuruluş, büyüme, ürün tutundurma aşamalarında özsermaye ortaklığı, kredi artırımını ya da sadece yönetimlerine destek olarak yapılan bir finansman yöntemidir.⁷

1.1.1. Girişim Sermayesinin Ortaya Çıkışı ve Gelişimi

Günümüzdeki uygulama biçimiyle girişim sermayesi 1946'da George Doriot tarafından Amerikan Araştırma ve Kalkınma Şirketi vasıtasıyla gerçekleştirilmiştir. Doriot bu uygulamasıyla teminat göstermede, anapara ve faiz ödemelerinde zorluk içerisinde bulunan girişimcilere bir kapı açmıştır. Girişim sermayesi uygulamasının ilklerinden sayılan bir diğer uygulama ise ABD'li iş adamı Rockefeller'in ikinci dünya savaşından dönen arkadaşlarına sağladığı finansal desteği borç ve yardım olarak kabul etmeyip onların yaptıkları işlere ortak olarak girmesiyle gerçekleşmiştir. 1958'de Küçük İşletme Yatırım Şirketleri kurularak girişim sermayedarlarının profesyonel anlamda yetişmelerine olanak sunulmuştur.⁸ Amerika Birleşik Devletleri'nde kurumsal olarak ortaya çıkan girişim sermayesi İngiltere ve Japonya'da da geniş uygulanma sahası bulmuştur.⁹

1950 sonrasında teknoloji alanında daha gelişmiş olan ülkeler bu teknolojileri bu alanda onların seviyesinde olmayan ülkelere teknoloji ihraç etmişlerdir. Bu ihraç sonucunda yaptıkları teknoloji harcamalarının bir kısmını amorti edebilmişlerdir ancak teknolojinin demode olması durumunda yaptıkları yatırımların dönüşü

⁶ Mustafa Kellekci, "Risk Sermayesi, Yeni Trendler ve Uygulamalar", s. 4.

⁷ Müge İşeri, **Risk Sermayesi ve Türkiye'deki Geleceği**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2001, s. 11.

⁸ M. Kemalettin Çonkar, **Risk Sermayesi Finansman Yöntemi**, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2007, Yayın No: 2007-61, s. 2.

⁹ Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları**, s. 7.

gerçekleşmemiştir. Bu riskten uzak durmak isteyen yatırımcılar da girişim sermayesini tercih etmişlerdir.¹⁰

1980 ve sonrasında daha fazla gelişme gösteren girişim sermayesi bu gelişimini söz konusu şirketlere sağlanan vergi avantajlarına, kurumsal fonların bu alana girmesine ve anonim şirket olarak yapılanıp borsaya kote olmalarına borçludur.¹¹

1.1.2. Girişim Sermayesinde Aktörler

Tipik bir girişim sermayesi uygulamasında mucit, girişimci, girişim sermayesi fonu, girişim sermayedarı ve menkul kıymetler borsası gibi aktörler bulunmaktadır. Bu aktörlerin tamamı olabileceği gibi bazılarının bulunmadığı uygulamalar da söz konusudur. Örneğin yatırımdan çıkışta bir yöntem olarak kullanılan menkul kıymetler borsasında halka arz yerine girişimciye geri satış ya da stratejik bir yatırımcıya satış yapılabilmektedir.

1.1.2.1. Mucit

Teknoloji alanında bir sorunu fiilen çözerek buluş yapan kişilere mucit denir. İcadın ise yeni bir ürün, eski bir ürünün yeni bir alanda kullanımı ya da yeni bir üretim tarzı geliştirmeye ilgili olması beklenir.¹² Girişim sermayesi alanında mucit yerine bilim adamı tabiri de kullanılmaktadır. Çünkü bu sektörde beklenen temel unsur teknolojik yenilik yapılmasıdır. Dolayısıyla mucitler ve bilim adamları girişim sermayesi aktörleri içinde yer alır.¹³

1.1.2.2. Girişimci

Üretim yapmak amacıyla bir işe kalkışan kimse girişimci olarak adlandırılır. Aynı şekilde ticaret, endüstri gibi alanlarda yatırım yapmak amacıyla sermaye koyan kişilere de girişimci ya da müteşebbis denir.¹⁴

Girişimcinin ekonomiye katkısı yeni tedarik yöntemi, yeni ürün ve üretim tarzı yeni pazar bulma sayesinde olur. Girişimci bunları yaparken risk ve finansal sorunlarla

¹⁰ Hakan Yılmaz “Girişim Sermayesi Finansman Modeli: İstanbul İlinde Bir Uygulama”, s. 10.

¹¹ Aylin Erdoğan, “Türkiye’de Kobilerin Finansmanında Risk Sermayesinin Rolü ve Önemi”, s. 4.

¹² Ahmet Burak Varlık, “Risk Sermayesi”, s. 4.

¹³ Yılmaz, “Girişim Sermayesi Finansman Modeli: İstanbul İlinde Bir Uygulama” s. 14.

¹⁴ <https://sozluk.gov.tr/> çevrimiçi 06.09.2020

karşılaşabilir. Girişimci kısaca eksiksiz bir biçimde üretimi yapan, bunun karşılığı bir kazanç bekleyen ve bütün çıkabilecek olumsuzlukları da üzerine alan kişidir.¹⁵

1.1.2.3. Girişim Sermayedarı

Girişim sermayedarı ortaklık kurma ya da yatırım yapılması durumunda hâsıl olan finansman ihtiyacını karşılayan gerçek ya da tüzel kişidir. Girişim sermayesi şirketi ise kendinde topladığı finansal kaynaklarla yatırım fonları oluşturup bu fonlarla yeni kurulan ya da kurulması gerçekleştiği halde bir süre daha fon ihtiyacı içinde olan şirketlere yatırım yapan şirkettir. Bu yatırım, hisse senedi olarak öz kaynak sağlama şeklinde yapılan bir yatırımdır.¹⁶

Girişim sermayesi şirketi aynı zamanda yatırım yaptığı şirketin yönetimine dâhil olarak stratejik kararların alınmasında etkin rol oynayarak şirketin pazar payını artırmayı hedefler.¹⁷

Girişim sermayesi şirketlerinin çıkardığı katılma paylarını satın alarak belli bir risk üstlenen, bunun sonucunda da orta ve uzun vadede yüksek getiri bekleyen kişiler de girişim sermayedarı sınıfına dâhil edilebilir. Bu yatırımcıların sağladığı fonlar girişim sermayesine aktarılır ve bu şekilde yatırımcılar risk üstlenmiş olurlar.¹⁸

1.1.2.4. Girişim Sermayesi Şirketi

Girişim sermayesi şirketi yatırımcılardan elde ettiği fon ile girişim şirketine finansman sağlamaktadır. Bu şirketin fon toplama ve kullandırma yöntemine yukarıda değinilmişti. Ancak burada biraz daha detaya inilecektir:

Girişim sermayesi şirketinin, girişim şirketine kullandıracağı fonu elde etme yöntemine göre ikiye ayrılması mümkündür: Bunlardan birincisi kaldıraçlı girişim sermayesi şirketleri ki fonlarını özel kaynaklardan, devletten ya da devlet garantili borçlanma araçlarından sağlarlar. Kendi fonlarını borçlanma ile elde ettikleri için de bu fonu kullandırırken kredi verme ya da hisse senedine dönüştürülebilir tahvil uygulamasını tercih ederler. Bu tür şirketler kendi kullandıkları kredilerin faiz

¹⁵ Yıldız, “Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları”, s. 10.

¹⁶ Fatma Ercan, “İnovasyonun Finansmanı ve KOBİ’lerde Risk Sermayesinin Önemi: Türkiye Örneği” s. 24.

¹⁷ İşeri, **Risk Sermayesi ve Türkiye’deki Geleceği**, s. 9.

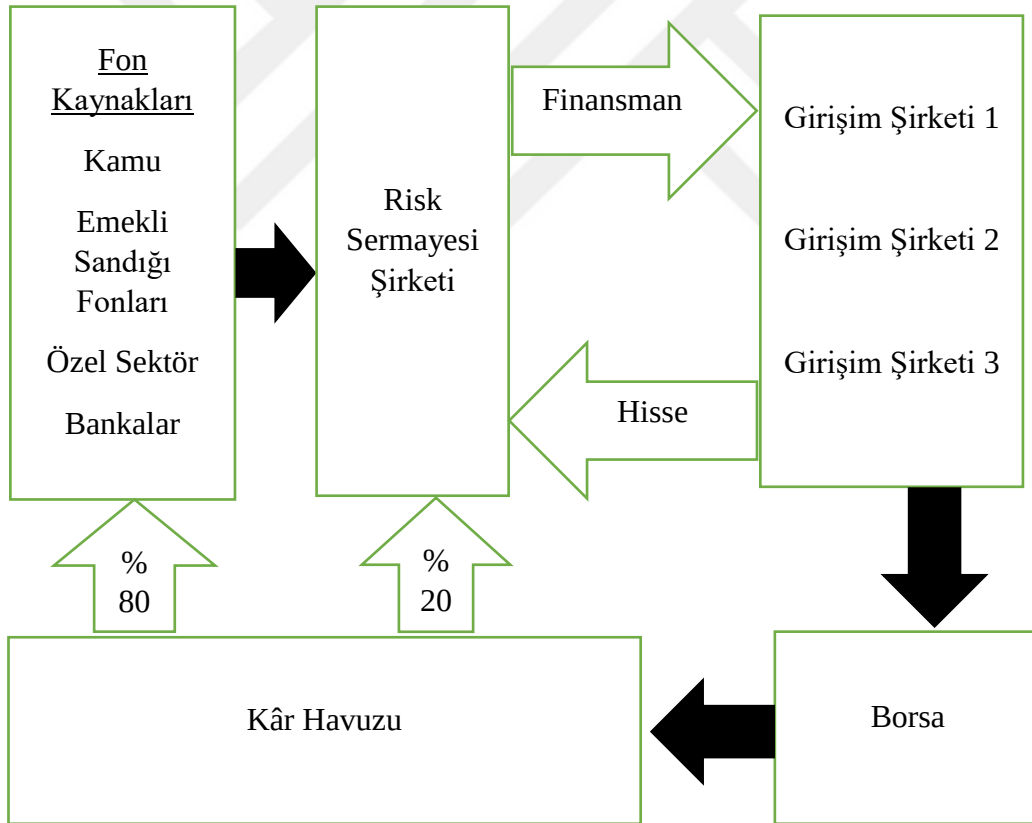
¹⁸ Ercan, “İnovasyonun Finansmanı ve KOBİ’lerde Risk Sermayesinin Önemi: Türkiye Örneği” s. 24.

ödemelerini yapmak için fon kullandıkları girişim şirketlerinden faiz ödemesi alırlar.¹⁹

Diğer tür girişim sermayesi şirketi ise salt öz sermayeli olan girişim sermayesi şirkettir. Bu şirketini diğerinden ayıran, kullandığı fonların borçla elde edilmiş olmaması, şirketin ortaklarından elde edilmesidir. Bu tür şirketler de fonlarını girişim şirketlerine hisse karşılığı kullanırlar.²⁰

Amerikan risk sermayesi şirketinin fon elde etme yöntemleri ve kullandırma yöntemleri aşağıdaki şekilde işlemektedir:

Şekil 1: Tipik Bir Amerikan Risk Sermayesinin Yapısı



Kaynak: Tansu Çiller, Murat Çizakça, **Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri**, İstanbul, Yenilik Basım Evi, 1989, s. 123.

¹⁹ Erdoğan, "Türkiye'de Kobilerin Finansmanında Risk Sermayesinin Rolü ve Önemi", s. 11.

²⁰ Erdoğan, "Türkiye'de Kobilerin Finansmanında Risk Sermayesinin Rolü ve Önemi", s. 11.

Şekilde görüleceği üzere tipik bir Amerikan risk sermayesi şirketi kullandıracağı fonları emekli sandıkları, bankalar ve özel sektörden sağlarken girişim şirketlerinden hisse alarak bu fonları girişim şirketlerine kullandırmaktadır. Girişim şirketinin borsada halka arzından elde edilen gelir de fon sağlayanlar ve aracı olan girişim sermayesi şirketi arasında paylaşılmaktadır.

Girişim sermayesi şirketleri fonlarını girişim şirketlerine aktarırken farklı portföyler oluşturup işletmelere farklı evrelerde yatırım yapmaktadırlar.²¹

1.1.2.5. Girişim Sermayesi Fonu

Girişim sermayedarının girişimcilerin kullanması amacıyla kullanıma hazır bulundurduğu fona girişim sermayesi fonu denilmektedir. Bu fon girişimcinin finansman ihtiyacını karşıladığı, yatırımcının da yatırım portföyüne eklediği bir yatırım enstrümanıdır. Girişim sermayesi fon kurucuları limitet şirketler, yatırım şirketleri, devlet fonları, özel sektör iştirakleri tarafından yasal olarak ve kurumsal kimlikle kurulabilmektedir. Çoğunlukla da bu fonlar girişim sermayesi şirketleri tarafından yönetilmektedir. Fon oluşturulurken finansal araçlar kullanılıp, farklı kaynakların sermayeleri kullanılmaktadır.²²

1.1.2.6. Menkul Kıymetler Borsaları

Girişim sermayesi şirketlerinin ve fon sağlayıcıların kârlarını realize edebilmeleri için ellerinde bulunan hisse senetlerini satmaları gerekir. Bu satış bir ortağa olabileceği gibi fon sağladıkları girişimci şirkete de olabilir. Bunun yanında menkul kıymet borsaları, girişim sermayesi şirketlerinin yatırımlarından çıkışlarında bir araç olmaktadır. Öte yandan girişim sermayesi yatırımlarının uzun sürede gerçekleşen kâr realize edilebilme durumu borsalar sayesinde daha hızlı yapılabilmekte ve yatırımcıların uzun süre beklemesinin önüne geçilmektedir. Bu sayede girişim sermayesi yatırımcısına daha cazip bir imkân sunulmuş olmaktadır.²³

²¹ Yılmaz, “Girişim Sermayesi Finansman Modeli: İstanbul İlinde Bir Uygulama” s. 17.

²² Fulya Evren Yatmaz, “Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Bölgesel Model Önerisi”, s. 14.

²³ Çonkar, **Risk Sermayesi Finansman Yöntemi**, s.17.

1.1.3. Girişim Sermayesi Şirketi ile Yapılan Yatırımların Aşamaları

Daha önce girişim sermayesi şirketinin yaptığı yatırımları riski düşürmek için farklı aşamalarda yaptığına değinilmişti. Bu aşamalar fonun sağlanma dönemine göre farklı isimler almaktadır.

Sağlanan finansmanın tek bir seferde yapılmamasının diğer bir nedeni de: Finansman sağlandıktan sonra firmanın büyümesi ya da beklenmeyen durumların meydana gelmesi ile ortaya çıkan fon ihtiyacıdır. Bu fon ihtiyaçları girişim sermayesi şirketine ikinci hatta üçüncü defa fon aktarımı yapma durumunda bırakabilmektedir.²⁴

1.1.3.1. Çekirdek Sermayesi

Yeni bir ürün veya hizmet meydana getirmek için sağlanan finansmandır. Bu aşama girişim sermayesiyle desteklenen projenin ilk aşamasıdır. Ortada bir fikir olmakla birlikte pazarlanabilir bir ürün henüz ortada yoktur. Ürünün piyasa durumu bir yıl gibi bir zamanda ortaya çıkacak olduğundan girişim sermayesi şirketi bu aşamada girişimciyi finanse etme durumundadır.²⁵

Yeni bir ürünün ar- ge masraflarının karşılanması ve ilk örnek üretilmesi de bu finansmanla mümkündür. Bir girişimciye ya da bir ürün fikrine sahip kimseye sağlanan bu finansmanla düşüncelerini ispatlama imkânı verilir.²⁶

Girişimi finanse etme yollarının birinci adımı olan çekirdek sermayesinde iki şekilde finansman sağlanmaktadır: Birincisinde girişimcinin ortaklık payında bir değişiklik yapılmadan ve çoğunluğu borçlardan oluşan bir finansman paketiyle sermaye sağlanması, ikincisinde ise borçlanma oranını minimumda tutup girişim şirketine yeni ortaklar dâhil ederek sermaye sağlanmasıdır.²⁷

Girişim sermayesi şirketi açısından bakıldığında bu aşamada sermaye sağlama, en zor ve en riskli bir yatırım şeklidir. Çünkü geliştirilecek ürün hakkında sadece bir fikir olması, uygulanabilirlik ve maliyet noktasında bir verinin bulunmaması bunun

²⁴ Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, s. 68.

²⁵ Yılmaz, “Girişim Sermayesi Finansman Modeli: İstanbul İlinde Bir Uygulama” s. 27.

²⁶ İşeri, **Risk Sermayesi ve Türkiye’deki Geleceği**, s. 43.

²⁷ Yılmaz, “Girişim Sermayesi Finansman Modeli: İstanbul İlinde Bir Uygulama” s. 27.

yanında ürünün piyasadaki durumuyla ilgili verilerin de olmaması belirsizliği ve riski artıran etmenlerdir.²⁸

Barındırdığı riskten dolayı bu aşama, girişim sermayesi şirketince en fazla sabır gösterilmesi gereken aşamadır. Bu aşama başlangıç sermayesi yatırımdan iki, üç yıl önce yapılmakla birlikte yatırımın 8-12 yıl gibi bir süreç sonunda likite dönüştürülmesi beklenir. Ancak fiiliyatta 5-7 yıl içinde likite dönüştürüleceği amacıyla yatırım yapılmaktadır. Profesyonel girişim sermayesi yatırımcılarının %90'ı bu aşamadaki bir yatırımı tercih etmemektedir.²⁹ Bu aşamada yapılmış yatırımların %70'i ilk bir yıl içinde terk edilmektedir. Yüksek risk barındırması sebebiyle bu tür finansmana aile ve arkadaşların destek vermesi söz konusudur.³⁰

1.1.3.2. Başlangıç Sermayesi

Girişim sermayesinin en temel finansman türü başlangıç sermayesidir. Bu aşamada girişimci ürününün ön hazırlıklarını tamamlamış; öyle ki bazı durumlarda yatırımlar tamamlanıp işletme kurulmuş ancak ürünün ticarileştirilmesi ve pazara sunulması tamamlanamamıştır. Bundan dolayı bu aşamadaki fonlar ürünün ticarileştirilmesi ve pazarlanması için kullanılmaktadır.³¹

Bu aşama girişim sermayedarları tarafından en fazla desteklenen aşamadır. Bu aşamada da projenin başarılı ya da başarısız olacağı belirsizdir. Girişim sermayedarı kendi bilgi ve tecrübesini girişimciye aktarmaktadır. Girişim şirketine sağlanan finansman öz kaynak finansmanı olabileceği gibi borç olarak sağlanan finansman da olabilmektedir.³²

Bu aşamadaki firma işletmesini kurup ürününü ortaya çıkardığı için girişim şirketi tarafından inceleyebilecek bir durumdadır. Bu ise, riski çekirdek finansmanına göre biraz daha düşüren bir durumdur. Genellikle bu aşamada sağlanan fonlar çekirdek

²⁸ Yılmaz, “Girişim Sermayesi Finansman Modeli: İstanbul İlinde Bir Uygulama” s. 27.

²⁹ Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, s. 70.

³⁰ Yatmaz, “Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Bölgesel Model Önerisi”, s. 18.

³¹ Yatmaz, “Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Bölgesel Model Önerisi”, s. 18.

³² Engin Kurtcan, “Alternatif Bir Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi”, s. 26.

finansmanına göre daha fazladır. Yatırımların likite dönüştürülmesi 3-5 ya da 10 yıl sürmektedir.³³

1.1.3.3. Erken Aşama Finansmanı

Bu aşamada ürün geliştirilmiş piyasaya sunulmuş durumdadır. Ürünün piyasada tutundurulması ve rakipleriyle rekabet edebilecek seviyeye gelmesi için finansal ve yönetsel desteğe ihtiyaç duyulmaktadır. Girişim sermayesi şirketlerinin bu aşamada sağladığı finansal ve yönetsel desteğe erken aşama finansmanı denilmektedir.³⁴

1.1.3.4. Gelişme Aşaması Finansmanı

Faaliyete başlamış olan bir şirketin ürününe olan talebin artması, üretimi artırmak ve hâlihazırdaki pazarı genişletme ihtiyacının ortaya çıktığı durumlarda ek sermaye ihtiyacının giderilmesi için girişim sermayesi şirketine başvurulduğunda sağlanan finansmandır.³⁵ Bu dönemde yapılan finansman daha önceki aşamalardaki finansmanlara göre daha büyük miktardadır ancak riski ve getirisi daha düşüktür.³⁶

Girişimci işletme bu aşamada büyüme ve gelişme için iki yol takip etmektedir: Birincisi yeni üretim alanları oluşturarak üretimi artırıp büyüme, ikincisi ise kendisi gibi büyüme hedefleri olan bir şirketle birleşme ya da bir işletmenin varlıklarını satın alarak büyüme şeklindedir.³⁷

1.1.3.5. Köprü Finansmanı

Bu finansman türü şirketin borsada satışının yapılmasına ya da daha fazla girişim sermayesi sağlayana kadar finanse edilmesini ifade etmektedir. Bu finansman genellikle varantlı tahviller aracılığıyla yapılmaktadır.³⁸

Köprü finansmanının bir türü olan ara finansmanın (mezzanine) iki yıldan daha az vadeli olması beklenir. Getiri açısından bakılınca bu finansman öz sermaye ile borç şeklinde yapılan finansman arasında bulunmaktadır. Başka bir şirket tarafından satın

³³ Erdoğan, “Türkiye’de Kobilerin Finansmanında Risk Sermayesinin Rolü ve Önemi”, s. 21.

³⁴ Varlık, “Risk Sermayesi”, s. 24.

³⁵ Çakmakçı, “Kobilerin Finansmanında Risk Sermayesi Modeli ve Bu Modelin Yatırımcı ve Firma Bazında Uygulanabilirliği”, s. 34.

³⁶ Onur Atilla, “Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi” s. 70.

³⁷ Varlık, “Risk Sermayesi”, s. 25.

³⁸ Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, s. 77.

alınmadan ya da borsada satılmadan önceki son finansmandır. Yüksek faizli tahviller ya da imtiyazlı hisse senetlerinin satılması şeklinde yapılmaktadır.³⁹

1.1.3.6. Yerine Koyma Sermayesi

Hissedarların ellerindeki payların bir kısmının satın alınması şeklinde yapılan yatırımlardır. Girişimcilerin borsaya kote olmak istememeleri durumunda ya da ortaklar arasında anlaşmazlıklar ortaya çıktığında başvurulabilmektedir.⁴⁰

1.1.3.7. Şirket Hisselerinin / Varlıklarının Satın Alınması

Farklı sebeplerle bir işletmenin satımı söz konusu olduğunda işletmeyi bilen ve söz konusu işletmeyi satın almak isteyen ancak yeterli fona sahip olmayan kişilerin desteklenmesi amacıyla yapılan yatırımlardır. Desteklenecek girişimcinin işletmeyi çok iyi bir şekilde bilmesi önemli bir noktadır. Bu girişimci kişiler şirketin yöneticileri, şirketin çalışanları, üçüncü kişiler ya da başka şirketin yöneticilerinin olması mümkündür.⁴¹

Girişim sermayesi şirketi tarafından bir şirketin hâkim hisselerini borçlarıyla birlikte satın alarak 3-5 yıl içinde satıp likite dönüştürülerek yapılan bir finansman ve yatırım çeşididir. Bu satın almada hedeflenen getiri %20-25 arındadır. Satın almayı gerçekleştiren kuruluş bu satın almayı piyasadan %3 gibi faizle borçlanarak yapmakta ve belli bir getiri hedeflemektedir. Borçlanma maliyeti üzerinde bir kâr hedeflendiği için bu satın almaya kaldıraçlı satın alma da denilmektedir. Yatırımcılar böyle bir satın almayı gerçekleştirmek için şu şartları satın alınacak şirkette aramaktadır:

- Düzenli ve öngörülebilir bir nakit akışının olması,
- Alınacak hisse senedinin bedelinin düşük olması,
- Şirketin düşük risk içeren bir sektörde faaliyet göstermesi,
- Şirketin ilave sabit sermaye yatırımına ihtiyaç duymaması,
- Maliyetleri azaltıp kârlılığı artıracak imkânların olması,
- Güçlü bir yönetim ekibinin bulunması,

³⁹ Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, s. 77.

⁴⁰ Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, s. 80.

⁴¹ Atilla, “Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi”, s. 72.

- Borçların ödenmesini kolaylaştıracak, kolay nakde dönüşebilecek aktiflerin bulunması.⁴²

1.1.3.8. Yatırımdan Çıkış

Girişim sermayesi şirketleri bir girişim şirketine yatırım yaptıklarında girişim sermayesi şirketinin amacı ortaklığın belli bir süre tayin edilmeden devam ettirilip hisselerden temettü elde edilmesi değildir. Yaptığı yatırımları likite çevirip, ortaklığı sona erdirip yatırımcılarına bir kâr sunmak istemektedir. Bu nedenle girişim sermayesi şirketi girişim şirketinin hisse değerlerinin kendince en tatminkâr bulduğu yere geldiğinde satışını gerçekleştirecektir.⁴³

Girişim sermayesi yatırımlarının son aşamasını yatırımdan çıkış oluşturmaktadır. Bu yatırımdan çıkış süreci 1-3 yıl arası sürmektedir. Son aşama olması itibarıyla riski düşük bir yatırımdır. Yatımlardan çıkışlar şu şekilde olmaktadır:

- Hisselerin halka satılması,
- Hisselerin başka bir şirket tarafından satın alınması,
- Hisselerin girişim sermayesi şirketinden, girişimci şirket tarafından satın alınması,
- Hisselerin bir yatırımcıya satılması,
- Şirketin yeniden organize edilmesi,
- Şirketin tasfiye edilmesi.⁴⁴

1.1.4. Girişim Sermayesinin Türkiye Modeli: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Girişim sermayesi buraya kadar daha çok tipik Amerikan risk modeli bazında aktarılmıştır. Türkiye’deki girişim sermayesi şirketleri Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları olarak kurumsallaşmışlardır. Bu kurumların taşınması gereken şartlar ve uyması gereken kurallarla ilgili olarak SPK 2013’te bir tebliğ⁴⁵ (III-48.3)

⁴² Zafer Demir, “Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Finansal Problemlerinin Çözümünde Girişim Sermayesi Fonlarının Önemi ve Rolü: Katılım Bankacılığına Yeni Bir Model Önerisi”, s. 25.

⁴³ Atilla, “Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi”, s. 72.

⁴⁴ Yakup Özaraç, “Para Vakıfları ve Risk Sermayesi Örnek Olay (Vakıf Risk Sermayesi A.Ş.)”, s. 112.

⁴⁵ <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/10/20131009-15.htm> çevrimiçi 07.06.2020

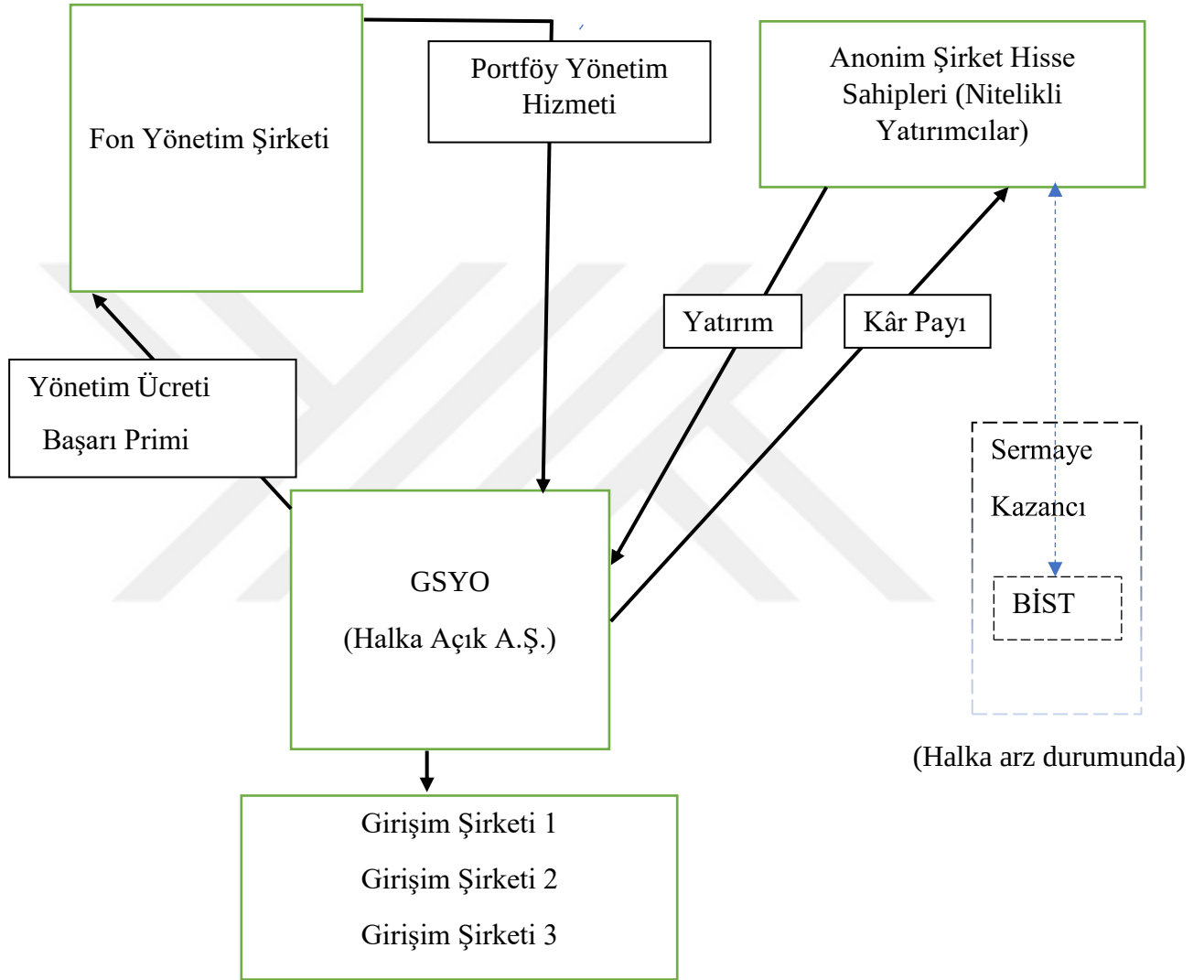
yayınlanmıştır. Bu tebliğde girişim sermayesi şirketleri girişim sermayesi yatırım ortaklığı (GSYO) olarak isimlendirilmiş ve tanımlaması yapılmıştır. Bu tanıma göre GSYO tebliğe uygun olarak girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve SPK tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla hisselerini ihraç etmek üzere kurulmuş ya da esas sözleşmesini değiştirerek dönüşmüş SerPK'nın 48. maddesi ve tebliğde izin verilen faaliyetlere uygun işlem yapabilen kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim şirket olarak kurulmuş sermaye piyasası kurumudur.

GSYO dışında gerçek kişiler ya da farklı ticari şirketler girişim sermayesi yatırımı gerçekleştirebilmektedir. Ancak kamu otoritesi bu alana destek sunmak, denetimi sağlayıp verimliliği artırmak için böyle bir düzenleme yapma gereği duymuştur. GSYO unvanını kullanmayı sadece bu şirketlere bir ayrıcalık olarak verip bazı vergisel avantajlar sunmuştur.⁴⁶

⁴⁶ Salih Tayfun İnce, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Paysahipleri Sözleşmesi**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2019, s. 32.

GSYO'nun yapısı ve işleyişi aşağıdaki şekildedir:

Şekil 2: GSYO'nun Yapısı ve İşleyişi



Kaynak: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/667434> çevrimiçi 09.05.2021

Türkiye uygulamasında şekilde görüldüğü üzere GSYO bir anonim ortaklıktır. Halka açık olduğu durumda hem nitelikli hem de diğer yatırımcılar GSYO'nun hissesini alabilirler. GSYO bir fon yönetim şirketinden portföy yönetim hizmeti alabilir. Fon yönetim şirketlerinin kurduğu girişim sermayesi fonlarına yatırım yapabilirler. GSYO girişim şirketlerine sermaye ve sermaye borç karışımı finansman sağlayabilmektedir. Girişim şirketlerinin ya da GSYO'ların halka arzı durumlarında hissedarları sermaye

kazancı elde ederler. Halka arz durumu olmazsa temettü dağıtımına karar verilirse hissedarlar hisse başına kâr payı alırlar.

1.1.4.1. GSYO'ların Kuruluş ve Dönüşümü

GSYO'ların kuruluşunda ya da GSYO'ya dönüşümünde bir takım şartları sağlaması talep edilmiştir. Bu şartlar sağlandıktan sonra SPK'nın uygun görüp onay vermesi durumunda kuruluşları ya da dönüşümleri gerçekleşmiş olacaktır. Bu şartlar kısaca şöyledir:

- Kayıtlı sermayeli anonim şirket olarak kurulmalı ya da ona dönüştürülmelidir.
- Mevcut ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesi en az 20 milyon TL olmalıdır.
- Pay bedellerinin nakit olarak çıkarılmış olması ve bedellerin tam ve nakden ödenmiş olmalıdır.
- Ticaret unvanında “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı” ibaresi bulunmalıdır.
- Hisselerinin %25'nin halka arz edileceği Kurula taahhüt edilmiş olmalıdır.
- Kurucu ortaklardan ya da hâlihazırdaki ortaklardan biri lider sermayedar olmalıdır.

1.1.4.2. Kurucuların ve Ortakların Özellikleri

Kurucuların ya da ortakların gerçek/tüzel kişi olmalarına bakılmaksızın şu şartları taşımaları gerekmektedir:

- Müflis olmamalı, konkordato ilan etmiş olmamalı ya da hakkında iflasın ertelenmesi kararı verilmiş olmamalıdır.
- Muaccel vergi borcu bulunmamalıdır.
- İşin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olmalıdır.

1.1.4.3. Lider Sermayedarda Bulunması Gerekli Şartlar

Lider sermayedar, yönetim kontrolünü sağlayan paylara sahip olan sermayedardır. Bu sermayedar, şirketin faaliyet konusuyla ilgili olabilecek alanlardan olan hukuk, finans, bankacılık, girişimcilik, işletmecilik, sanayi ve ticaret gibi sektörlerde en az 5 yıllık bir tecrübeye sahip olmalıdır.

Toplam menkul ve gayrimenkul varlıklarının rayiç değeri en az 10 milyon TL olmalıdır.

Şirketin ticaret unvanında gerçek ya da tüzel kişinin ismi ya da unvanı doğrudan kullanıldıysa ya da ticaret unvanında onunla bağlantılı olduğu izlenimi veriliyorsa o gerçek ya da tüzel kişinin lider sermayedar olması zorunludur.

Eğer lider sermayedar tüzel kişi olacak ise üç yıllık faaliyet geçmişinin bulunması ve bazı finansal yeterliliklere sahip olması gerekir. Ancak tüzel kişi kamu yararına faaliyet gösteren bir tüzel kişilikse bu durumda finansal yeterlilik şartı aranmayabilmektedir.

1.1.4.4. Şirket Paylarının Durumu

GSYO'nun kurulduktan ya da dönüştükten sonra en geç 18 ay içerisinde bir girişim sermayesi yatırımı yapıp, çıkarılmış sermayelerinin asgari %25'ne tekabül edecek miktarda hisseyi halka arz etmek için izahnamesinin hazırlanıp SPK'ya sunulması gerekir. Eğer halka arz sermaye artırımı yoluyla yapılacaksa sermaye artırımı sonrası sermayenin asgari %25'ine tekabül edecek miktarın halka arz edilmesi gerekmektedir. %25'lik halka açıklık oranına ulaşıldıktan sonra bu oranın devam ettirilmesi gerekmektedir.

Şirketin esas sözleşmesinde bir kayıt bulunmak şartıyla hisselerin nitelikli yatırımcıya satışı mümkündür.

GSYO kuruluşunu gerçekleştirip ilk 18 ay içerisinde girişim sermayesi yatırımı yaptıktan sonra ilk üç yıl içinde sermaye artırımı yapıldıktan sonraki hisselerinin %25'lik kısmını nitelikli yatırımcıya satmak için ihraç belgesi hazırlayıp SPK'ya sunma zorunluluğu vardır.

Şirket hisselerinin sadece nitelikli yatırımcılara satılması durumunda lider sermayedar bulunmasına gerek yoktur.

Hisselerin tamamının MKK'da izlenmesi ve nama yazılı olması gerekmektedir. Nitelikli yatırımcı hisseleri ancak başka bir nitelikli yatırımcıya devrolunabilmektedir.

Şirket hisseleri nama ya da hamiline yazılı olarak ihraç edilebilir.

Halka arzı gerçekleşmiş şirketlerin imtiyazlı hisselerinden sadece yönetim kurulunun salt çoğunluğunun seçiminde aday gösterebilme imtiyazı içeren hisseler ihraç edilebilir.

Halka arz öncesinde imtiyazlı hisse devirlerinde, nitelikli yatırımcıya satılarda ve şirket sermayesinin %10 ve daha fazlasına tekabül eden hisselerin devirleri SPK iznine bağlıdır.

Yönetim kontrolünü sağlayan imtiyazlı hisselerin devri SPK iznine bağlıdır.

1.1.4.5. GSYO Faaliyetleri

GSYO'lar tebliğde belirtilen şartlar içerisinde girişim sermayesi yatırımı gerçekleştirebilirler. Bununla birlikte portföylerini çeşitlendirmek amacıyla borsada işlem gören veya görmeyen sermaye piyasası araçlarına, repo, ters repo işlemlerine, Takasbank Para Piyasası işlemlerine, yatırım fonu katılma payları ile vadeli-vadesiz ve katılım hesaplarına yatırım yapabilirler.

Yatırım yaptıkları girişim şirketlerinin yönetimine katılabilirler ve onlara danışmanlık hizmeti sunabilirler.

KOBİ statüsünde bulunan girişim şirketleri hariç olmak üzere GSYO üçüncü taraflar lehine teminat verilemez, kefil olunamaz, portföy varlıkları üzerine rehin ve ipotek tesis edilemez.

Girişim şirketi: sanai, zirai uygulama ve pazar potansiyeli olan araç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesi ya da geliştirilmesini amaçlamaları; bunun yanında yönetim, teknik ve sermaye desteğiyle bunları gerçekleştirebilecek konumda olmaları gereklidir.

Girişim sermayesi şirketleri sadece limitet ve anonim şirketlere yatırım yapabilirler. Yatırım yapılmış olan limitet şirketlerin de bir yıl içinde anonim şirkete dönüşmeleri zorunludur.

GSYO'lar girişim şirketlerine doğrudan ya da dolaylı olarak ortak olabilirler. Girişim şirketlerinin kurucusu olmalarının önünde bir engel yoktur.

Girişim şirketlerinin çıkarmış oldukları borçlanma araçlarına yatırım yapabilirler.

Diğer GSYO'ların çıkarmış oldukları sermaye piyasası araçlarına ve girişim sermayesi yatırım fonu katılma paylarına yatırım yapabilirler.

BİAŞ Gelişen İşletmeler Piyasasında işlem gören şirket hisselerine yatırım yapabilirler.

Girişim şirketi statüsündeki halka açık şirketlerin borsada işlem görmeyen paylarına yatırım yapabilirler.

Girişim şirketlerine borç ve sermaye finansmanının karması şeklinde oluşturulmuş finansman sağlayabilirler.

1.1.4.6. GSYO'ların Portföy Sınırlamaları

GSYO'lar aktiflerinin en az %51 ile girişim sermayesi yatırımı yapmak zorundadır.

GSYO'lar portföylerini faiz, kur, piyasa riskine karşı korunmak amacıyla esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak koşuluyla türev ürünlere taraf olabilirler.

TL, döviz vadeli-vadesiz ve katılma hesaplarına yapılacak yatırım miktarı şirketin aktiflerinin en fazla %20'si olmalıdır.

GSYO'ların ortaklarının, yönetim kurulu üyelerinin ve genel müdürünün yönetim kontrolüne sahip olduğu şirketlere yatırım yapmaları yasaktır.

GSYO'lar tarafından girişim şirketlerine borç ve sermaye bileşimi bir finansman kullandırılacaksa bu GSYO'nun aktif büyüklüğünün en fazla %25'i kadar olmalıdır.

1.1.4.7. Girişim Sermayesi Yatırımlarına İlişkin Sözleşmeler

GSYO'lar ile ortaklık oluşturdukları girişim şirketleri arasında pay sahipliği adı altında bir sözleşme yapılmaktadır. Tebliğin 23. maddesi bu sözleşmede nelerin bulunması gerektiğiyle ilgilidir. Buna göre tarafların hak ve yükümlülükleri sözleşme içeriğinde yer almalıdır. Ancak taraflar sözleşmede kısmî ya da tam çıkış, ön alım, birlikte satış, temettü politikası, hisse alım ya da satım opsiyonu gibi hususlara yer verebilirler.

Sermaye ve borç karması bir finansman sağlandıysa bu finansman şartları, tarafların hak ve yükümlülükleriyle ilgili bir sözleşmenin yapılması zorunludur.

1.1.4.8. GSYO'lardaki Vergi Muafiyeti

GSYO'lar anonim şirket statüsünde kurulmuş olmakla birlikte anonim şirketlerin tabi olduğu kurumlar vergisinden muaftırlar. Girişim sermayesi yatırım fonlarına sermaye sağlayan taraflar ile GSYO'ların hisse senetlerinden elde ettikleri kâr payları da kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur. GSYO'ların temettüleri dağıtılsın ya da dağıtılmasın bunlar üzerindeki stopaj da %0 olarak belirlenmiştir.⁴⁷

1.1.5. Girişim Sermayesi Finansman Modelinin İşleyişi

Girişim sermayesi finansman modelinin kendine özgü bir işleyiş tarzı vardır. Böyle bir finansmana başvuracak girişimci ya da fikir sahibi birey fon sağlayıcıya detaylı bir iş planı sunmalıdır. Girişimi fonlayan açısından en önemli noktalar fikir, iş planını uygulayacak ekip ve iş modeline olan bağlılıktır.⁴⁸

Girişim sermayesi şirketleri öncelikle yatırım stratejilerini ve faaliyet alanlarını belirlemek durumundadırlar. Aynı şekilde yatırımcıların da yatırımın başlangıç noktasını, yatırım stratejisini ve yatırımın kıstaslarını belirlemek durumundadırlar.⁴⁹

Girişim sermayesi şirketleri, özgün, büyüme potansiyeline sahip, yeni yatırım fikirlerine sahip girişimcilerin fikirlerini dikkate almaktadırlar. Girişimciler girişim sermayesi şirketlerine bu fikirlerini aktardıkları iş planı adı verilen bir yatırım önerisi ile yapmaktadırlar.⁵⁰

İş planı, girişimcilerin fikirlerini uygulamaya koymalarının ilk adımıdır. Girişim sermayesi şirketleri girişimcilerin iş planında neyi, nasıl yapacaklarını, nasıl kâr elde edeceklerini, kendilerine yatırım yapılmasının gereklerini görmek istemektedirler. İş planı bulunmayan girişimcilerin fikirleri dikkate alınmamaktadır.⁵¹

Girişimi fonlayan taraf iş planı ve projeyi inceledikten sonra uygun bulması durumunda girişimciyi ve fikir sahibini görüşmek için davet etmektedir. Bu noktada girişimi fonlayan taraf ve girişimci, proje hakkında fizibilite çalışması yapıp

⁴⁷ İnce, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Paysahipleri Sözleşmesi**, s. 53.

⁴⁸ Yasin İlğün, "Borsa İstanbul'da İşlem Gören Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi", s. 26.

⁴⁹ Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları**, s. 85.

⁵⁰ İşeri, **Risk Sermayesi ve Türkiye'deki Geleceği**, s. 18.

⁵¹ İşeri, **Risk Sermayesi ve Türkiye'deki Geleceği**, s. 18.

sonuçlarını değerlendirirler. Girişim sermayesi şirketi projeye katılım şartlarını belirttikten sonra projenin hayata geçmesi için şirket kurulur ve tarafların görevleri belirlenir. Şirket belirlenen başarı noktasına ulaştığında, yatırım sözleşmesinde belirttiği şekilde girişim sermayesi şirketi yatırımdan çıkar.⁵²

Girişim sermayesi finansman modelinde öncelikle girişim sermayesi şirketi ile yatırımcılar arasında fon kullanım sözleşmesi imzalanır. Bu sözleşmede fonun süresi, girişim sermayesi şirketinin alacağı komisyon ve kârın paylaşım oranları belirlenmektedir. Fonun süresi genelde 2-10 yıl, komisyon miktarı % 2, kâr ise % 80 yatırımcılara % 20 girişim sermayesi şirketine ait olacak şekilde uygulanmaktadır.⁵³

1.1.6. Girişim Sermayesi Şirketinin Girişim Şirketine Finansman Sağlama Yolları

Girişim sermayesi şirketleri girişim şirketlerine temelde iki şekilde finansman sağlamaktadırlar. Bunlar hisse senedi alımı yoluyla ve hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerle yapılmaktadır. Burada kısaca ele alınacak olan bu yöntemler gelecek bölümlerde detaylandırılacaktır.

1.1.6.1. Hisse Senedi Alımı

Bu doğrudan hisse alımı şeklinde yapılan ve en çok kullanılan araçtır.⁵⁴ Girişim sermayesi şirketleri finansman sağlamak istedikleri şirketin hisse senetlerini alarak bunu gerçekleştirirler. Yatırım taşıdığı riske ve tarafların aralarında yaptıkları anlaşmaya göre alınacak hisse senetleri adi ya da imtiyazlı hisse senedi olabilmektedir.⁵⁵

Girişim sermayesi şirketinin satın aldığı hisse senetleri biraz daha detaylandırılacak olunursa; adi hisse senetleri ortaklık ve oy hakkı vermekle birlikte kârlılık konusunda bir kesinlik içermeyen, imtiyazlı hisseler kâr payları dağıtıldıktan sonra temettü alan ertelenmiş hisse senetleri, oy hakkı bulunmamakla birlikte kârdan pay alabilen oydan

⁵² İlgün, “Borsa İstanbul’da İşlem Gören Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi”, s. 27.

⁵³ İşeri, **Risk Sermayesi ve Türkiye’deki Geleceği**, s. 18.

⁵⁴ Tansu Çiller, Murat Çizakça, **Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri**, İstanbul, Yenilik Basım Evi, 1989, s. 127.

⁵⁵ Mehmet Alper Aydın, “Girişim Sermayesi Kavramı ve Bankalar Açısından Girişim Sermayesi Uygulamaları (İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Örneği)”, s 45

yoksun hisse senetleri ve çeşitli ayrıcalıklara sahip olan imtiyazlı hisse senetlerinden oluşmaktadır.⁵⁶

Hisse senedi türleri içerisinde yer alan rüçhanlı hisse senedi alımı yoluyla da finansman sağlanmaktadır. Bu yöntem dönüştürülebilir tahvil yöntemiyle büyük benzerlik taşımaktadır. Bu yöntemde borç hisse senediyle dönüştürülmesi durumunda hisse senetleri tercihli hisse⁵⁷ senetleri olmaktadır.⁵⁸ Bu alternatifte girişim sermayesi şirketi, şirketin kârları realize edilmeden talepte bulunabildiği gibi tasfiye değeri üzerinden de talepte bulunabilmektedir.⁵⁹

Hisse senedi alınarak yapılan yatırımlar tek seferde yapılmamaktadır. İlk etap yatırımı yaptıktan sonra girişim sermayesi şirketi izleme durumuna geçmekte bununla kendi riskini düşürürken girişimcinin motivasyonunu artırmayı hedeflemektedir. Eğer girişimci kendisinden beklenen başarıyı gösterirse yatırımlar devam etmektedir.⁶⁰

1.1.6.2. Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvil Alımı

Girişim sermayesi şirketi bu finansman sağlama yöntemiyle girişimci şirkete borç verip karşılığında tahvil almaktadır. Girişim sermayesi şirketi kendisine yapılacak ödemede iki seçenekten birini tercih edebilir: Birincisinde kendisine, verdiği borcun geri ödenmesini kabul etmesi, ikincisi ise önceden fiyatı tespit edilmiş hisse senetlerini almaktır. İkincisini tercih ettiğinde girişim sermayesi şirketi, alacağını hisse senedine dönüştürmüş olmaktadır.⁶¹ Bu borçlanmanın diğer borçlanmalardan farkları; bir teminat karşılığı olmaması, diğer alacaklılara karşı ikinci derecede bir borç olması, sabit ya da LIBOR üzerinden hesaplanan bir faiz içermesidir.⁶²

⁵⁶ Atilla, “Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi” s. 66.

⁵⁷ Halil Seyidoğlu, **Ekonomik Terimler: Ansiklopedik Sözlük**, Ankara, Güzem Yayınları, 1992, s. 733.

⁵⁸ Kürşat Tuncel, **Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi**, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 37, 1996, s. 43.

⁵⁹ Aydın, “Girişim Sermayesi Kavramı ve Bankalar Açısından Girişim Sermayesi Uygulamaları (İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Örneği)”, s. 45.

⁶⁰ Atilla, “Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi” s. 66.

⁶¹ Çiller, Çizakça, **Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri**, s. 127.

⁶² Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, s. 7.

Bu finansman öz kaynak ve borç finansmanı arasındadır. Bu yapıldığında, ortaklık ileri bir tarihe ertelenerek girişimci açısından öz kaynak yatırımının bulundurduğu riskler ertelenmiş olmaktadır.⁶³

1.2. Melek Yatırımcı Kavramı ve Tanımı

“Melek” tabiri 1900’lerin başlarında New York’taki Broadway tiyatro gösterilerini finanse eden kimseler için kullanılmıştır. Bu tiyatro gösterilerini finanse eden kimseler yüksek riskler alarak bu finansmanları sağlamışlardır. Ancak finansman sağlayan buradaki varlıklı kimselerin kâr amacı yoktur. Onları motive eden şey tiyatro oyuncularıyla daha fazla vakit geçirme arzusudur. Günümüzde ise bir işletmeye finansman sağlama şeklindeki kullanımı 1950-60’lı yıllarda Silikon Vadisindeki girişimlerin başlangıç sermayelerini sağlamalarıyla oluşmuştur.⁶⁴ Melek yatırımcı tabirini ise 1978’de New Hampshire Üniversitesinden Prof. William Wetzel kullanmıştır.⁶⁵ Wetzel’in bu tabiri kullanmasının nedeni, bu tarz yatırım yapan kimselerin sadece getiri beklentisiyle hareket etmeyip farklı motivasyon sebepleri ve beklentileri olduğu içindir.⁶⁶

Melek yatırımcı yüksek risk ve yüksek büyüme potansiyeline sahip projeleri olan ancak finansman ihtiyacı içinde olan girişimcilere finansman sağlayan, yaptığı yatırımın yanı sıra girişimciye tecrübelerini aktaran özel bir yatırımcı olarak tanımlanmıştır.⁶⁷ Melek yatırımcıları bir projeye yatırım yapmaya ikna eden etken, fikre inanmaları ve bu fikre yatırım yapmaya değer bulmalarıdır. Maddi getiri, burada önemli bir husustur. Melek yatırımcılar girişimlere aktardıkları sermayenin yanında şirket yönetimi, iş gücü temini, reklam ve pazarlama konularında da destek olmaktadır.⁶⁸

⁶³ Atilla, “Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi” s. 67.

⁶⁴ Gülizar Özçelik, “Melek Yatırımcıların Değer Katan Roller: Türk Melek Yatırımcılar Üzerine Bir Araştırma”, s. 4.

⁶⁵ Kadir Can Tunç, “Melek Yatırım Modelinin Türkiye’de Ortaya Çıkışı ve Gelişimi”, s. 36

⁶⁶ Eshabil Şener, “Girişimciliğin Finansmanında Melek Yatırım: Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, s. 34.

⁶⁷ Şener, “Girişimciliğin Finansmanında Melek Yatırım: Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, s. 34.

⁶⁸ Okan Kılıçgedik, “Girişimcilik, Girişimcilerin Sermaye Kaynağı Olarak Türkiye’de Melek Yatırımcılık ve Melek Yatırım Alan Girişimcilerin Özellikleri Üzerine Bir Araştırma”, s. 29.

Melek yatırımcıyla ilgili bir başka tanım ise şöyledir: Ekonomik kazanç sağlamak gayesiyle, borsada hisse senedi bulunmayan ve aile ilişkisi bulunmayan bir firmaya kendi parasını, tecrübesini ve zamanını aktaran yüksek gelire sahip bireylerdir.⁶⁹

1.2.1. Melek Yatırımcıların Özellikleri

Kazançları yüz bin doları mal varlıkları da bir milyon doları aşan kimselerdir.

Kendilerine başvuran yatırımları desteklemenin yanında değerlendirebilecekleri yatırımları takip etmektedirler. Yaşadıkları bölge ve yakın çevresi yatırım tercihi bölgeleridir.

Genelde yatırım yaptıkları alanla ilgili bireysel deneyimleri de mevcuttur. Daha önceden başarılı girişimcilik gerçekleştirmiş olup piyasayı yakından tanıyan kimselerdir.

Beklentileri sadece yaptıkları yatırımın geri dönüşünü sağlamak, katma değer üretmek ve girişim de aktif rol almak değildir. Girişimcilere tavsiyelerde bulunmak ve işin bir parçası olmak da onlara motivasyon sağlamaktadır.

Melek yatırımcılar sermaye sağladıkları şirketlerin yönetimine dâhil olmak istemektedirler.

Melek yatırımcılar daha çok yazılım, medikal, sağlık, biyoteknoloji alanlarına ilgi duymaktadırlar.

Melek yatırımcılar bireysel olarak finansman sağladıkları gibi diğer yatırımcılarla da birleşerek daha büyük finansmanlar sağlayabilmektedirler.

5-7 yıl ve daha fazla bir zamanda yatırımlardan dönüş bekleyip kazançlarını artırmak isterken yeni şirketlerin kurulması da onları motive etmektedir.⁷⁰

⁶⁹ Alp Abdullah Çerçi, “Küresel Ölçekte Melek Yatırımcılığın Gelişiminin İncelenmesi”, s. 121.

⁷⁰ Musa Kayfeci, “Girişimcilikte Melek Finansman Yöntemi ve Yatırımcısına Sağladığı Teşvikler”, s. 45.

1.2.2. Melek Yatırımcı Türleri

Melek yatırımcılar, yaptıkları girişim şirketi yatırımlarına göre farklı isimlendirmeler almaktadırlar. Melek yatırımcılar çekirdek dönemi melek yatırımcısı, ileri teknoloji melek yatırımcısı, yatırımın getirisini önceleyen melek yatırımcı gibi türlere ayrılmakla beraber bu türlerin dışında da bulunabilirler. Burada başlıca melek yatırımcı türlerine yer verilmiştir.

1.2.2.1. Çekirdek Dönemi Melek Yatırımcısı

Bu dönem melek yatırımcıları işletmelerini uzun uğraşlar sonucu kendi başlarına kurmuş ve belli bir yere getirmiş kimselerdir. Dolayısıyla birçok alanda tecrübeye sahip bireylerdir. Yatırımlarına kendileri karar verip yüksek zararların oluşma ihtimali olsa bile yatırımlarından vazgeçmezler. Kamu, özel sektör, gayrimenkul vb. alanları da içeren çok çeşitli bir portföye sahiptirler. Yatırım şirketlerine danışmanlık hizmetleri sunmaktadırlar.⁷¹

1.2.2.2. İleri Teknoloji Melek Yatırımcısı

İleri teknoloji alanında yatırım yapan melek yatırımcılar, çekirdek dönemi melek yatırımcılarına göre daha az iş deneyimine sahiptirler. Ancak teknolojinin trendlerini takip edip bu alanlara yatırımlar yapmaktadırlar. İleri teknoloji ürünleri, portföylerinin çoğunluğunu oluşturduğu için bekledikleri kazançları değişkenlik gösterebilmektedir. Yeni pazara sunulacak bir ürünün taşıdığı bütün riskleri bu yatırımcılar üstlenmektedir. Bazı yatırımcılar yatırım yaptıkları şirketlerde pasif kalmayı tercih etmektedirler.⁷²

1.2.2.3. Yatırım Getirisini Önceleyen Melek Yatırımcı

Bu tip melek yatırımcılar yüksek riskli yatırımlarla ilgilenmemekte, bir yatırım düşündüklerinde yatırımın ne kadar getiri vadettiğine bakmaktadırlar. Yatırım yapmayı düşündükleri piyasalar kötü gittiğinde yatırımdan vazgeçmektedirler.

⁷¹ Nuh Ziyahan Başar, “Risk ve Girişim Sermayelerinden Yatırım Almış Şirketlerin Muhasebe Çevrelerinin Uluslararası Standartlara Uyumu”, s. 93.

⁷² Başar, “Risk ve Girişim Sermayelerinden Yatırım Almış Şirketlerin Muhasebe Çevrelerinin Uluslararası Standartlara Uyumu”, s. 93.

Çeşitlendirilmiş portföyleri olmakla birlikte yatırım şirketlerine çoğunlukla dâhil olmazlar.⁷³

1.2.3. Melek Yatırımcıların Finansman Sağlama Yolları

Melek yatırımcının yönetime katılma isteği, getiri beklentisi, yönetim kontrolü ve işletmenin ihtiyaç duyduğu finansman türü farklı yatırım araçlarını kullanmayı gerektirmektedir. Bu nedenle melek yatırımcılar ihtiyaçlarına uygun finansman yöntemini tercih etmektedirler.⁷⁴

1.2.3.1.Hisse Senedi Alımı

Melek yatırımcıların tercih ettikleri finansman yöntemlerinden biri olan hisse alımı yoluyla yapılan finansmanda yatırımcılar farklı türlerdeki hisseleri tercih etmektedir. Bu türlerden biri olan adi hisse senetleri, girişim sermayedarlarınca ve melek yatırımcılarca kullanılabilen bir finansman çeşididir.⁷⁵ Sahip olunduğu andan itibaren oy ve ortaklık hakkı vermekle beraber kârlılık hususunda bir bağlayıcılığı olmayan hisse senetleridir.⁷⁶

Diğer bir tür ise ertelenmiş hisse senetleridir. Bu hisse senedi adi hisse senedinin sahip olduğu haklara belli bir durumun gerçekleşmesine bağlı olarak sahip olmaktadır. Borsaya kote olma, şirketin satışı gibi olaylar ertelenmiş adi hisse senedinin adi hisse senedine dönüştüğü olaylardandır. Bu tür hisselerde belli bir zamana kadar ya da belli bir kazanca ulaşıncaya kadar kâr dağıtımının yapılmayacağı kararlaştırılabilir.⁷⁷

Melek yatırımcılar tarafından tercih edilen ve imtiyazlı hisse olarak kabul edilebilecek olan tercihlili hisse senetleri diğer bir hisse senedi türüdür. Bu hisse senetleri şirketin tasfiyesi esnasında üst sırada yer alan, nominal değerleri üzerinden ya da primli fiyatları üzerinden erken nakde dönüştürme imkânı veren senetlerdir. Kâr payları birikmiş olarak alınabilir, belli bir oran belirlenip bu orana ulaşıldığında gelecekte

⁷³ Başar, “Risk ve Girişim Sermayelerinden Yatırım Almış Şirketlerin Muhasebe Çevrelerinin Uluslararası Standartlara Uyumu”, s.93.

⁷⁴ Ersin Kanat, “Dünyada ve Türkiye’de Angel Capital (Melek Sermaye) Uygulaması”, s. 16.

⁷⁵ Kanat, “Dünyada ve Türkiye’de Angel Capital (Melek Sermaye) Uygulaması”, s. 17.

⁷⁶ Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, s. 6.

⁷⁷ Kanat, “Dünyada ve Türkiye’de Angel Capital (Melek Sermaye) Uygulaması”, s. 17.

oluşacak kârlara katılım payı yüklenebilir. Gelecekte oluşacak performansa göre kâr payı oranları değiştirilebilir.⁷⁸

1.2.3.2. Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvil Alımı

Başta belirlenen şartların ve durumların ortaya çıkma durumlarına göre hisse senedine dönüştürülen borçlanma aracıdır. Verilen borç karşılığı alınan tahvil hisse senedine dönüşme durumuna kadar belli bir getiri elde edilme imkânı sunar. Melek yatırımcılar bu yatırım aracını genellikle riskli yatırımlarda kullanırlar. Şirketlerin başarısızlığa uğrama riskine karşı, hisseye dönüştürülebilir tahviller dönüşüncüye kadar kendilerini korumuş olmaktadır.⁷⁹

1.2.4. Melek Yatırımcıdan Yatırım Alma Süreci

Melek yatırımcı ve girişimci bazı platformlar aracılığıyla buluştuklarında öncelikle tanıma aşaması gerçekleşir. Bu süreçte yatırımcı yatırımı ve girişimciyi tanımak istemekte ve yatırımın ne gibi fırsatlar sunabileceğini anlamaya çalışmaktadır. Yatırımcı kendisine sunulan iş planını inceler, yatırım yeri ve sektörün değerlendirmesini yapar. Kendi bölgelerine yakın olan yatırım tekliflerini uzak olan bölgelere göre daha cazip bulur. İkinci olarak tarama aşamasına geçilir ve bazı elemeler yapılır. Eğer yatırım talep eden sektör melek yatırımcının tanımadığı bir sektörsö konusu sektörü iyi bilen kimselerden yardım talep edilir. İş planları ve yatırım fırsatları daha detaylı analiz edilir, gerekirse iş planlarında değişiklikler talep edilir. Bundan sonra pazarlık aşamasına geçilir. Girişimci ve yatırımcı yatırımın değerlemesini yapar. Yatırımın risk ve getiri potansiyeli hesaplanmaya çalışılır. İlk aşama yatırımı olması değerlemenin düşük olmasına yol açar çünkü bu değerlemeler bir veriye dayanmadığı için tahmini olmaktadır. Pazarlık aşaması sonunda girişimci ve yatırımcı arasında yapılacak anlaşma detayları belirlenir. Dördüncü aşama yönetim aşaması olarak kabul edilir ve yatırımın gerçekleşmesinden sonraki aşamadır. Yatırımcıların finansman dışındaki katkısı bu aşamada gerçekleşir ve şirketin başarıya ulaşmasında etkisi büyüktür. Son aşama ise ürün alma aşamasıdır. Daha önce değindiğimiz halka arz,

⁷⁸ Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, s. 7.

⁷⁹ Kanat, “Dünyada ve Türkiye’de Angel Capital (Melek Sermaye) Uygulaması”, s. 17.

girişimciye satış ya da üçüncü bir tarafa satış yöntemlerinden biriyle yatırımcı yatırımdan çıkar. Yatımdan çıkış süresi belirsizdir.⁸⁰

1.2.5. Melek Yatırımcıların Yatırımdan Çıkış Yolları

Melek yatırımcıların sermaye kazancı için yatırım yapmaları önemli bir husustur. Yaptıkları yatırımlardan çıktıktan sonra başka yatırımlara yönelmektedirler. Bu nedenle yatırımlarından çıkışlarına büyük önem vermekte ve çeşitli çıkış şekilleri kullanılmaktadırlar. Bunlardan üçü şu şekildedir: Halka arz, girişimciye satma ve başka bir şirkete satma.

1.2.5.1. Halka Arz Sırasında Satış

Bu yolla yatırımdan çıkış şirketin borsaya kote edilmesi ve yatırımcının hisselerini borsada satması şeklinde olmaktadır. Ancak derinliği az olan şirketlerin halka arzında şirket hisseleri büyük düşüş gösterdiği için bu çıkış yolu pek fazla tercih edilmemektedir.⁸¹ Diğer taraftan değeri yüz milyon doların altında olan şirketlerin borsaya açılması zor olmaktadır. Bu durum da halka açılmanın tercih edilmeme sebeplerinden biridir.⁸²

1.2.5.2. Girişimciye Satış

Bu yöntemde melek yatırımcının elindeki bütün hisseler girişimci tarafından geri satın alınır. Melek yatırımcı hisseleri olabildiğince yüksek fiyattan satmak isterken, girişimci de olabildiğince düşük fiyattan almak istemektedir. Taraflar karşı karşıya geldiği için bu yöntem pek tercih edilmemektedir.⁸³

1.2.5.3. Başka Bir Şirkete Satış

Bu çıkış türü, getirinin hissedarları memnun etmesi açısından en iyi çıkış yolu olarak kabul edilmektedir. Yatırımcıların her biri aynı anda yatırımdan çıkmakta ve şirket üçüncü bir tarafa geçmektedir. Yatırımcıların tek tarafta yer alması yatırımdan

⁸⁰ Hakan Ertürk, “Girişim Sermayesi Sektöründeki Yatırım Tercihleri ve Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Girişimlere Yapılan Müdahalelerin Analizi: Türkiye’deki Girişim Sermayesi Uygulamaları”, s. 66.

⁸¹ Şener, “Girişimciliğin Finansmanında Melek Yatırım: Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, s. 48.

⁸² Çerçi, “Küresel Ölçekte Melek Yatırımcılığın Gelişiminin İncelenmesi”, s. 144.

⁸³ Şener, “Girişimciliğin Finansmanında Melek Yatırım: Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, s. 48.

kazançlı çıktıkları şeklinde yorumlanmaktadır.⁸⁴ Üçüncü taraflarca yapılan bu satın alınma, aynı sektördeki bir firma tarafından yapıldığında buna *birleşme satın alımı* denir ve satılan şirketin saygınlığını artıran bir unsurdur.⁸⁵

1.2.6. Melek Yatırımcıların Türk Hukukundaki Yeri

Melek yatırımcıların hukuki statüsü 15.02.2013 tarihli 28560 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Bireysel Katılım Sermayesi yönetmeliğine dayanmaktadır.⁸⁶ Bu yönetmelikte melek yatırımcılar, bireysel katılım yatırımcısı; sağladıkları fonlar da bireysel katılım sermayesi olarak isimlendirilmiştir. Yönetmeliğin amacı, bireysel katılım sermayesinin desteklenmesi, bireysel katılım yatırımcılarının ve Cumhurbaşkanlığı Kararnamesinin 253. maddesine tabi kişi, kurum ve kuruluşların faaliyetlerinin izlenmesi, denetlenmesi ve sona ermesine ilişkin usul ve esasları düzenlemek olarak belirtilmiştir.

Yönetmelikte bireysel katılım sermayesi, yüksek riskli olması nedeniyle finansmana ulaşmada zorluk çeken başlangıç ve büyüme aşamasındaki girişimciler için finansal araç ve yatırımcıların şirketlere aktardığı nakdi sermaye olarak değerlendirilmiştir.

Bireysel katılım yatırımcısı, bireysel varlıklarını ve/veya tecrübe ve birikimlerini başlangıç ve büyüme aşamasındaki şirketlere aktaran gerçek kişiler olarak tanımlanmıştır.

1.2.6.1. Bireysel Katılım Yatırımcılarına Sağlanan Vergi Avantajı

Melek yatırımcılara belli şartları sağlamaları durumunda bazı vergisel avantajlar sağlanmaktadır. Bu şartlar öncelikle bireysel katılım lisansı almak, ikincisi yatırım yaptığı şirketin hisselerini en az iki yıl elinde tutmaktır. Eğer bu durum sağlandıysa hesapladıkları hisselerin tutarlarının %75’ini yıllık vergi beyannamelerinden düşebilmektedirler. Eğer yatırımcılar Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, TÜBİTAK ve KOSGEB tarafından, projesi son beş yılda desteklenmiş kurumlara ortak olduysa vergi indirimi %100 olarak uygulanmakla birlikte bu indirim yıllık 1 milyon TL’yi geçmemektedir.

⁸⁴ Şener, “Girişimciliğin Finansmanında Melek Yatırım: Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, s. 48.

⁸⁵ Çerçi, “Küresel Ölçekte Melek Yatırımcılığın Gelişiminin İncelenmesi”, s. 144.

⁸⁶ <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/02/20130215-2.htm> çevrimiçi 18.02.2021

Türkiye’de melek yatırım ağıları vasıtasıyla lisans almış olan yatırımcıların vergi indirimi alabilmeleri için yönetmelikte yer alan bazı şartları sağlamaları gerekir. Bu şartlar:

Yatırımcılar 5 yıllık lisans zarfında en fazla 20 farklı anonim şirkete yaptıkları yatırımlar için vergi indirimi alabilirler. Eğer en az iki lisanslı melek yatırımcı ortak yatırım yaparsa bireysel yatırımları hariç olarak 20 farklı anonim şirkete yaptıkları yatırımlar için destek alabilirler.

Melek yatırımcıların bir şirkete aktarabilecekleri fon tutarı en az yirmi bin TL en fazla bir milyon TL’dir. Yatırımın diğer yatırımcılarla ortaklaşa olması durumunda da aynı şekilde alt limit geçerlidir. Farklı girişim şirketlerine yapılacak yatırımlarda üst limit aşılabilmektedir. Ortaklaşa olarak bir şirkete yapılan yatırım miktarı iki milyon TL’yi aşmamalıdır.

Melek yatırımcılar bir şirketin %50’sinden fazlasına sahip olamazlar. Ortaklaşa ya da bireysel doğrudan veya dolaylı girişim şirketini melek yatırımcılar kontrol edemez. Toplam oy hakkının %50’sinden fazlasına sahip olamaz aynı şekilde yönetim kurulu üyelerinin %50’sinden fazlasını belirleyemezler. Ancak girişimci ve yatırımcı stratejik konularda veto yetkisi veren imtiyazlı hisseleri kimin sahip olacağını serbestçe belirleyebilirler.

Melek yatırımcılar girişim şirketine sadece yönetim kurulu üyesi olarak dâhil olabilir. Bu görev dışında idari görev alamaz ve şirket personeli olarak çalışamaz.

Melek yatırımcı sadece anonim şirkete yatırım yapabilir ve bu şirketten ücret ya da maaş alamaz. Yatırım yapılacak şirketin yatırım almadan önceki iki yıl net satışları beş milyon TL’yi aşmış olmamalıdır. Şirketin elliden fazla çalışanı olmamalı, melek yatırımcıyla hısım akrabalığı bulunan ya da melek yatırımcının etkisi altında olan veya başka bir şirketin etkisi altında olan bir şirket olmamalıdır.

Vergi desteği alabilmek için şirketin halka arz edilmemiş olması, bunun yanında Hazine ve Maliye Bakanlığının destek için belirlediği sektörlerde faaliyet göstermesi gerekmektedir.

1.2.6.2. Bireysel Katılım Yatırımcısı Lisansı Alma Şartları

Bu lisansı alma başvurusunda bulunabilmek için melek yatırımcının belli bir gelir ve servete sahip olması gerekmektedir. Bu gelir, lisans almadan önceki iki yılda gayri safi olarak en az yıllık iki yüz bin TL olmalı ya da lisans alma başvurusu anında menkul ve gayrimenkul varlıklarından oluşan servetin toplamı bir milyon TL olmalıdır.

Eğer yatırımcı bu şartları taşıyorsa lisans başvurusunda bulunabilmek için tecrübe sahibi olma şartını sağlamak yeterlidir. Yönetmeliğe göre tecrübe sahibi yatırımcı; banka ve finansal kuruluşlarda fon ya da portföy yöneticisi olarak yahut söz konusu kuruluşların KOBİ, proje finansmanı ve kurumsal finansman bölümlerinde, GSYO'larda müdür ya da dengi veya daha üst bir konumda en az iki yıl iş tecrübesi olan yatırımcıdır.

Tecrübeli yatırımcı, lisans alınmadan önceki beş yıl içinde en az iki yıl, yıllık yirmi beş milyon TL cirosu olan bir firmada müdür yardımcısı ve dengi ya da daha üst bir konumda çalışan ya da bireysel katılım yatırımcısı ağlarından birine en az bir yıl süreli üyeliği bulunan, lisans başvurusu esnasında net satışları beş milyon TL'nin altında ve halka açık olmayan bir ya da daha fazla şirkete bireysel katılım yatırımcısı olarak ortak olan kişi de olabilir.

Teknoloji geliştirme ve kuluçka merkezlerinde en az iki yıl tecrübesi olan söz konusu merkezlerde başlangıç ve büyüme aşamasında bir ya da daha fazla şirkete en az yirmi bin TL sermaye koyan yatırımcılar da lisans başvurusunda bulunabilir.

Lisans başvuruları bireysel katılım yatırımcı ağları vasıtasıyla söz konusu şartları taşıdığını gösterir belgelerle birlikte Hazine ve Maliye Bakanlığına yapılır. Lisans alma şartlarını taşısa bile zimmet, irtikap, hırsızlık, dolandırıcılık vs. şeklinde cezalar almış olanların başvuruları kabul edilmemektedir.

Lisansların geçerlilik süresi beş yıldır ve istenen belgeler temin edildiğinde tekrar uzatılabilir. Lisanslar başkasına devredilemez ve yönetmelikte belirtilen şartların meydana gelmesi durumunda lisanslar iptal edilebilir.

1.2.7. Melek Yatırımcı Ağları

Melek yatırımcılar çoğunlukla ağlarda faaliyet gösterirler. Bu sayede riskin dağılımı, tecrübe çeşitliliği, yatırım analizinin maliyetinin paylaşılması gerçekleşmektedir. Bunun yanında bu ağlar vasıtasıyla girişimciler ve melek yatırımcılar bir araya gelebilmekte ve bir takım özel avantajlar bu ağlar sayesinde elde edilebilmektedir.⁸⁷ Bu ağlar girişim değerlendirmesi yapmamakta taraflar arasında tarafsız bir tutum izlemektedirler. Ayrıca iş melekleri sendikasyonu denilen birkaç melek yatırımcının bir araya gelerek yatırım yaptıkları oluşumlar da bu ağlar sayesinde olmakta ve melek yatırımcılara bir yatırımcının sağlayamayacağı bilgi ve tecrübeyi sağlamaktadır.⁸⁸

Melek yatırımcıların bu ağlara üye olması zorunludur. Hazine ve Maliye Bakanlığı bu ağlar vasıtasıyla melek yatırımcıyla ilişki kurmaktadır. Bir yatırımcı birden fazla melek yatırımcı ağına üye olabilmektedir. Bu ağlar melek yatırımcıların bir araya geldiği tüzel kuruluşlardır.⁸⁹

Melek yatırımcı ağları bakanlıkla yatırımcılar arasındaki ilişkiyi sağlamanın yanında danışman ve yatırımcılar hazır bulundurarak girişimcilere maddi ve manevi destek sağlayarak onların gelişmelerine katkı sağlamaktadır. İş geliştirme fırsatları sunmanın yanında eğitim programları, danışmanlık hizmeti yerel ve uluslararası iş ağlarına ulaşım ve finansmana erişim gibi hususlarda da girişimcilere destek sağlanmaktadır.⁹⁰

Bireysel Katılım Sermayesi Yönetmeliğine göre melek yatırımcı ağlarının Hazine ve Maliye Bakanlığınca akredite olabilmesi için bazı şartları taşımaları gerekmektedir. Bu şartlar:

Melek yatırımcı ağı girişimci ve melek yatırımcıyı bir araya getirecek, detayları bir protokolle belirlenecek fiziki bir mekânı sağlamalıdır.

Melek yatırımcı ağında girişimcilerin tekliflerini ön elemeyen geçirecek lisans mezunu en az bir personel istihdam etmelidir.

⁸⁷ Kayfeci, “Girişimcilikte Melek Finansman Yöntemi ve Yatırımcısına Sağladığı Teşvikler”, s. 59.

⁸⁸ Kayfeci, “Girişimcilikte Melek Finansman Yöntemi ve Yatırımcısına Sağladığı Teşvikler”, s. 61.

⁸⁹ Başar, “Risk ve Girişim Sermayelerinden Yatırım Almış Şirketlerin Muhasebe Çevrelerinin Uluslararası Standartlara Uyumu”, s. 99.

⁹⁰ Başar, “Risk ve Girişim Sermayelerinden Yatırım Almış Şirketlerin Muhasebe Çevrelerinin Uluslararası Standartlara Uyumu”, s. 99.

Bu ağılara üye en az beş lisanslı yatırımcı olmalı bu yatırımcıların da son yılki net satışları beş milyon altında olan beş farklı şirkete yatırım yapmış olmaları gerekmektedir.

Bu ağların işlevsel bir internet sitesi ve veri tabanı olmalıdır. Bakanlıkça düzenlenen protokolü imzalamış olmalıdırlar.

1.2.8. Girişim Sermayesi ve Melek Yatırımcı Arasındaki Farklar

Girişim sermayesi şirketleri daha çok kendini ispatlamış firmalara yatırım yapmayı tercih ederken melek yatırımcılar başlangıç aşamasında ve yeni kurulan firmalara yatırım yaparlar.

Girişim sermayesi şirketleri kurumsal ve bireysel yatırımcılardan topladıkları fonlarla yatırım yaparken melek yatırımcılar yaptıkları yatırımlarda kendi öz sermayelerini kullanırlar.

Yatırım miktarı açısından karşılaştırıldığında girişim sermayesi şirketleri melek yatırımcılardan çok daha fazla yatırım yapmaktadır.

Girişim sermayesi şirketleri yatırım yaptıkları şirketlerin yönetimine önemli denetimler yaparak dâhil olurken melek yatırımcılar kararlar alma şeklinde katılırlar.

Girişim sermayesi şirketleri yatırım deneyimi açısından melek yatırımcılardan daha etkindirler. Yaptıkları yatırımlar da melek yatırımcılara göre daha fazladır.

Girişim sermayesi şirketleri sadece getiri amacıyla yatırım yaparken melek yatırımcıların tek gayesi bir getiri elde etmek değildir.

Girişim sermayedarlarına göre melek yatırımcılar riski daha yüksek projelere dâhil olurlar.⁹¹

⁹¹ Şener, “Girişimciliğin Finansmanında Melek Yatırım: Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, s. 27.

İKİNCİ BÖLÜM
GİRİŞİM SERMAYESİNDE VE MELEK YATIRIMDA HİSSE
ALIMI



2.1. Hisse Senedi Alımı Yoluyla Sağlanan Finansman

Hisse senedi alımıyla sağlanan finansmanın değerlendirilebilmesi için öncelikle hisse senedinin ne olduğu ve türleri üzerinde durmak faydalı olacaktır.

Esham, aksiyon, pay senedi ya da sadece hisse şeklinde kullanımları bulunan hisse senedi,⁹² anonim şirketlerin, sermayesi hisselerle bölünmüş komandit şirketlerin, TCMB, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları, GSYO'lar, anonim şirket şeklinde kurulmuş olan Kamu İktisadi Teşebbüslerinin sermayelerinin bir kısmına katılımı temsil eden ve taşıması gereken şartlar da SPK tarafından belirlenmiş olan kıymetli evraktır. Sermayesi hisselerle bölünmüş komandit şirketler hisselerini halka arz edemezken diğerleri arz edebilir.⁹³

2.2. Hisse Senedinin Yatırımcısına Sağladığı Haklar

Hisse senetleri sahibine birtakım haklar sağlamaktadır. Bu haklar, şirket kârından pay alma, şirket yönetimine katılma hakkı, oy kullanma hakkı, rüçhan hakkı, tasfiye durumunda pay alma hakkı, şirketin faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı gibi haklardır.⁹⁴ Bunların yanında hisse sahiplerinin bağımsız denetleme yoluyla şirketi denetleme ve inceleme, genel kurula katılma, genel kurul ve yönetim kuruluna dava etme, bedelsiz hisse alma gibi hakları da bulunur. Bu hakların bir kısmının genel kurul ya da yönetim kurulu kararıyla kısıtlanması mümkündür.⁹⁵

Hisse senedi sahipleri dönem kârından pay elde etmenin yanında hisse senetlerindeki değer artışından da gelir elde etmektedirler ki buna sermaye kazancı denilmektedir. Bununla birlikte sermaye artırımında kendisine verilen rüçhan hakkını kullanmaz ya da yeterli sermayesi olmadığı için kullanamaz durumda olduğunda bu hakkını başkalarına satarak da gelir elde edebilirler.⁹⁶

⁹² Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İstanbul, İMKB Yayınları, 1997, s. 131.

⁹³ Ahmet Aksoy, Cihan Tanrıöven, Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi, Ankara, Gazi Kitabevi, 2007, s. 379.

⁹⁴ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, s.131.

⁹⁵ Aksoy, Tanrıöven, a.g.e., s. 379.

⁹⁶ A.e., s. 380.

2.3. Hisse Senedi Türleri

Hisse senedi türleri taşıdıkları özelliklerine göre imtiyazlı adi olarak ayrılırken; hissenin belli bir kimse adına ihraç olup olmamasına göre hamiline ve nama olarak ayrılmaktadır. İhraç ve satım esnasında uygulanan fiyat politikasına göre primli ya da primsiz olarak isimlendirilirken sermaye artırımında karşılığında bir bedelin ödenip ödenmemesine göre bedelli ya da bedelsiz olarak isimlendirilmektedir.

2.3.1. Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri

Sahibinin ismine düzenlenmiş hisse senetleri *nama*, üzerinde isim yazmayan ve taşıdığı haklar elinde bulunduran kimseye ait olan hisse senetleri *hamiline* yazılı hisse senetleridir.⁹⁷

Hamiline ya da nama yazılı olmasının ortaya çıkardığı fark, hisse senedinin bir başka kişiye devrinde ortaya çıkmaktadır. Hamiline yazılı hisse senedinin bir başkasına devri teslim edildiğinde gerçekleşirken, nama yazılı olan hissenin ciro edilip devralana teslim edilmesi ve şirketin pay defterine kaydedilmesiyle gerçekleşmektedir.⁹⁸ Nama yazılı olması devri zorlaştıran bir unsurken şirketin pay sahiplerinin belirlenmesinde ve hissenin çalınması durumunda avantajlı bir durum ortaya çıkarmaktadır. Yatırım amaçlı daha kolay kullanılabilmesi ve mülkiyetin daha geniş kitlelere ulaşmasında da hamiline yazılı hisse senetleri avantajlı konumdadır. Borsada işlem gören hisse senetlerinin tamamı hamiline yazılıdır ve bu hisse senetlerinin bedeli tamamen ödenmiştir. Nama ve hamiline yazılmış hisse senetlerinin oy kullanımında da küçük farklar bulunmaktadır. Nama yazılı hisse senedi sahibinin ismi hazırûn listesinde bulunduğu için herhangi bir işlem yapmadan genel kurulda oy kullanabilmektedir. Ancak hamiline yazılı hisse senedi sahipleri, hisse senedi üzerinde adı soyadı ya da kimden devraldığına ilişkin bilgiler bulunmadığından, oy kullanabilmek için daha önceden şirkete bildirimde bulunması gerekmektedir.⁹⁹

⁹⁷ Aksoy, Tanrıöven, *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*, s. 380.

⁹⁸ *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, s.136.

⁹⁹ Aksoy, Tanrıöven, *a.g.e.*, s. 381.

2.3.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri

Esas sözleşmede aksine bir beyan bulunmadığı takdirde hisse senetleri, sahiplerine eşit haklar sağlar. Bu hisse senetlerine adi hisse senedi denir.¹⁰⁰ Esas sözleşmede belirlemek şartıyla bazı ortaklık haklarını diğer ortaklara göre ayrıcalıklı sunan hisse senetlerine imtiyazlı hisse senedi denir. Bu senetlerin sunduğu ayrıcalıklar; yönetime katılma, oy kullanma, ön alım hakkı ve temettüden pay alma şeklinde olabilir.¹⁰¹

Oy hakkında imtiyaz şöyle olmaktadır: şirketin ihraç ettiği hisselerin her biri aynı oy hakkına sahip olmayabilmektedir. Şöyle ki şirketin kurucu ortakları, şirket kurulup geliştikten sonra ortaklığa dahil olanlara göre daha fazla riske maruz kaldığından dolayı, kurucu ortakların daha fazla oy hakkının olması gündeme gelebilmektedir. Diğer yandan şirketin bir grup ya da aile şirketi olarak kurulup yönetimin başka ellere geçmesinin istenmediği durumlarda da yönetim ve denetim kurulunu belirlemek için söz konusu hisse sahiplerinin oy hakkı artırılabilir. Bunun şu şekilde sağlanması mümkündür. Örneğin A grubu hisse sahipleri yedi kişilik bir yönetim kurulunun beş kişisini belirleme hakkını elinde bulundururken, B ve C grubu hisse sahipleri diğer iki yönetim kurulu üyesini belirleyebilirler. A grubu hisse sahiplerinin sermayenin çoğunluğunu oluşturma şartı da yoktur. Yani şirket sermayesinin %20'sini bile elinde bulunduruyor olsa yönetim kurulunun çoğunluğunu belirleme yetkisi A grubu hisse sahiplerinde olabilir.¹⁰²

Kâr payında imtiyaz ise belli hisse gruplarına kârdan daha yüksek bir payın verilmesi şeklinde uygulanabilmektedir. Şöyle ki A, B ve C grubu hisse senetlerinin bulunduğu bir şirketin kârının %50'si A grubu hisselerine, geri kalanı diğer hisse gruplarına belli oranlarda, hisselerin sermaye oranlarına bakılmaksızın paylaşılabilir.¹⁰³

2.3.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri

Bir şirketin kuruluşunda ya da daha sonra sermaye artırımını esnasında bedeli talep edilerek ihraç edilen hisse senetleri, bedelli hisse senedidir.¹⁰⁴

¹⁰⁰ İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2000, s. 238.

¹⁰¹ Aksoy, Tanrıöven, **a.g.e.**, s. 381.

¹⁰² Aksoy, Tanrıöven, **Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi**, s. 382.

¹⁰³ **A.e.**

¹⁰⁴ **A.e.**, s. 383.

Dağıtılmamış kâr, yedek akçe, yeniden değerlendirme sebebiyle ya da şirketin iştiraklerindeki değerlenmenin sermayeye katılması durumunda yeni bir ödeme ya da taahhütte bulunulmadan mevcut payların değerini artırma işlemine bedelsiz hisse denir. Eski hisse sahipleri kendilerine yapılan iç ödemeyi bedelsiz hisse şeklinde edinmektedir.¹⁰⁵

2.3.4. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri

Bir hisse senedi üzerinde yazan nominal değer üzerinden ihraç ediliyorsa primsiz hisse senedi olarak isimlendirilmektedir. Üzerinde yazan değerden daha aşağı bir fiyattan ihraç edilmesi kanunen mümkün değildir. Diğer taraftan eğer bir hisse nominal değerinin üzerinde ihraç ediliyorsa bu hisseye ise primli hisse denilmektedir. Bu şekilde nominal değer üzerinden ihraç edilen hisse senetlerinden vergi alınmaktadır.¹⁰⁶

2.4. Hisse Senetlerinin Fıkhî Değerlendirmesi

Bir şirketin hisse senedi alındığında onun bütününe ortak olunduğu için öncelikle hangi şirketlerin hisselerinin alınabileceğine bakmak gerekir. Faaliyet türlerine göre şirketleri üçe ayırmak mümkündür:

2.4.1. Mubah Faaliyetler Gösteren Şirketler

Bu şirketler faizli borç alıp verme işleminden uzak duran, bütün işlemlerinde İslam hukuku kurallarına uygun hareket eden, ziraat, ticaret ve sanayi gibi alanlarda faaliyet gösteren şirketlerdir. Bu tür şirketlere ortak olmak caiz görülmüştür.¹⁰⁷ Bu şirketlerin hisselerini satın alarak ortak olmanın cevazı Kur'an ve Sünnet'teki alım satım ve ortaklık kurma hususundaki delillere dayanmaktadır.¹⁰⁸ Ticarî faaliyet kapsamındaki işlemler meşrudur ve bununla ilgili olarak şirket kurmak ve kurulmuş şirketin hisselerini alarak ortak olmak meşru kabul edilmiştir. Meşru bir amaçla kurulan bu tür

¹⁰⁵ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, s. 137.

¹⁰⁶ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, s. 137.

¹⁰⁷ S'ad b. Türki El-Haslân, *Fıkhü'l-Muamelati'l-Mâliyyeti'l-Muâsıra*, Riyad, Darü's-Sumayî, 2012, s. 48.; Halil, *el-Eshüm ve's-senedât ve ahkâmuhâ*, s. 138.

¹⁰⁸ Servet Bayındır, *Fıkhî ve İktisadî Açından İslamî Finans-II (Para ve Sermaye Piyasaları)*, İstanbul, Süleymaniye Vakfı Yayınları, 2015, s. 79.

şirketlerin hisselerini birincil ya da ikincil piyasada satın almak, sermaye artırımını yaparak ihraç ettiği hisselerine yatırım yapmak caiz kabul edilmiştir.¹⁰⁹

2.4.2. Haram Faaliyetler Gösteren Şirketler

İçki üretimi yapan, faizli işlem yapan bankalar bu tür şirketlere örnek verilebilir ki bu şirketlere ortak olmak caiz değildir.¹¹⁰ Bu sektörlerde faaliyet gösteren şirketlere ortak olunamayacağı hususunda ittifak vardır. Bu tür faaliyetlere konu olan şeyler Müslümanlar için mütekavvim mal kabul edilmediği için alım satımına konu olmaları mümkün değildir. Bu itibarla böyle bir şirketin hisse senedini satın almak o faaliyetlerin ortağı olup o şirkete destek manasına geleceği için meşru kabul edilmemiştir.¹¹¹

2.4.3. Mubah Faaliyet Göstermekle Birlikte Harama Bulaşan Şirketler

Asıl faaliyet alanı mubah olmakla birlikte örneğin faizli borç alıp verme, vadeli mevduat hesabı kullanma gibi işlemler nedeniyle haram işlere bulaşan şirketler ki günümüzdeki şirketlerin çoğunluğu bu kısma dahil olmaktadır. Bu kısma giren şirketlere ortak olma hususunda temelde iki görüş serdedilmiştir.

Birinci görüş sahipleri tarafından bu kısma giren şirketlere ortak olunabileceği ancak kâr dağıtıldıktan sonra eğer haram yolla elde edilen gelirin oranı biliniyorsa o oranı, kârından ayırması; bilinmiyorsa kazancının yarısını ayırıp ondan kurtulması gerektiği ifade edilmiştir.¹¹² Bazı fakihlerce faaliyetleri helal olmakla birlikte aynı zamanda esas sözleşmesinde şirketin haramla iştigal edebileceği yönünde bir kaydın olmaması gerektiği şart koşulmuştur. Fetva heyetleri ve günümüz fakihlerinden bir kısmı haram kaynaklı gelirler için belirli oranlar öne sürüp şirketlerin kullandıkları faizli kredilerin toplamı, şirketin piyasa değeri gibi hususların yatırım yapılabilirlik veya yapılamazlık noktasında belirleyici olduğunu kabul etmişlerdir.¹¹³

¹⁰⁹ A.e., s. 80.; Abdullah b. Muhammed Imrani, **el-İstismâr ve'l-mütâcera fi eshümi's-şerikâti'l-muhtelita**, Riyad, Dâru Künûzi İşbilya, 2006, s. 7.

¹¹⁰ El-Haslân, **Fıkhu'l-Muamelati'l-Mâliyyeti'l-Muâsıra**, s. 48.; Halil, **el-Eshüm ve's-senedât ve ahkâmuhâ**, s. 138.

¹¹¹ Bayındır, **İslamî Finans-II**, s. 81.; Mubârek b. Süleyman Âl-i Süleyman, **İktitêb ve'l Mütêcera bi'l Eshum**, Dâru Künûzu'l-İşbilyâ Riyad, 1427h, s.13.; Mecmaul'l-fıkhi'l-İslami, 1992 Karar no: 63 (1/7).

¹¹² El-Haslân, **a.g.e.**, s. 49.

¹¹³ es-Sultan, **el-Eshüm hükmühâ**, s. 26.; Bayındır, **a.g.e.**, s. 85.

Bu minvalde öne sürülen delil ise; bir şeye haram bulaşmasıyla o şeyin tamamının haram olmayacağı, aslen caiz olmayanın teb'an cevazının mümkün olabileceği kaidesidir.¹¹⁴ Bununla kastedilen bu tür şirketlerin çoğunluk gelirlerinin mubah gelir kategorisinde olmasıdır. Faiz geliri gibi meşru olmayan gelirler ise diğer gelirlere nazaran daha az miktardadır ve çoğunluk geliri meşru olan hisseye tabi olmaktadır.¹¹⁵

Bu delile karşı şöyle bir eleştiri yöneltlmıştır; aslen caiz olmayanın teb'an caiz olabileceği argümanı bu noktada geçerli bir delil olmamaktadır. Söz konusu delilin bahsedildiği konu iki helal varlığın olması durumudur. Ancak burada biri helal iken diğeri haram olan bir durum mevcuttur. Faiz kendi başına helal değildir ki helal olan hisseye tâbi olsun. Bunun yanında işlem, hisse alındıktan sonra sona ermemekte, ortaklık başlamış olarak devam etmektedir. Eğer bu delil, hissenin helal olmasına delil olarak kabul edilebilirse mevcut faizli borç sözleşmeleri de aynı kategoriye dahil edilebilir. Çünkü faizli borç sözleşmelerinde de faiz anaparaya tâbi olarak alınmaktadır.¹¹⁶

Bu tür hisselerin alım-satımının yapılabileceği hususunda diğeri bir delil ise umumi ihtiyacın özel zaruret derecesine indirilmesine dayanır.¹¹⁷ Delil olarak ise kuru hurma ile yaş hurmanın değiştirilmesinin faizli bir muâmele olmasına rağmen ihtiyaç sebebiyle caiz kabul edilmesinden hareketle; bu tür yatırımlara şirketlerin, halkın ve devletin ihtiyacı olduğu, kişilerin yeterli sermaye ve yatırım yapma bilgisinden mahrum olduğu, devletlerin de dışarıdan faizle borç almak durumunda kalacağı, toplumun sıkıntıya düşeceği gibi gerekçelerle caiz olabileceği dile getirilmiştir. Ancak bu görüş ihtiyaç ve zaruretin farklı şeyler olduğu, zaruretin de ancak zaruret

¹¹⁴ Abdullah Durmuş, "Yatırım Fonlarının Fıkhi Niteliği", **Güncel Dinî Meseleler İstisare Toplantısı-X**, Ed. Mustafa Çakır, Fatih Mehmet Aydın, Ankara, Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 2020, s. 267.; Süleyman, **İktitêb ve'l Mütêcera bi'l Eshum**, s. 25.; es-Sultan, **el-Eshüm hükmühâ**, s. 27.

¹¹⁵ Bayındır, **a.g.e.**, s. 85.; Abdullah b. Süleyman el-Meni, **Bühus fi'l-İktisâdi'l-İslami**, Mekke, el-Mektebü'l-İslami, 1996, s. 227.

¹¹⁶ el-Halil, **el-Eshüm ve's-senedât ve ahkâmuhâ**, s.147.; Bayındır, **İslamî Finans-II**, s. 85.

¹¹⁷ el-Meni, **Bühus fi'l-İktisâdi'l-İslami**, s.229. Mecelle mad. 32.; Süleyman, **İktitêb ve'l Mütêcera bi'l Eshum**, s. 28.; es-Sultan, **el-Eshüm hükmühâ**, s. 30.

miktarınca helal olabileceği, bu meselede zaruret durumunun olmadığı hususunda eleştirilmiştir.¹¹⁸

Şirketin gayri meşru faaliyetlerinin sorumluluğunun şirketin yöneticilerinde olduğu, diğer hisse sahiplerinin sorumlu olmayacağı şeklinde de görüşler ileri sürülmüştür. Bununla birlikte hisse sahiplerinin helal kazancı hedeflemeleri gerektiği, bilançonun takip edilerek haram kısmın ayrılıp elden çıkarılmasının elzem olduğu belirtilmiştir.¹¹⁹

İkinci görüş ise bu tür şirketlere ortak olmanın mutlak olarak caiz olmayacağı şeklindedir.¹²⁰ Bununla ilgili ise, gayri müslimlerle ortaklık yapılmasının onların faizli işlemler yapması, Müslüman ortağının bulunmadığı bir zamanda faizli işlem yapabilme ihtimalinden dolayı kerih görülmesini dayanak göstermektedirler. Onlara göre faizli işlem yapabilme ihtimalinden dolayı kerih görülen ortaklık; faizli işlem yapıldığı, kazanca haram bulaştığı şüphe olmayacak şekilde bilinen ortaklık için nasıl caiz olabilir.¹²¹

2.4.4. Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetlerinin Fıkḥî Değerlendirmesi

Nama yazılı hisse senetlerinin cevazı hususunda nama olması bakımından bir tartışma bulunmazken hamiline yazılı hisse senetleri için aynı durum geçerli değildir. Hamiline yazılı hisse senetlerindeki tartışmalar hisse senedinin sahibinin kim olduğunun bilinmemesiyle ilgilidir.¹²²

Hamiline hisse senedinin sahibinin bilinmemesinin taraflar arasında düşmanlık ve nizaya sebep olma ihtimali içerdiğinden hareketle, bu tür hisse senetlerinin caiz olmayacağı görüşünü savunanlar bulunmaktadır. Bu görüşte bulunanlar, söz konusu

¹¹⁸ Salih b. Muhammed b. Süleyman es-Sultan, **el-Eshüm hükmühâ ve âsarühâ**, S. Arabistan, Dâru İbnu'l-Cevzi, 2006, s. 30.; Bayındır, **a.g.e.**, s. 86.; el-Meni, **Bühus fi'l-İktisâdi'l-İslami**, s.226.; Süleyman, **İktitêb ve'l Mütêcera bi'l Eshum**, s. 29.

¹¹⁹ Durmuş, “Yatırım Fonlarının Fıkḥî Niteliği”, s. 267.

¹²⁰ El-Haslân, **Fıkḥü'l-Muamelati'l-Mâliyyeti'l-Muâsıra**, s. 49.; Bayındır, **a.g.e.**, s. 82.; es-Sultan, **el-Eshüm hükmühâ**, s. 22.; el-Halil, **el-Eshüm ve's-senedât ve ahkâmuhâ**, s. 140.

¹²¹ es-Sultan, **el-Eshüm hükmühâ**, s. 25.

¹²² Halil, **el-Eshüm ve's-senedât ve ahkâmuhâ**, s. 176.

hisselerle kurulmuş şirket akdinin fasit olacağını, bu nedenle hamiline yazılı hisselerin nama olarak dönüştürülmesi gerektiğini belirtmişlerdir.¹²³

Diğer taraftan hamiline yazılı hisse senedinin ihracı ve tedavülünün caiz olduğu şeklindeki görüş ise şöyle temellendirilmektedir: Şirket ortakları şirketin ana sözleşmesini kabul ettiklerinde zımnen hisse sahibinin hissesini başkasına satabileceğini kabul etmiş olmaktadır. Bunun yanında hisse sahibinin kim olduğunun öğrenilmek istenilmesi durumunda bunun mümkün olduğundan hareketle niza sebebinin ortadan kalktığını dolayısıyla cevazının önünde bir engel bulunmadığını belirtmişlerdir.¹²⁴

2.4.5. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetlerinin Fıkhî Değerlendirmesi

Bir şirketin hisseleri taşıdığı haklar bakımından adi ve imtiyazlı olarak ikiye ayrılmaktadır. Adi hisseler kıymetleri ve taşıdıkları hakları diğer hisse sahipleriyle eşit olan hisselerdir. Bu hisseler meşrudur ve ihracı da caizdir.¹²⁵ Bunun yanında fıkhî açıdan şirketlerin faaliyet alanları önem taşımaktadır. Fıkhî değerlendirme için dikkate alınması gereken husus şirketlerin faaliyet alanlarıdır. Bu itibarla adi hisse senetleri almanın ve ihraç etmenin hükmü, onu ihraç eden şirketin faaliyetlerinden bağımsız değildir.

İmtiyazlı hisselerin fıkhî durumu ise hisselerin taşıdığı imtiyaza göre ayrı ayrı değerlendirilmektedir. Genel olarak hissenin taşıdığı imtiyaz, mali bir imtiyaz ise örneğin sermayenin ve kârın belli bir oranının garanti edildiği ya da kâr paylaşımında ve tasfiyede öncelik sağlayan imtiyaza cevaz verilmemiştir. Ancak idari ve icraî bazı imtiyazlara cevaz verilmiştir.¹²⁶ Hisselerin taşıdığı imtiyaza göre şöyle detaylandırılması mümkündür:

¹²³ Durmuş, “Yatırım Fonlarının Fıkhî Niteliği”, s. 266.; Halil, **el-Eshüm ve’s-senedât ve ahkâmuhâ**, s. 176.

¹²⁴ AAOIFI, **Faizsiz Finans Standartları**, İstanbul, TKBB Yayınları, t.y., s. 355.

¹²⁵ Ahmet b. Muhammed el-Halil, **el-Eshüm ve’s-senedât ve ahkâmuhâ**, S.Arabistan Dâru İbni’l-Cevzi, 1426h, s. 178.

¹²⁶ <https://www.iifa-aifi.org/1845.html> çevrimiçi 03.02.2021

2.4.5.1.Sahibine Kârdan Öncelikli Olarak Pay Alma Hakkı Veren Senetler

Bu tür bir imtiyaza sahip olan senetler hisse sahibine kâr dağıtımında öncelik sağlamaktadır. Böyle bir hissenin sahibi dağıtılacak kârın belli bir oranını alırken diğer hisse sahipleri kalan kârı paylaşmaktadır. Bu şekilde bir imtiyaz sağlayan hissenin alım satımı caiz görülmemiştir. Zira hisse senedi sahipleri emek ve sermaye katkısı bakımından birbiriyle eşit seviyededir. Şirkete emek, bilgi gibi katkılar sunmadan sadece sermaye kaynaklı kârda farklı bir uygulama yapılmasını hiçbir mezhep caiz kabul etmemiştir. Kârda farklı uygulamanın olabileceği durumlar emek ve sermaye söz konusu olduğunda gündeme gelmektedir. Bu hususta da mezheplerin farklı değerlendirmeleri bulunmaktadır. Hanefi ve Hanbeli mezhebi emek ve sermaye birleştirildiğinde farklı kâr uygulamasını kabul ederken diğer mezhepler sermaye ile orantılı kâr paylaşımını kabul etmektedirler. Hanefi ve Hanbeli mezhebinin caiz gördüğü kârdaki farklılık ancak ortakların birinin ya da her ikisinin şirkette bil fiil çalışması durumunda ortaya çıkar. Ancak hâlihazırdaki kârda öncelik sağlayan hisse senetleri böyle bir şartı sağlamamaktadır.¹²⁷

2.4.5.2. Sahiplerine Yıllık Sabit Getiri Garantisi Sunan Senetler

Şirket zarar da etse kâr da etse belli bir getiriye garantileyen imtiyazlı hisselerdir. Böyle bir hisse esasen ortaklığı değil borcu temsil etmektedir. Bu şartla satılan hisse satım sözleşmesi borç sözleşmesi olup ortaklık değildir. Yıllık getirisi de onun faiz getirisi. Böyle bir ortaklık türü hiçbir mezhepte kabul görmemektedir. Çünkü ortaklığın özüne uymamaktadır.¹²⁸

2.4.5.3. Tasfiye Durumunda Sahibine Öncelik Sağlayan Hisse Senetleri

Bu tür bir imtiyaza sahip senet, sahibine, diğer âdi hisse sahiplerinden farklı olarak kendi mal varlığına düşen sermaye payını, diğer ortaklardan öncelikli olarak alma hakkı vermektedir. Ancak bu ayrıcalık zararın sermaye oranında paylaşılması ilkesiyle uyumsuz bir durum ortaya çıkartır ki böyle bir tasfiye durumunda ortada kalan şirket

¹²⁷ Bayındır, **İslamî Finans-II**, s. 78.; Vehbe ez-Zühaylî, **el-Mu‘âmelâtü’lmâlîyye el-Mu‘âsıra**, Dımaşk, Dâru’l Fikr, 2002, s. 419-420.; Halil, **el-Eshüm ve’s-senedât ve ahkâmuhâ**, s. 179.

¹²⁸ Bayındır, **a.g.e.**, s. 78.; el-Halil, **el-Eshüm ve’s-senedât**, s. 179.; Zühaylî, **el-Mu‘âmelâtü’lmâlîyye el-Mu‘âsıra**, s.419.

mal varlığından imtiyazlı hisse sahibi kendi koyduğu sermayeyi alması durumunda diğer ortaklara hiçbir şey kalmayabilir. Bu ise adil olmayan bir sonuç ortaya çıkarır.¹²⁹ Melek yatırımcıların finansman sağlama yöntemleri içerisinde bulunan tercihli hisse senetleri de tasfiye durumunda sahibine öncelik sağladığı için zararın sermaye oranında paylaşılması ilkesine uymamaktadır.

Tasfiye durumunda öncelik sağlayan hisselerle benzer özelliklere sahip olan rüçhanlı hisse senetleriyle ilgili ise şu şekilde değerlendirme yapılması mümkündür: Bu hisse senedinin tahvile dönüştürülebilir hisselerle büyük benzerlik taşıdığına daha önce değinilmişti. Adi ve imtiyazlı hisse alımında söz konusu edilen mahzurlu durumlar aynen geçerli olmakla birlikte tahvillerin hisseye dönüştürülmesinden sonra artık ortaklık kurulmuş olmaktadır. Fakat bu ortaklıkta dönüştürülmüş hisse sahipleri lehine birtakım ayrıcalıklar sağlanmaktadır. Bu ayrıcalıkların niteliğine bakıldığında bunların finansal ayrıcalıklar olduğu görülmektedir. Şöyle ki; girişim sermayesi şirketi, ortaklığın kârları henüz realize edilmeden tasfiye değeri üzerinden kendi kârını talep edebilme imkânına sahip olmaktadır. Halbuki bir ortağa tasfiye durumunda ya da kâr dağıtımında imtiyaz sağlanması İslam hukukuna göre caiz görülmemiştir.¹³⁰

2.4.5.4. Sermaye Artırımı Esnasında Sahibine Önalım Hakkı Tanıyan Hisse Senetleri

Daha çok kurucu ortaklara sunulan böyle bir imtiyaz sermaye artırımında öncelikli olarak o hisse sahiplerine öncelikli alım hakkı sunup şirkete yeni ortakların girmesini engellemiş olmaktadır. Bu durum hâlihazırdaki ortaklar arasında haksızlık ortaya çıkarmaz ve şuf'a konusuyla da uyum içerisindedir.¹³¹ Şuf'a esasında gayrimenkullerde söz konusudur. Gayrimenkulün satışı esnasında söz konusu gayrimenkul öncelikli olarak komşularının alma hakkı bulunmaktadır. Burada yeni mülk sahipleriyle eski mülk sahiplerinin anlaşmazlığa düşme ihtimalini azaltmak için böyle bir çözüm bulunmuştur. Aynı şekilde hisse senetleri her ne kadar gayrimenkul olmasa da eski hisse sahiplerine sağlanan önalım hakkı şirket yönetimine yeni

¹²⁹ Zühaylî, *el-Mu'âmelâtü'l-mâliyye el-Mu'âsıra.*, s. 422.; Bayındır, *a.g.e.* s.78.; Halil, *el-Eshüm ve's-senedât ve ahkâmuhâ*, s. 180.

¹³⁰ Durmuş, "Yatırım Fonlarının Fıkhi Niteliği", s. 266.

¹³¹ Halil, *el-Eshüm ve's-senedât ve ahkâmuhâ*, s. 181.; Bayındır, *a.g.e.*, s.79.

ortakların girmesine ve yönetimde anlaşmazlıkların ortaya çıkmasına mâni olabilecek niteliktedir.

2.4.6. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri Fıkḥ Değerlendirmesi

Bedelsiz hisse senetleri eski hisse sahiplerine bedelsiz olarak verilen yeni paylar olduğu için adi hisse senetlerinde geçerli olan hükümlerin bu hisseler için de geçerli olması beklenir.

Bedelli hisseler ise yeni sermaye artırımını olduğu için eski ortakların haklarını zayi etmeyecek bir biçimde olmalıdır. Zira eski ortaklar bedelli hisse artırımında rüçhan haklarını kullanıp hisseleri alamazlarsa şirketteki hisse oranları düşecektir.¹³² Hisse oranlarının düşmesi zulme neden olabilir. Zulüm ise İslam hukukunun tasvip edeceği bir davranış değildir.

2.4.7. Primli ve Primsiz Hisse Senetlerinin Fıkḥ Değerlendirmesi

Bu hisse senetleri satış anındaki değerle ilgili olarak yapılan bir sınıflandırma olması sebebiyle mahiyet itibariyle adi hisse senetlerinden farklı bir özellik taşımamaktadır. Buna binaen adi hisse senediyle ilgili hükümlerin burada da cari olması gerekir.

¹³² Abdulaziz Bayındır, **Ticaret ve Faiz**, İstanbul, Süleymaniye Vakfı Yayınları, 2008, 2. Baskı, s. 43.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
GİRİŞİM SERMAYESİ VE MELEK YATIRIMDA HİSSE
SENEDİNE DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR TAHVİL ALIMI



3.1. Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller Yoluyla Yapılan Finansman

Hisse senedine dönüştürülebilir tahviller vasıtasıyla gerçekleştirilen finansman sermaye ve borç karması şeklinde yapılan bir finansmandır. Diğer tahvillerle benzer özelliklere sahip olan bu finansman yönteminin mahiyeti taraflarına sağladığı olumlu ya da olumsuz imkanlar bu bölümde ele alınacaktır.

Tahvil devlet, kamu kurumları, ya da anonim şirketler tarafından orta ve uzun vadeli borç elde etmek için çıkarılan nominal değerleri ve ibareleri aynı olan borç senetleridir.¹³³ İhraççıların düzenlediği bu borç senetlerinin nominal değerleri, vade tarihine kadar taksitlerle ya da vade tarihinde ödenmesi kararlaştırılmaktadır. Tahvillerin vadesi en az 365 gün olarak belirlenmektedir.¹³⁴

Çıkarılan tahvillerin bedellerinin peşin ödenme zorunluluğu bulunmazken nakdî olarak ödenme zorunluluğu bulunmaktadır. Şirketlerde tahvil genel kurul kararıyla çıkarılabilir. Esas sermayenin ödenmiş ve tasdik olunmuş son bilançodaki mevcut miktarını aşmamalıdır.¹³⁵

Tahvilleri primli, primsiz, kâra katılmalı ve hisse senedine dönüştürülebilir tahviller olarak incelemek mümkündür. Biz burada konumuz itibarıyla hisseye dönüştürülebilir tahvilleri ele almakla iktifa edeceğiz.

3.2. Hisseye Dönüştürülebilir Tahviller

Bu tahviller bir şirketin ihtiyacı için tahvil çıkarması, tahvilin vadesi dolduğunda da tahvil sahibine ödeme yapmak yerine hisse senedi vermeyi öngördüğü bir tahvil türüdür. Bu durumda tahvil sahibine parasını geri alma ya da şirkete ortak olma seçenekleri sunulmuş olmaktadır.¹³⁶

¹³³ Seyidoğlu, **Ekonomik Terimler**,

¹³⁴ <https://sgm.gr/i7hhF> çevrimiçi 07.04.2021

¹³⁵ Pınar Yılmaz, **Ticaret Hukuku 1**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2003, s. 250.

¹³⁶ Yılmaz, **Ticaret Hukuku**, s. 252.

Bu tahviller, ihraç eden şirketin sermaye artırımını maksadıyla çıkaracağı hisselerle dönüştürülebilirken nama, hamiline ve emre yazılı şeklinde düzenlenmesi mümkündür.¹³⁷

Hisseye dönüştürülebilir tahvillerin özelliklerini taşıyan ancak hisseye dönüştürüldüğünde adi hisse yerine imtiyazlı hisseye dönüştürülen tahviller de bulunmaktadır. Bu tahvillere warrant ekli tahvil denilmektedir.¹³⁸ Tek farkın dönüştürülen hisse türü olması nedeniyle, adi hisseye dönüştürülen tahviller için geçerli olan değerlendirmeler bu tahviller için de geçerlidir.

Öz sermaye bulma sıkıntısı çeken ya da öz sermaye kullanmak istemeyen şirketlerin hisseye dönüştürülebilir tahvil aracılığıyla daha düşük maliyetle finansman ihtiyaçlarını giderebilmeleri mümkündür. Diğer taraftan, gelecekte faiz oranlarının düşüp hisse senedi değerlerinin yükseleceği bu itibarla tahvillerin hisse senedine dönüştürülüp faiz ödeme yükünden kurtulma amaçlanarak da bu türde bir tahvil çıkarılabilir. Ekonomik dalgalanmaların çok fazla etkilediği hisse senetleri, yatırımcı açısından hisseye dönüştürülebilir tahviller vasıtasıyla daha düşük riskli yatırım aracı olurken ihraççı şirket için de daha düşük maliyetli finansman elde etme imkânı sunabilmektedir. Yatırımcılar ve hisseye dönüştürülebilir tahvil ihraç eden şirketler açısından olumlu ya da olumsuz olarak kabul edilebilecek hususlar şu şekilde ele alınabilir:

3.2.1. Şirket Açısından Olumlu Yönleri

Dönüştürme hakkı vermeyen tahvillere kıyasla bu tür tahvil yatırımcıları bu tahvillerin daha düşük faiz getirisi içermesini kabul edeceklerinden, bu durum şirketin finansman maliyetini düşüren bir husus olmaktadır. Diğer yandan dönüştürme hakkı içermeyen tahvillere nazaran şirket bu tahvilleri daha yüksek fiyattan satarak daha fazla kaynak bulma imkânını elde edebilir. Pazarlama açısından da yatırımcılara hem faiz getirisi hem de sermaye piyasaları fırsatlarını değerlendirme imkânı sunduğu için daha avantajlı durumdadır.¹³⁹ Vade sonunda tahvillerin hisseye dönüştürülmesi durumunda

¹³⁷ Hüseyin Ülgen, v.d., **Kıymetli Evrak Hukuku**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2014, s. 39.

¹³⁸ Mehmet Civan, Mustafa Uğurlu, “Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlinde KOBİ’lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi”, s. 88.

¹³⁹ Murat Şakir Süter, “Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvillerin Muhasebe Standartları Açısından İncelenmesi ve Muhasebeleştirilmesi”, s. 15.

şirket nakit çıkışı yapmadan borçlarını ödemiş olmakta ve borçluluk durumunda bir iyileşme meydana gelmektedir. Şirketin hisseleri eğer yükselme göstermişse şirket hisselerini ihraç zamanına göre daha yüksek bir fiyattan satmış olmaktadır. İhraç esnasında bazı şartlar belirleyerek bu şartların oluşması durumunda şirket vadesinden önce alım seçeneğini kullanabilir.¹⁴⁰

Şirket tahvil sahiplerinden gelen talebe göre, tahvil karşılığı hisse ihraç edeceği için hisseler henüz ihraç edilmeden alıcıları hazır durumda olmaktadır. Tahvillerin dönüşümü esnasında primli fiyattan hisselerin satışının gerçekleştirilmesi durumunda şirket dolaylı yoldan sermaye artırımını yapmış olmaktadır.¹⁴¹

3.2.2. Şirket Açısından Olumsuz Yönleri

Şirketin beklentisi tahvillerin dönüştürülmesi yönünde olup hisse senedi fiyatları beklenen seviyeye gelmemesinden ya da başka sebeplerden tahviller dönüştürülmediği durumlarda şirketin finansman maliyeti beklediği miktarda gerçekleşmemiş olacaktır.¹⁴² Hisse senedinin değerinin düşmesine bağlı olarak tahvillerin şirket hissesine dönüştürülmediği durumda şirketin dolaylı olarak gerçekleştirmek istediği sermaye artırımını uygulanamamış olacaktır.¹⁴³ Sığ piyasalarda yüksek miktarda tahvilin hisseye dönüştürülmesi hisse senetlerinde düşüş meydana getirebilecektir. Hisseye dönüştürülebilir tahviller yoluyla şirkette istenmeyen kimselerin ortak olması ve şirket yönetiminde etkin olması mümkündür.¹⁴⁴

Tahvil ihracı sonrasında şirketin hisse değerlerinde ciddi bir yükselme olması durumunda, tahvil sahipleri tahvillerini daha düşük seviyelerden dönüştürecekleri için bu durum şirketin borçlanma maliyetini artıran bir unsur olacaktır.¹⁴⁵

¹⁴⁰ Özlem Özdemir, “Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler”, s. 11.

¹⁴¹ Gökhan Aydoğan, “Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller”, s. 32.

¹⁴² Süter, “Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvillerin Muhasebe Standartları Açısından İncelenmesi ve Muhasebeleştirilmesi”, s. 18.

¹⁴³ Aydoğan, “Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller”, s. 33.

¹⁴⁴ Süter, “Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvillerin Muhasebe Standartları Açısından İncelenmesi ve Muhasebeleştirilmesi”, s. 18.

¹⁴⁵ Aydoğan, “Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller”, s. 33.

3.2.3. Yatırımcı Açısından Olumlu Yönleri

Hisseye dönüştürülebilir tahvil sahipleri şirketin hisse senetlerinde değerlenme olması durumunda tahvillerini hisselerle değiştirip bu değerlenmeden yararlanabilir. Diğer taraftan hisse değerinin değer kaybetmesi durumunda da sabit faiz ödemelerini alarak bu değer kaybından korunmuş olurlar.¹⁴⁶

Hisse senedine dönüştürülebilir tahviller, hisse senetlerinin enflasyon sebebiyle artması durumunda enflasyona karşı belli bir oranda koruma işlevi görmektedir.¹⁴⁷

3.2.4. Yatırımcı Açısından Olumsuz Yönleri

Hisseye dönüştürülebilir tahvillerin dönüşme özelliğinden dolayı faiz oranları diğer tahvillere göre daha düşük olduğundan, faiz getirisinin daha düşük olmasına yol açmaktadır.¹⁴⁸ Faiz oranlarının ve hisse senedi fiyatlarının düşmesi hisseye dönüştürülebilir tahvilin değerinin düşmesine neden olurken diğer tahvillerin değerinin yükselmesine neden olur. Hisseye dönüştürülebilir tahvillerin faiz oranlarının diğer tahvillere nazaran düşük olması, yatırımcı açısından fırsat maliyetinin yüksek olmasına neden olmaktadır. Benzer sabit getirili ürünlerde olduğu gibi piyasa faiz oranları hisseye dönüştürülebilir tahvillerde de fiyat riski oluşturmaktadır. Piyasa faiz oranlarının düşük olması durumunda, ihraççı şirket daha ucuza finansman elde edebilmek için tahvilleri dönüştürme çağrısında bulunma riski mevcuttur.¹⁴⁹ Hisse senetlerinin yükseleceği beklentisi içinde bulunan yatırımcılar geri çağırılma durumunda bu yükselmeden elde edecekleri kârdan mahrum kalacaklardır.¹⁵⁰

Yüksek miktarda tahvil hisseye dönüştürülürse bu durumda hisse fiyatlarında düşüş meydana gelebileceğinden yatırımcıların hisse başına düşen kazançları düşecektir.¹⁵¹

¹⁴⁶ Süter, “Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvillerin Muhasebe Standartları Açısından İncelenmesi ve Muhasebeleştirilmesi”, s. 16.

¹⁴⁷ Özdemir, “Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler”, s. 12

¹⁴⁸ Süter, “Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvillerin Muhasebe Standartları Açısından İncelenmesi ve Muhasebeleştirilmesi”, s. 18.

¹⁴⁹ Özdemir, “Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler”, s.13.

¹⁵⁰ Aydoğan, “Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller”, s. 37.

¹⁵¹ Süter, “Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvillerin Muhasebe Standartları Açısından İncelenmesi ve Muhasebeleştirilmesi”, s. 18.

3.3. Borçlanma Araçları Tebliğine Göre Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller

Borçlanma araçları tebliğinde (VII-128.8)¹⁵² hisse senedine dönüştürülebilir tahvillere yer verilmiştir. Söz konusu tebliğe göre:

Hisseye dönüştürülebilir tahvilin vadesinin 365 günden fazla olması gerekir. Bu tahvillerin hisseye dönüştürülmesi de ancak 365 gün sonra gerçekleştirilebilir. Bu süre dolduktan sonra tahvillerin bir itfa planına bağlı olarak, şirketin ya da tahvil sahibinin talebine istinaden vadesinden önce hisseye dönüştürülmesi mümkündür. Tahvillerin hisseye dönüşümü sermaye artımı yoluyla olmaktadır. Hisseye dönüşüm esnasında tahvillerin nominal değeri dikkate alınıp izahname ya da ihraç belgesinde yer alması şartıyla, o esnada ödenecek olan faiz tutarları da nominal değerine eklenerek dönüştürme gerçekleştirilir. Daha önce tahakkuk etmiş faizler ise tahvil sahiplerine nakden ödenmelidir. Dönüştürme masrafları şirkete aittir. Halka açık şirketlerin sermaye artımı ve yeni hisse ihraçlarında bu hisselerin öncelikli olarak alım hakkı hisseye dönüştürülebilir tahvil sahiplerininindir. Şirket yükümlülüklerini yerine getirmiş olmasına rağmen hisseye dönüştürme hakkını kullanmayan tahvil sahiplerinin, bu hakları düşmüş olup anapara ve tahakkuk etmiş olan faiz tutarlarını alabilirler.

3.4. Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvillerin Dönüştürülmesi

Daha önce hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerin, bu dönüşümü taraflardan gelen talep ya da başta belirlenen dönüştürme takvimine göre üç şekilde gerçekleştirdiklerini belirtmiştik. Burada biraz daha detaya girilerek bu dönüşüm şekilleri ele alınacaktır. Ancak dönüşüm şekillerine geçmeden önce bir örnekle GSYO veya başka bir yatırımcının dönüştürme ya da tahvil olarak bırakma tercihlerini neye göre belirledikleri gösterilecektir.

X firmasının 100 hissesi bulunup bunlardan 80 adetinin adi hisse, 20 adetinin dönüştürülebilir hisse olduğu kabul edilsin. 1 adet dönüştürülebilir hisselerin adi hisse karşılığı yapılan sözleşmeye göre 1,8 olsun. Hisselerin nominal değerleri 10 TL ise bu durumda borç 200 TL olacaktır. Eğer 20 adet dönüştürülebilir hisse adi hisseye

¹⁵² <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuat?MevzuatNo=18452&MevzuatTur=9&MevzuatTertip=5>

dönüştürülürse bu durumda 36 adet adi hisse sahibi olunacak ve şirketin toplam hisse sayısı 116 adet olacaktır. Bu durumda da şirketin % 31'ini elde etme seçeneği dönüştürülebilir tahvil sahiplerine sunulmuş olacaktır. Bu noktada HDT sahipleri tercihlerini hisse alarak ortak olma yönünde mi yoksa borç olarak tutma tarafında olacaklarını girişimin değeri belirleyecektir. Eğer şirketin değeri 200 TL'nin altında olursa bu durumda GSYO ya da yatırımcı, tahvilleri dönüştürmeyip alacaklı olarak kalmayı tercih ederken 200 TL'nin üzerine çıkması yatırımcıları kârlı duruma getirecektir. Bu da aynı zamanda girişimcilerin şirket değerini artırmak için çaba sarf etmelerine destek olacaktır.¹⁵³ Örnekten de anlaşıldığı üzere yatırımcının HDT'yi dönüştürme saiki daha çok kazanma imkânı olması durumundadır. Hisseye dönüştürme durumunda verdiği borçtan daha azını elde edecekse HDT'yi dönüştürmeyip anapara ve faizini almayı tercih etmektedir. Girişimin değeri yükselip HDT'lerin dönüştürülmesinden daha fazla gelir elde edileceği görülmesi durumunda, dönüştürme yönünde tercihte bulunmaktadır.

3.4.1. Tahvillerin Bir İtfa Planına Bağlı Olarak Dönüşümü

Tahvil alımı sonucu ortaya çıkan borç ilişkisinin sona erdirilmesine yönelik uygulanan bir programdır. Bu programda anapara ve faizlerin ödeme zamanı ve şekli ana unsurları oluşturur.¹⁵⁴

Tebliğe göre tahviller hisseye taksitler halinde dönüştürülüyorsa tahvillerin vadesi son taksitle aynı zamanda sona ermelidir. Şirket sermaye artırımını önceden talep toplayarak ya da talep toplamadan gerçekleştirebilir. Önceden talep toplayarak gerçekleştirmesi durumunda:

Hisseye dönüştürülebilir tahvillerin bu hakkını kullanabilmesi için talep toplama sürecinin başlangıç zamanından en az 15 gün önce KAP'ta özel durum bilgilendirmesi yapar. Bu bilgilendirmede dönüştürme talep tarihleri, talep yerleri ve dönüştürme işlemiyle ilgili diğer hususlar yer alır. Dönüştürmeyle ilgili talepte bulunma süresi 10 iş gününü aşmamalıdır. Şirket talepte bulunan tahvil sahiplerine tahvil tutarı

¹⁵³ Mustafa Şeref Akın, "Risk Sermayesinin Yüksek Maliyeti ve Startuplar'ın İzlemesi Gereken Yatırım Stratejisi", s. 238.

¹⁵⁴ Aydoğan, "Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller", s. 168.

karşılığında sermaye artırımını yapıp bu kişilere hisselerini teklif eder. Dönüştürme talep sürecinde talepte bulunmayan tahvil sahiplerinin hakları aynen devam eder.

Önceden talep toplamadan sermaye artırımını yapılması durumunda: Şirket hisseye dönüştürülebilir tahvil tutarı karşılığında hisseyi temsil edecek kadar sermaye artırımında bulunup hisselerini dönüştürülmek üzere hak sahiplerine teklif eder. Dönüştürme süresi içerisinde tahvil sahipleri dönüştürme haklarını hisse şeklinde ya da işlemiş faiziyle birlikte anaparalarını almak şeklinde kullanabilirler. Dönüştürme süresi 10 iş günü olarak belirlenip bu süre içerisinde dönüştürme talebinde bulunmayan hak sahiplerinin tahvil bedellerini nakden alacakları şeklinde değerlendirilerek, dönüştürme süresinin sonunda ilgili hak sahiplerinin hesaplarına aktarım yapılır. Dönüştürülme sonucunda hisseye dönüştürülmeyen tahvillerin karşılığı olarak çıkarılmış hisseler iptal edilir.

3.4.2. Şirketin Talebine Bağlı Olarak Dönüştürme

Şirket, tahvillerin vadesinden önce tahvilleri hisseye dönüştürme talebinde bulunabilmektedir. Bunun için dönüştürme talep tarihinden en az 15 gün önce KAP'ta özel durum açıklaması yaparak dönüştürmeyle ilgili talep toplama tarihleri, talep iletme yerleri, talepte bulunmayan hak sahiplerine yapılacak ödemeler ve dönüştürmeyle ilgili bilgiler verir. Talep toplama süresi 10 iş gününü aşmayacak şekilde belirlenmelidir. Dönüştürme talebinde bulunmayan hak sahipleri tahvil bedellerini nakden alacakları kabul edilerek dönüştürme tarihinde hesaplarına bu bedeller yatırılır. Dönüştürme talebine bağlı olarak dönüştürülecek tahvillerin karşılığı olan hisselerin oranı şirketin toplam hisselerine oranla % 5'in altında olması durumunda sermaye artırımını yapılmayabilir. Dönüştürme işlemlerinin tam ve zamanında gerçekleştirilmesinden şirket sorumludur.

Sermaye artırımını yapılmadan hisse talebinde bulunan tahvil sahiplerinin bu isteğinin nasıl gerçekleştirileceği izahnamede belirtilen şekilde gerçekleştirilir.¹⁵⁵

¹⁵⁵ Aydoğan, “Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller”, s. 172.

3.4.3. Tahvil Sahibinin Talebine Bağlı Olarak Dönüştürme

Hisseye dönüştürülebilir tahvillerin tamamı ya da bir kısmı tahvil sahibinin talebine göre vadesi dolmadan hisseye dönüştürülebileceği tebliğde (VII-128.8) belirtilmiştir. Dönüştürme talebinde bulunacak tahvil sahipleri, aracı kurumlar vasıtasıyla bu taleplerini en erken tahvillerin ihracı esnasında belirtilen tarihlerden bir ay öncesine kadar kullanabilirler. Şirket taleplerin kolaylıkla iletilebilmesi için gereken önlemleri almakla yükümlüdür.

Dönüştürme talebiyle başvuru alan tahvillerin karşılığı olacak hisseler şirketin toplam hisselerinin % 5'inden daha az ise sermaye artırımını yapılmayabilir. Dönüştürme işlemlerinin tam ve zamanında yapılmasından şirket sorumludur.

3.4.4. Tahvillerin Dönüştürme Oranı ve Fiyatı

Borçlanma araçları tebliğinde (VII-128.8) tahvillerin dönüşümüyle ilgili fiyat ve oran tanımlamalarıyla diğer ilgili hususlara yer verilmiştir.

Dönüştürme fiyatı hisseye dönüştürülebilir tahvil sahiplerinin hisse almak istemeleri durumunda esas alınacak hisse fiyatlarını ifade etmektedir. Dönüştürme oranı ise hisseye dönüştürülebilir tahvillerin nominal değeri karşılığında verilecek hisse sayısını ifade etmektedir. Eğer dönüştürme oranı küsuratlı olursa, küsurat miktarı tahvil sahibine peşin ve nakit ödenir ve hesaplamada dönüştürme fiyatı dikkate alınmaktadır. Hisseleri borsada işlem gören şirketlerin hisseye dönüştürülebilir tahvilleri halka arz edilmeden satılması durumunda bu tahvillerin dönüştürme fiyatları, hisseleri borsada işlem gören şirketlerin halka arz etmeden gerçekleştirecekleri sermaye artırımlarında uygulanan fiyat tespit esasları göz önünde bulundurulur. Tahvillerin dönüştürülmesinde mevcut ortakların hak ve menfaat kaybına uğramamalarına dikkat edilir. Tahvillerin vadesi içerisinde hisse fiyatlarını etkileyen kar payı dağıtılması, sermaye artırımını gibi işlemler gerçekleştirilmesi durumunda dönüştürme oranı belirlenirken düzeltilmiş fiyatlar dikkate alınır. Hesaplanan dönüştürme oranı KAP'ta halka duyurulur.

3.5. Hisseye Dönüştürülebilir Tahvillerde Tarafların Hukukî

Durumu

Girişim sermayesi finansman yöntemlerinden biri olan Hisseye Dönüştürülebilir Tahvilleri (HDT) daha net analiz edebilmek için öncelikle bu tahvillerdeki tarafların hukukî durumunu ortaya çıkarmak gerekmektedir.

Öncelikle HDT’lerde genel olarak üç taraf bulunmaktadır: Bunlar; HDT ihraççısı girişim şirketi, aracı kurum ve yatırımcı girişim sermayesi şirketi. Girişim şirketi bizim konumuzda HDT satışı gerçekleştikten sonra borçlu durumunda iken girişim sermayesi şirketi de bu bağlamda alacaklı durumundadır. Aracı kurum ise kanuni zorunluluklar gereği bu borç ilişkisinin organize eden taraftır. Ancak tahsisli satış söz konusu olması durumunda aracı kurum kullanılmaması mümkün olabilmektedir.¹⁵⁶

3.5.1. Hisseye Dönüştürülebilir Tahvillerde Tarafların Hak ve Yükümlülükleri

Tahvil ihracı gayesiyle çıkarılan izahname girişim sermayesi şirketine icaba davet manasına gelirken bu şirketin satın alma taahhüdü de icabı doğurmaktadır. Girişim şirketi girişim sermayesi şirketinin satın alma taahhüdünü kabul edince kabul gerçekleşmiş olmakta ve bu sayede sözleşme kurulmuş olmaktadır. Bu sözleşme ise girişim şirketine, HDT alım talebi kabul edilen girişim sermayesi şirketinin mülkiyetine HDT’yi geçirme borcunu doğururken girişim sermayesi şirketine de söz konusu HDT’nin bedellerinin ödenmesi borcunu doğurmaktadır. Girişim şirketi izahname şartlarıyla uyumlu olarak HDT’yi girişim sermayesi hesaplarına aktarmakla yükümlüdür. Eğer söz konusu HDT tahsisli satış olmayıp bu nedenle aracı kurum kullanıldıysa girişim sermayesi şirketinden alınacak HDT’nin bedelleri aracı kurumun sorumluluğundadır. Tahsisli satış yapıldıysa aracı kurum kullanımına gerek bulunmamaktadır.¹⁵⁷

Girişim şirketine HDT ihraç etmeye götüren sebep finansman bulma gayesidir. HDT bedelleri bu finansman açığını kapatmak gayesiyle kullanılmaktadır. Uygulamada uzun vadeli finansmanlar için HDT kullanılması söz konusudur. Girişim sermayesi

¹⁵⁶ Aydoğan, “Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller”, s. 65.

¹⁵⁷ Aydoğan, “Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller”, s. 146.

şirketinin buradaki tek borcu taahhüt etmiş olduğu HDT bedellerini tam olarak ödemektir.¹⁵⁸

3.5.1.1. Anapara Güvencesi

Tahviller vade bitiminde anaparanın ödenmesinin güvencesini vermektedir. Aynı şekilde HDT de anapara ödemesini güvenceye alır. Tahvillerde anapara ödemesi vade sonunda ya da aralarda kupon ödemeleri esnasında yapılması mümkünken HDT dönüştürme hakkı içermesinden dolayı anapara ödemeleri ancak vade bitiminde yapılabilir. Dönüştürme hakkının kullanılması durumunda nakdi ödeme yapılmayıp sadece vade gününe kadar işlemiş faizlerini alabilirler. Anapara yerine girişim şirketinin paylarını almış olurlar.¹⁵⁹

3.5.1.2. Faiz Getirisi

HDT diğer tahvillerde olan faiz getirisini pay alma hakkıyla beraber sunmaktadır. Pay alma hakkı içermesinden dolayı adi tahvillere göre faiz oranları daha düşüktür. Faiz oranları ve ödeme şartları izahnamede belirtilir ve bu oranlar ve şartlar HDT ihraççısı olan girişim şirketi tarafından belirlenir. Faiz oranları düşük olduğu için girişim şirketi tarafından ihraç edilen HDT dönüştürme hakkı vermesi nedeniyle de girişim sermayesi şirketi tarafından tercih edilebilecek mahiyettedir. Eğer girişim sermayesi şirketi ya da HDT sahibi bu dönüştürme hakkını kullanmazsa anaparasını ve belirlenmiş faizini geri alma hakkına sahiptir.¹⁶⁰

HDT’de faiz alma hakkı ve dönüştürme hakkı birbirinden bağımsız iki haktır. HDT sahibi girişim sermayesi şirketi dönüştürme işlemi yapsa bile şartları ve oranı belirlenmiş faizini alma hakkına sahiptir. Ancak HDT sahibi birikmiş faiz alacaklarını da paya dönüştürerek faiz yerine girişim şirketinden pay şeklinde alabilir.¹⁶¹

İzahnamede şartları ve koşulları belirlenen faiz oranı değişken bir faiz oranı da olabilir. Böyle bir belirleme HDT faizinin piyasada cari olan faiz oranlarının altında kalmasını önleyerek enflasyon risklerini minimize etmeye olanak sağlayacaktır.¹⁶²

¹⁵⁸ Aydoğan, “Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller”, s. 146.

¹⁵⁹ A.e., s. 149.

¹⁶⁰ A.e., s. 150.

¹⁶¹ A.e., s. 151.

¹⁶² Aydoğan, “Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller”, s. 151.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
TARAFLAR ARASINDAKİ İLİŞKİNİN FIKHÎ TAHLİLİ



4.1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarında Tarafların Fıkhî Durumu

Girişim sermayesi şirketinin ve girişim şirketiyle hisse alımı yoluyla gerçekleştirdiği finansman inan ortaklığı ve mudârebe akdi bağlamında değerlendirilecektir. Çünkü GSYO ve girişim şirketinin hisse senedi alımı yoluyla yaptıkları finansman yapısı söz konusu akitlerle benzerlik içerisindedir. Değerlendirme yapılmadan önce inan ortaklığının ve mudârebe akdinin mahiyeti, özellikleri ve şartları gibi hususlar ele alınacaktır.

4.1.1. İnan ortaklığı

Hisse senedi alımı yoluyla yapılan finansman konusunun İslam hukukunda benzerlik kurulabilecek en yakın ortaklık türlerinden biri inan ortaklığıdır. Çünkü hisse alımıyla bir şirkete ortak olunduğunda sermayede kâr ve zararda ortaklık söz konusu olmaktadır.¹⁶³ Bu nedenle burada inan ortaklığına değinmek faydalı olacaktır.

İnan ortaklığını Hanefiler iki ya da daha fazla kişinin bir ticaret konusunda ya da genel olarak ticarete ortak olmaları şeklinde tanımlamışlardır.¹⁶⁴ Tarafların belli bir oranda sermaye koymaları, kârı anlaştıkları oran üzerinden zararı da sermaye oranlarına göre paylaşmaları esastır.¹⁶⁵ Hanbeliler ise iki şahsın kendileri çalışmak ve kârı aralarında paylaşmak şartıyla, sermaye ortaklığında bulunmaları şeklinde tanımlarken Malikiler; ortakların birbirlerinin izniyle tasarrufta bulunmaları şartıyla ortak olmaları şeklinde tarif etmişlerdir.¹⁶⁶ Şafiler Hanefilerle benzer şekilde, ticaret yapmak amacıyla bir mal üzerindeki ortaklık olarak tanımlamışlardır.¹⁶⁷

İnan şirketi sermayede ve kâr paylaşımında bir eşitlik gerektirmediği için daha fazla uygulanma sahası bulmuştur. Bu şekilde yaygın uygulanması yapısında esneklik

¹⁶³ Zühaylî, *el-Mu‘âmelâtü’l-mâlîyye el-Mu‘âsıra*, s. 415.

¹⁶⁴ Ebu’l-Hasen Burhâneddîn Ali b. Ebu Bekr el-Merginânî, *el-Hidâye şerhu Bidâyeti’l-mübtedi*, , tahk. Talâl Yusuf, Beyrut, Dâru İhyâi Tûrâsi’l-Arabî, c. 3. s. 9.

¹⁶⁵ Neziḥ Hammâd, *İktisâdî Fıkıḥ Terimleri*, çev. Recep Ulusoy, İstanbul, İz Yayıncılık, 1996, s. 320.

¹⁶⁶ Ali el-Haffî, *eş-Şerikât fi’l-fıkhi’l-İslâmî*, Kahire, Dâru’l-Fikri’l-Arabî, 2009, s. 57. ; Osman Şekerci, *İslâm Şirketler Hukuku Emek-Sermaye Şirketi*, İstanbul, Marifet Yayınları, 1981, s. 198.; Muvaffakaddin İbn Kudame, *el-Muğnî*, thk. Abdulmuhsin et-Türkî, Abdulfettah Muhammed el-Halvu, Riyad, Dâru’l-âlemi’l-kütüb, 1997, c. 7, s. 123.

¹⁶⁷ Ebû Abdillâh Şemsüddîn Muhammed b. Ahmed b. Ahmed b. Hamza er-Remlî, *Nihâyetü’l-muhtâc ilâ şerhi’l-Minhâc*, Beyrut, Dâru’l-Fikr, 1984, c. 5. s. 5.

bulunması sebebiyledir. Bu şirket, bütün İslam hukukçuları tarafından da kabul görmüş bir şirket türüdür.¹⁶⁸

İnan şirketi için tahsis edilmiş bir konu bulunmamaktadır. Bu itibarla farklı ticari sözleşmeler için kullanılması mümkündür. Konu itibariyle esnek yapıdayken süre hususunda sınırlamalar bulunmaktadır. Şirketin tesisi esnasında bir zaman sınırlaması belirlendiyse bu sürenin dolmasıyla ortakların şirket adına işlem yapma hakları sona erer. Ancak belli bir süre sınırı konulmadıysa ortakların şirket adına işlem yapmalarında da sınır konulmamış olur.¹⁶⁹ İnan şirketinde ortaklar birbirinin vekili olmak durumundadır.¹⁷⁰ Vekâlet akdi ise genel, özel, süreli ya da süresiz olarak kurulması mümkün olabildiğine göre inan şirketinin de aynı özellikleri haiz olarak kurulması mümkündür.¹⁷¹

İnan şirketinde ortakların eşit miktarda sermaye koymaları şart değildir. Eşit sermaye koymalarında da bir mahzur yoktur.¹⁷² Ortaklar inan şirketine sermaye olabilecek bütün varlıklarını şirket sermayesi olarak kullanmak durumunda değildirler. Bu varlıklarının tamamıyla ya da bir kısmıyla ortaklığa katılabilmeleri mümkündür. Bu akitte tarafların tamamının sermayeye katılması gerekmektedir.¹⁷³

Şirketin kuruluşunda kârın nasıl paylaşılacağı ortaklar arasında belirlenmelidir. Eğer belirlenmeden şirket kurulursa fasit olur.¹⁷⁴ Ortakların kâr paylaşımı oransal olmalıdır. Eğer ortaklardan birine ya da birkaçına belirli bir kâr taahhüt edilirse bu şirket batıl olur.¹⁷⁵ Kâr paylaşım oranları, üzerlerinde anlaşıldığı şekilde uygulanır. Bu nedenle eşit olarak ya da eşit olmadan kâr paylaşımı yapılması mümkündür.¹⁷⁶ Ortakların eşit miktarda sermaye koymakla birlikte, birinin diğerinden fazla kâr alması şart

¹⁶⁸ Zühaylî, **el-Mu‘âmelâtü’l-mâliyye el-Mu‘âsıra**, s. 101.; Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 198.

¹⁶⁹ Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 198. Mecelle mad. 1423.

¹⁷⁰ Ebû Bekr Alâüddîn Muhammed b. Ahmed b. Ebî Ahmed Semerkandî, **Tuhfetü’l-fukahâ**, Beyrût ., Dâru’l-kütübi’l-ilmîyye, 1994, c. 3, s. 7.; İbn Âbidîn, **Reddû’l-muhtâr a‘la Dürri’l-muhtâr**, çev. Ahmed Davudoğlu, İstanbul, Şamil Yayınevi, 1982, c. 9, s. 186.

¹⁷¹ Ebû Bekr Şemsü’l-eimme Muhammed b. Ebî Sehl Ahmed es-Serahsî, **el-Mebsût**, Beyrût, Dâru’l-Mâriye, 1993, c. 11, s. 174.; Şekerci, **a.g.e.**, s. 198.

¹⁷² Serahsî, **el-Mebsût**, c. 11. s. 152.; Şekerci, **a.g.e.**, s. 199.; Ekmelüddîn Muhammed b. Mahmûd b. Ahmed Bâbertî, **el-İnâye Şerhü’l-Hidâye**, Lübnan, Dâru’l-kütübi’l-ilmîyye, 1970, c. 6, s. 178.; Radiyyüddîn Ebû Bekr b. Alî b. Muhammed Haddâf, **el-Cevheretü’n-neyyire**, yy., 1366h, c. 6, s. 178.

¹⁷³ Serahsî, **el-Mebsût**, c. 11. s. 152.; **Mecelle**, 1365.

¹⁷⁴ **Mecelle**, 1336.; Kalkan, “Mudârebe Sözleşmesinde Kâr”, s. 85

¹⁷⁵ **Mecelle**, 1337.

¹⁷⁶ Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 200.

koşulduysa şu şekilde olasılıklar ortaya çıkabilir. Ortakların eşit miktarda çalışmaları öngörülüyse böyle bir şirketin kurulması caizdir. Çünkü eşit çalışsalar bile bazı ortakların işteki mahareti daha fazla olabilir. Eğer ortakların biri ya da birkaçı daha fazla çalışıp daha fazla kârdan pay alacak olursa bu da mümkündür. Çünkü bu durumda koyduğu sermaye ile sermaye kârını hak eden ortak, fazla çalışması ile kârdan fazla pay almaya müstahak olur. İş yapan ortağın kârdan daha az alması şart koşulduysa böyle bir şart uygun olmayıp bu durumda kâr ve zarar ortaklar arasında sermaye oranlarına göre paylaştırılır. Eğer kâr şart koşulduğu şekilde paylaşılsa iş yapmadığı halde fazla kâr alan ortağın fazlalık kârı, sermaye, iş ve tazmin sorumluluğu karşılığı alınmamış olur.¹⁷⁷

Şirket fasit olarak kurulduysa bu şirketten elde edilen kâr ve sağlanan faydalar tarafların koydukları sermaye oranlarına göre taksim edilir. Eğer ortaklardan birine kârdan daha fazla alması şart koşulduysa bu fazlalık dikkate alınmaz.¹⁷⁸ Ortağın fazladan kâr alması şirketin kuruluşu esnasında şirket akdinde bunun yer alıp kabul edilmesine bağlıdır. Şirket fasit olduğunda ise bu fazladan kâr alma gerekçesi de fasit olduğu için kârı hak etme sebebi sadece sermaye koyması sebebiyle ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle kâr sermayeye tabi olduğu durumda onunla orantılı olarak takdir edilmektedir. Ortaklardan birine fazladan kar şart koşulmuş olsa bile böyle bir durumda sermaye müşterek mülkiyet esasına göre taksim edilir.¹⁷⁹ Müşterek mülkiyet durumunda taraflara kârları hisseleri oranına göre taksim edilip taraflardan biri lehine koşulan fazlalık dikkate alınmamaktadır.¹⁸⁰ Sermayenin tek ortağa ait olduğu durumda ise kâr tamamıyla sermayedara ait olup diğer ortak ecr-i misil alır.¹⁸¹

Herhangi bir şekilde kasıt olmadan şirkette zarar meydana gelirse bu zarar tarafların sermaye oranlarına göre taksim edilir. Zarar paylaşımında sermaye oranları dışında, farklı oranlar üzerinde anlaşma yapılsa da bu anlaşmaya itibar edilmez. Mezheplerin

¹⁷⁷ Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fî tertûbi's-şerâ'i'**, c. 7. s. 518.; Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 200.

¹⁷⁸ Mecelle 1368; İbn Kudame, **el-Muğnî**, c.7. s. 127.; Hafif, **eş-Şerikât fi'l-fıkhî'l-İslâmî**, s. 69.

¹⁷⁹ Şekerci, **a.g.e.**, s. 201.

¹⁸⁰ Mecelle 1073

¹⁸¹ Şekerci, **a.g.e.**, s. 202.

bunun üzerinde ittifakı vardır. Ortakların sermayeleri eşit olmakla birlikte zarar paylaşımında farklı oranlar şart koşulsa bu şart fasit olmakla birlikte şirket sahihtir.¹⁸²

Kurulan şirkete ortakların tamamının ya da bir kısmının iş gücüne dahil olmalarının şart koşulması durumunda hem sermayeye hem de iş gücüne katılan taraf sermayeden ve işe katılımdan dolayı kâr elde etmeye hak kazanır. Sadece sermaye katkısı sunan ortağın kârı, sermayeye dayanmaktadır.¹⁸³

Ortaya konan sermayeler eşit olsun ya da olmasın taraflar kârı sermaye oranında paylaşmayı kabul etseler bu sahih olur. Böyle bir anlaşmada her iki ya da tek tarafın iş gücüne dahil olmasının şart koşulması muteberdir.¹⁸⁴

Tarafların sermayeleri ve kârları eşit olmayıp ancak ikisinin de işe dahil olmalarının şart koşulduğu akit sahihtir. Sermaye ve işe olan katkılarından dolayı taraflar kârı hak etmiş olurlar. Tarafların farklı miktarda sermaye koyup kârı ve zararı eşit paylaşmak üzere yaptıkları akit caiz olup ancak zararı eşit paylaşma kısmı batıldır. Bu şekilde şirket kurulup kâr elde edilirse kâr anlaştıkları üzere eşit şekilde paylaştırılır. Ancak zarar ortaya çıkarsa, zarar sermaye oranlarına göre paylaştırılır.¹⁸⁵

Ortakların sermaye ve kâr paylaşım oranları farklı olup birinin çalışmasının şart koşulduğu şirket akdi de sahihtir.¹⁸⁶ Kârın sermaye oranına göre dağıtılmayıp her iki ortağın çalıştığı ve ortaklardan birine daha fazla kâr verilmesinin şart koşulduğu şirket akdi de sahihtir.¹⁸⁷ Tarafların iş hususunda farklı yetenekleri olabilir ki yetenekli olanın diğer ortaklarla aynı kârı almayı kabul etmemesi geçerli bir şarttır.¹⁸⁸

Ortaklardan birinin çalışması ya da daha fazla çalışması şart koşulup da bu ortak kârdan payı fazla olan ortaksa böyle bir akit sahih olup şart geçerli olur. Bu ortak koyduğu sermaye ile sermaye kârına, çalışması ya da fazla çalışmasıyla fazla kârı hak

¹⁸² İbn Kudame, **el-Muğnî**, c.7. s. 127.; Şekerci, **a.g.e.** s. 202.; Hafif, **eş-Şerikât fi'l-fıkhi'l-İslâmî**, s. 69.

¹⁸³ Ebu Bekir b. Mes'ud Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, Beyrut, Dârul-kütübî'l ilmiyye, 2003, c. 7. s. 518.

¹⁸⁴ Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 7. s. 518.; Mecelle 1370.

¹⁸⁵ Zühaylî, **el-Mu'âmelâtü'l-mâliyye el-Mu'âsıra**, s. 101.; Şekerci, **a.g.e.**, s. 203.; Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 7. s. 518.

¹⁸⁶ Şekerci, **a.g.e.**, s. 203.

¹⁸⁷ Mecelle 1371

¹⁸⁸ Ebü'l-Hasen Alî b. el-Hüseyn b. Muhammed es-Suğdî, **en-Nütef fi'l-Fetâvâ**, thk. Selâhaddin en-Nâhî, Beyrut, Müessetü'r-Risale, 1984, c. 1, s. 533.; Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 204.

etmiş olur.¹⁸⁹ Bu ortağın elindeki diğer ortağın sermayesi mudarebe sermayesi hükmünde olup bu şirket mudarebeye benzer bir şirket olur.¹⁹⁰

İşi yapan ortağın aynı zamanda kârdan daha az alması şart koşulduysa bu şart caiz değildir. Böyle bir durumda kâr aralarında sermaye oranlarına göre paylaşılır.¹⁹¹ İki ortakdan biri diğerine belli bir miktar para verip bunun yarısı şirket sermayesi yarısı da borç deyip kendisi şirkette çalışmadığı halde kâr paylaşımında 2/3 kendisine, 1/3 ortağına olacak şekilde anlaşma yapıldıysa bu anlaşmada çalışmayan ortağın fazla kâr almaya hakkı yoktur. Ancak kendisi fiilen şirkette çalışması durumunda fazladan kâr alabilir.¹⁹² Çünkü bu durumda kârı hak etme sebepleri olan emek, sermaye ve taahhüt haricinde kâr elde edilmiş olur.¹⁹³

Ortakların sermayeleri eşit olmamakla birlikte kârın eşit paylaşılmasının şart koşulması durumu, sermayelerin eşit olmakla birlikte bir tarafa fazla kâr verilmesi gibi bir durum ortaya çıkarır. Eğer daha az sermaye koyanın şirket için çalışması şart koşulduysa bu şart ve kâr paylaşımı caizdir. Eğer sermayesi fazla olan ortağın kârın eşit paylaşılacağı durumda çalışması şart koşulursa böyle bir kâr paylaşımı caiz değildir. Bu durumda kâr sermaye oranlarına göre paylaşılır.¹⁹⁴ Sözleşme yapılırken kârdan payı az olan ortağın çalışması şart koşulmamalıdır. Ancak şart koşulmadığı halde bu ortak yardım etme maksadıyla çalışırsa bu şirket sahihtir. Kâr paylaşımı ise anlaştıkları şekilde gerçekleştirilir.¹⁹⁵

Şafii, Züfer ve Malik'e göre sermayelerin eşit olup kârın farklı paylaşılması ya da kârın eşit paylaşılıp sermayelerin farklı olması caiz değildir. Çünkü onlara göre kâr sermayenin bir ürünüdür ve kâr paylaşımı sermaye oranlarına göre yapılmalıdır.¹⁹⁶

¹⁸⁹ Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 7. s. 523.; Şekerci, **a.g.e.**, s. 205.

¹⁹⁰ Mecelle 1371

¹⁹¹ Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 7. s. 518.; Mecelle 1371.

¹⁹² Şekerci, **a.g.e.**, s. 205.

¹⁹³ Mecelle 1371; .; Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 7. s. 517.

¹⁹⁴ Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 7. s. 518.; Mecelle 1372.

¹⁹⁵ Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 7. s. 518.; Şekerci, **a.g.e.**, s. 206.

¹⁹⁶ Ali el-Hafîf, **Ahkâmü'l-Muâmelâti's-Şer'iyye**, çev. Rahmi Yaran, Ankara, Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları, 2. baskı 2016, s. 580.; Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 7. s. 518.

İnan şirketinde ortakların birbirlerinin vekilleri olması mümkünken aynı zamanda kefilleri olmaları söz konusu değildir.¹⁹⁷ Ortakların birbirlerinin vekili olmaları münasebetiyle satış vekâletinde olduğu üzere ortakların her biri şirket malını peşin ya da vadeli olarak satabilir. Bu satışın emsal ücret ile satışı caiz iken gabn-i fâhiş ile satışı caiz değildir. Ortakların şirketin parasıyla peşin ya da vadeli mal alabilirler. Ancak bu mal alımları gabn-i fâhiş ile olursa bu mal şirkete ait değil satın alan ortağın malı olur. Şirketin parasıyla almadığı mal, ticaretleri cinsinden olmayan mal ve ortağına bunu kendisi için aldığını belirtip ortağın da onaylamasından sonra aldığı mal şirketin değil, bizzat ortağın malı olur. Ancak ticaretleri cinsinden aldığı mal kendi parasıyla satın almış olsa bile şirketin olurken şirketin parasıyla aldığı ticaretleri cinsinden olmayan mal ortağın kendisine ait olur.¹⁹⁸

Şafililer, Hanefilerin ortağın şirketin mallarını vadeli ya da peşin satabileceği görüşünü kabul etmezken, Hanbeliler hem vadeli hem de peşin satışın caiz olduğunu kabul etmişlerdir.¹⁹⁹

Şirket alacağının tahsili hususunda ise hüküm şöyledir. Satış yapan ortak ödenmesi gereken meblağı tahsil etmekle yükümlüdür. Ödeme yapacak taraf diğer ortaklara ödeme yapmaktan imtina edebilir. Eğer satışı yapan ortak başka birine alacağı tahsil etme hususunda vekâlet verirse, bu vekili diğer ortak azledemez. Alacağı ertelenmesi hususunda da satışı yapan ortak yetkilidir. Eğer satışı yapan ortak, alacağı ertelerse diğer ortakların bu ertelemeyi iptal etme hakları yoktur.²⁰⁰ Diğer ortakların vekili azletme hakkı, bir şey satın alma ya da kiralama amacıyla vekil tutulması durumunda geçerlidir. Ancak bu vekil hâkim kararıyla tayin edildiyse diğer ortaklar söz konusu vekili azledemezler.²⁰¹

Ortaklar birbirlerini belli hususlarda sınırlayabilirler ve sınırlanan ortağın bu sınırları geçmeme hususunda özen göstermesi gerekir. Eğer belirlenen sınırı geçtiği için bir zarar meydana gelirse diğer ortakların hissesini tazminle yükümlüdür. Aynı şekilde bir

¹⁹⁷ **Fetâvâyi Hindiyye**, çev. Mustafa Efe, Ankara, Akçağ Yayınları, 1987, c. 4, s. 446.; Zühaylî, **el-Mu‘âmelâtü’l-mâlîyye el-Mu‘âsıra**, s. 101.

¹⁹⁸ Ali Haydar, **Dürerü’l-Hukkâm Şerhu Mecelleti’l-Ahkâm**, İstanbul, Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 2016, c. 3, s. 2342-2345.; Kâsânî, **Bedâ’i‘u’s-sanâ‘i‘ fî tertîbi’s-şerâ‘i‘**, c. 7, s. 528.

¹⁹⁹ Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 206.

²⁰⁰ **A.e.**, s. 211.

²⁰¹ **Fetâvâyi Hindiyye**, c. 4, s. 453.

ortak diğerinin vadeli satış yapmasını engelleyebilir. Bir ortağın yaptığı satışı başka bir ortak ikâle ederse, bu ikâle geçerli ve caizdir. Ortağın birinin sattığı mal bir ayıptan dolayı iade edilirse bu iadenin kabul edilmesi bütün ortaklar için geçerlidir. Bir ayıp sebebiyle fiyatını düşürse ya da alacağı ertelese bu da diğer ortaklar için geçerli olur. Ancak herhangi bir ayıp olmadan malın fiyatını düşürürse bu fiyat düşürme kendi hissesi için geçerli olurken diğer ortaklar için geçerli değildir. Ortakların birinin bağış yapması durumunda da bu bağış ancak kendi hissesi için geçerli olmaktadır.²⁰²

Ortaklardan birisi ticaretten kaynaklanan bir borç ikrar edip diğer ortağın bu borcu inkâr etmesi durumunda bu borç, borcu ikrar eden ortağın hissesinde cari olur ve borcun tamamını o ortağın ödemesi gerekir. Alacaklarının vadeli olduğunu ikrar eden ortağın alacakları kendi hissesinde vadeli olur. Alacağını ibra eden ortağın ibrası da aynı şekilde kendi hissesinde geçerlidir.²⁰³

Ortakların birbirlerine borçlanma yetkisi vermesi halinde borçlanan ortak, bu borcu ödemekle yükümlüdür. Alacaklı borcunu istediğinde borçlanan ortağın diğer ortağa bu borçla ilgili talepte bulunma hakkı yoktur.²⁰⁴ Şirket ortaklarından biri diğerinin borcunu ödeyemez.²⁰⁵

Ortağın biri kusurlu bir mal alırsa bu kusurdan dolayı diğer ortaklar bu malı iade edemezler. Ortağın birinin sattığı malın iadesi de onu satan ortağa yapılmalıdır. Ortaklardan biri bir şey kiralayınca kira bedeli ancak o ortaktan istenebilir. Ortağın kiraladığı şey kendisi için ise ve bunun kira bedelini şirket sermayesinden ödediye diğer ortaklar kendi paylarını o ortaktan alırlar. Eğer kiraladığı şey şirket için ise ve bu kira bedelini kendi hesabından yaptıysa diğer ortaklardan bunun bedelini alır. Ortaklardan birinin şirkete ait bir şeyi kiraya vermesi durumunda, diğer ortakların kiracıdan kira bedelini talep etme hakları bulunmamaktadır.²⁰⁶

Ortaklardan biri şirkete ait bir malı bir başkasına emanet bırakabilir. Bu mal bir kasıt ve kusur olmadan zarara uğrarsa emanet bırakan ortağın bunu tazmin etmesi gerekmez.

²⁰² A.e., c. 4, s. 454.; Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 7. s. 533.

²⁰³ Serahsî, **el-Mebsût**, c. 11. s. 174.; **Fetâvâyi Hindiyye**, c. 4, s. 455.;

²⁰⁴ **Fetâvâyi Hindiyye**, c. 4, s. 456.; Serahsî, **el-Mebsût**, c. 11. s. 174.

²⁰⁵ Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 217.

²⁰⁶ **Fetâvâyi Hindiyye**, c. 4, s. 456.; Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 7. s. 538.; Serahsî, **el-Mebsût**, c. 11. s. 175.

Aynı şekilde ortaklardan biri şirkete ait bir şeyi bir üçüncü tarafa ödünç verebilir ve bu ödünç verilen şey telef olursa da ödünç veren ortağın tazmin etmesi gerekmez. Çünkü ortakların ellerindeki sermayeler emanet hükmündedir.²⁰⁷

Şirket ortaklarından biri şirket için alım satım yapması için birine vekâlet verebilir. Şirketin kurulma amacı kâr elde etmektir. Bu amaca yönelik olarak ortaklardan biri herhangi bir olumsuzluk nedeniyle görevini ifa edememesi durumunda bu görevi ifa için başka bir kimseyi vekil tutabilir. Ancak şirkette özel bir görev, örneğin satın alma için görevlendirilmiş bir ortak bir başkasına bu görevini vekâletle devredemez.²⁰⁸

Bir ortak şirket sermayesini kendi sermayesine katıp başka bir kimseye şirket akdi kuramaz. Bu şekilde bir akit kurulup şirket sermayesi zarara uğrarsa, akit yapan ortak diğer ortakların hisselerini tazmin etmekle yükümlüdür.²⁰⁹

Diğer ortakların izni olmadan bir ortağın şirkete ait bir malı rehin vermesi caiz değilken rehin alması caizdir.²¹⁰ Şirkete ait bir malı rehin verip de bu mal telef olursa o ortağın bu malı tazmin etmesi gerekir.²¹¹

Şirket ortaklarının “dilediğin şekilde yap” şeklinde birbirlerine izin vermesi durumunda rehin alma, rehin verme, şirket malıyla yolculuk yapma, başka bir kimseye şirket akdi yapma gibi ticarete tabi hususlarda bu izin geçerlidir. Ancak borç verme, sadaka verme hibe etme gibi hususlarda diğer ortakların açık izni gerekir.²¹²

Ortaklardan biri diğer ortaklardan izin almadan borçlanabilir. Bu borçlanma her ne kadar müşterek borç olsa da borcun ödenme talebi sadece borç alan ortağa yapılabilir. Borçlanma hususunda diğer ortakların açık izni de olsa borç veren borç alana müracaat ettikten sonra borcun ödenmesiyle ilgili olarak diğer ortaklara gidebilir.²¹³

²⁰⁷ Bedreddin el-Aynî, **Binâye fî şerhi'l-Hidâye**, Beyrut, Dâru'l-kütübi'l-ilmîyye, Lübnan, 2000, c. 7, s. 407.; Ali Haydar, **Dürerü'l-Hukkâm**, c. 3, s. 2348.

²⁰⁸ Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fî tertîbi's-şerâ'i'**, c. 7. s. 531.; Ali Haydar, **Dürerü'l-Hukkâm**, c. 3, s. 2349.

²⁰⁹ Ali Haydar, **a.g.e.**, c. 3, s. 2351.

²¹⁰ Serahsî, **el-Mebsût**, c. 11. s. 204.; Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 214.

²¹¹ Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fî tertîbi's-şerâ'i'**, c. 7. s. 531.; Ali Haydar, **a.g.e.**, c. 3, s. 2351.

²¹² Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fî tertîbi's-şerâ'i'**, c. 7. s. 529, 535.; Ali Haydar, **a.g.e.**, c. 3, s. 2355.

²¹³ Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 216.

Şirket ortaklarından biri şirket işleri münasebetiyle başka bir yere gittiğinde yaptığı masrafları eğer kâr var ise oradan karşılar yok ise şirket sermayesinden karşılar.²¹⁴ Bu hususta; gittiği yerin uzak olması, kendi evinde kalma imkânının olmaması ve yolculuğun herhangi bir vasıta ile gerçekleştirilmiş olması önem taşımaktadır. Evine dönme imkânı olduğu halde orada kalıp harcama yaparsa bu harcamaların bedelini şirket sermayesinden alma hakkı bulunmamaktadır.²¹⁵

4.1.2. Mudârebe

Literatürde girişim sermayesi uygulamalarının İslam hukukunda karşılaştırmalı olarak ele alındığı ortaklık türü mudarebe ortaklığıdır. Bundan dolayı burada söz konusu tartışmalara da değinmek yerinde olacaktır.

Mudârebe, bir tarafın sermaye ile diğer tarafın ise emek ortaya koyarak kârı aralarında paylaşmak üzere kurdukları bir akitir.²¹⁶ Bu akitte tarafların birden fazla olması mümkündür. Bu akitte taraflardan birinin sermayeyi diğer ortağına teslim edip kendisinin şirket için çalışmayacak olması gerekir. Eğer sermaye sağlayanın da şirket için çalışması şart koşulursa bu durumda mudârebe akdi fasit olur.²¹⁷ Hanbeliler sermayedarın da çalışabileceğini belirtse de bu görüş kabul görmemiştir. Sermaye sağlayan tarafın akit kurulurken şart koşulmadığı halde bir beklenti içinde olmadan yardım etmek maksadıyla çalışması sahih kabul edilmiştir.²¹⁸

Mudârebe akdinin meşruiyeti Sünnet ve icmaya dayanmaktadır.²¹⁹ Mudârebe akdi İslam'dan önce de mevcuttur. Hz. Peygamber peygamberlik öncesinde Hz. Hatice ile böyle bir akit yapmıştır. İnsanların böyle bir akde ihtiyaç duyacakları maslahat gereği de meşru olması gerektiği üzerinde icma vardır. Çünkü kâr elde etmek için hem ticarete mahir olmak hem de sermayenin olması gerekir. Bu iki unsur aynı kişide bulunmayabilir. Bu ortaklıkla bu iki unsurun bir araya gelmesi ile kâr elde edilmesi mümkün hale gelebilir.²²⁰ Bu akitte sermaye sağlayan taraf rabbu'l-mal, iş gücü ve

²¹⁴ Ali Haydar, **Dürrü'l-Hukkâm**, c. 3, s. 2354.; Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 7, s. 535.

²¹⁵ Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 7, s. 534.; Şekerci, **a.g.e.**, s. 217.

²¹⁶ Ali Haydar, **a.g.e.**, c. 3, s. 2371.

²¹⁷ Serahsî, **el-Mebsût**, c. 22, s. 83.; Ali Haydar, **a.g.e.**, c. 3, s. 2380.

²¹⁸ Şekerci, **a.g.e.**, s. 273.; Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 8, s. 23.

²¹⁹ Orhan Çeker, **İslam Hukukunda Akidler**, Konya, Tekin Kitabevi, 2014, s. 163.

²²⁰ Abdullah Çolak, **İslam Borçlar Hukuku**, İstanbul, Ensar Neşriyat, 2020, s.334.

emek sağlayan taraf mudârib, ortaya konan emeğe de amel denilmektedir. Maliki ve Şafii mezheplerinde bu akit kırâz olarak da isimlendirilmektedir.²²¹

Mudârebe akdinde sermayenin aynî ve nakit olması hususunda İslam hukukçuları arasında ittifak vardır.²²² Eşya, gayrimenkul gibi şeyler sermaye olarak kabul edilemezken sermayedar ortağına bir eşya verip “bunu sat ve mudârebe sermayesi olarak kullan” diyerek izin verse ortağın bu eşyayı alıp satışını yaptıktan sonra o bedeli sermaye yapması durumunda böyle bir mudârebe akdi geçerli olur.²²³

Mudârebe akdinde ortaya konan sermayenin miktar, cins ve nitelik bakımından netleştirilmiş olup kapalı bir noktasının kalmamış olması gerekir. Çünkü bu noktadaki bilinmezlik kâr paylaşımı esnasında taraflar arasında anlaşmazlık çıkmasına neden olabilir.²²⁴

Mudârebe sermayesinin iş yapan tarafa teslim edilmesi gerekmektedir. Sermayenin kontrolünün sermayedar elinde olması mudârebe akdini fasit kılmaktadır. Sermaye sahibinin sermayenin kontrolünün kendi elinde olmasına Hanefiler, Şafiîler ve Malikiler kabul etmemişlerdir. Ancak Hanbeliler sermayenin teslim edilmesini öngörmeyip sermayedarın sermayesinin kendi elinde olmasını şart koşması durumunda mudârebe akdinin geçerli olacağını beyan etmişlerdir. Sermayenin sermaye sağlayanın elinde kalabileceğini, sermaye kullanım durumu ortaya çıktığında ödemeyi sermayedarın yapabileceğini belirtmişlerdir.²²⁵

Sermayedar iş yapan ortağının yanına bir yardımcı verirse bu yardımcının kârdan pay alması öngörüldüyse söz konusu yardımcı diğer ortakdan farksız bir konuma gelmiş olur. Yani sermaye iki farklı işleticiye verilmiş demektir. Ancak kâr payı almayıp onun kazancı sermayedara dönecek olması durumunda, diğer ortağın yanında yardımcı

²²¹ Ebû Abdillâh Şemsüddîn Muhammed b. Muhammed b. Abdirrahmân el-Hattâb er-Ruaynî, **Mevâhibü'l-celîl li-şerhi Muhtaşarı Halîl**, y.y., 3. Baskı, Dâru'l Fikr, 1992, c. 5. s. 355.; Fatih Turay, **Finansal Açıdan İslam Borçlar Hukuku**, İstanbul, Ensar Neşriyat, 2019, s. 364.

²²² Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 8. s. 10.; Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 266.

²²³ Ali Haydar, **Dürerü'l-Hukkâm**, c. 3, s. 2378.; Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 8. s. 12.;

²²⁴ Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 269.; Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 8. s. 12.;

²²⁵ er-Remlî, **Nihâyetü'l-muhtâc ilâ şerhi'l-Minhâc**, c. 5. s. 5.; Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 8. s. 21.; Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 272.; er-Ruaynî, **Mevâhibü'l-celîl li-şerhi Muhtaşarı Halîl**, c. 5. s. 358.

konumunda olur. Hukukçuların çoğunluğu bu şekilde yardımcı verilmesinin caiz olduğunu belirtmişlerdir.²²⁶

Mudârebe akdi mutlak ve mukayyet olarak ikiye ayrılmaktadır.²²⁷ Mutlak mudârebe, mudârebe akdinin kurulmasıyla işleticinin akdin gereklerini yapmaya izinli olması durumudur. Bu şekilde kurulmuş bir akitte ayrıca açık olarak sermayedarın izin vermesine gerek yoktur.²²⁸ Mutlak mudârebede işletici gabn-i fâhiş olarak bir mal satın alırsa bu malı mudârebe için almış kabul edilmeyip kendisi için almış kabul edilir. Mal satışlarını vadeli ya da peşin yapabilir. Ancak bu vadeli satışların ticari örfe uygun olarak yapılması gerekir. Başka bir kimseye alım satım yapması için vekâlet verebilir. Mudârebe sermayesini emanet bırakabileceği gibi ibdâ' da edebilir. Rehin alma, rehin bırakma, kiraya verme ve kiralama yapma işlemleri de yapabilir. Alışveriş yapmak için başka bir yere de gidebilir.²²⁹ Mudârebe işleri için başka bir yere gittiğinde yaptığı masrafları ma'rûf ölçüde mudârebe sermayesinden karşılayabilir.²³⁰

Mudârebe işletmecisi ayrıca bir izin verilmemesi durumunda mudârebe sermayesine kendi sermayesini ya da başka birinin sermayesini dahil edemez.²³¹ Mudârebe sermayesinden hibe etme, borç verme, borç alma gibi işlemleri ayrıca izin almadan gerçekleştiremez. Bu hususlarda sermayedarın açık izni gerekmektedir.²³²

Mukayyet mudârebede sermayedarın koyduğu şartlara işletmecinin riayet etmesi gerekir.²³³ Eğer sermayedarın ileri sürüp iki tarafın anlaştıkları şartların dışında eylemler gerçekleştirirse bir başkasının malını izni olmadan kullandığı için gasp

²²⁶ Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 274.

²²⁷ Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 8. s. 28.; Ali Haydar, **Dürrü'l-Hukkâm**, c. 3, s. 2374.

²²⁸ Ali Haydar, **Dürrü'l-Hukkâm**, c. 3, s. 2388.

²²⁹ Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 8. s. 27.; Ali Haydar, **Dürrü'l-Hukkâm**, c. 3, s. 2389-2390.; Serahsî, **el-Mebsût**, c. 22. s. 123.

²³⁰ Serahsî, **el-Mebsût**, c. 22. s. 63.; Ali Haydar, **Dürrü'l-Hukkâm**, c. 3, s. 2397.

²³¹ Ali Haydar, **Dürrü'l-Hukkâm**, c. 3, s. 2391.

²³² Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 8. s. 35.; Ali Haydar, **Dürrü'l-Hukkâm**, c. 3, s. 2395.

²³³ Ali Haydar, **Dürrü'l-Hukkâm**, c. 3, s. 2399.

durumuna düşer.²³⁴ Bu durumda iken kâr ya da zarar ortaya çıkarsa bunlar işletmeciye ait olur. Sermayenin kaybedilmesi durumunda işletmeci tazminle yükümlüdür.²³⁵

Mudârebe akdinde kârın oransal olarak belirlenmesi gerekir. İşleticiye emeğinin karşılığı olarak belirli bir ücret verilmesi caiz değildir. Böylesi bir durumda bir tarafın kârdan mahrum kalması söz konusu olabilmekte ve kâr ortaklığı bozulabilmektedir. Bu durumda mudârebe akdi fasit olmaktadır. İşletici için belirli bir ücret verilmesi kârın bir tarafa ayrılması manasına gelebilirken Hanefiler böyle bir akdi fasit kabul etmişlerdir. Hanbeli, Maliki ve Şafî mezheplerine göre ise böyle bir akit batıl hükmündedir.²³⁶

İşleticinin kâr payı dışında ayrı bir ücret talep etme hakkı bulunmamaktadır. Mudârebe akdi içeriğinde akitle ilgili her işi yapma karşılığında kârdan pay alma hakkı kendisine tanınmıştır. Ayrıca bir ücret talep etmesi bir iş için iki ayrı ücret talebi manasına gelmektedir. Eğer böyle bir şartla akit yapıldıysa kâr tarafların aralarında anlaştıkları şekilde paylaşılır ancak ayrı bir ücret talebini içeren şart dikkate alınmaz.²³⁷

Kâr paylaşımı mudârebe kârının tamamı üzerinden yapılmalıdır. Belli bir mali dönem kârının bir tarafa, başka bir dönem kârının ise diğer tarafa verilmesi ya da yapılan farklı sözleşmelerin kârlarının bir sözleşmede bir tarafa diğer sözleşmede diğer tarafa ait olması şeklinde yapılması caiz değildir. Ancak her sözleşmedeki kar paylaşım oranlarının farklı belirlenmesi mümkündür.²³⁸ Sermayenin belli bir bölümünün getireceği kârın, taraflardan birine verilmesi gibi bir şartın taraflarca kabul edilmesini İslam hukukçuları doğru bulmamışlardır.²³⁹

Mudârebe akdinde kârın tamamının işleticiye ya da sermayedara ait olması gibi şartların söz konusu olması durumunda mudârebe akdi farklı bir akde dönüşmüş

²³⁴ Çeker, **İslam Hukukunda Akidler**, s. 164.; Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 8. s. 27.

²³⁵ Ali Haydar, **a.g.e.**, c. 3, s. 2400-2401.; Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 8. s. 27.

²³⁶ Cemal Kalkan, “Mudârebe Sözleşmesinde Kâr”, s. 85.; Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 8. s. 23.; Şihâbuddîn Karâfî, **ez-Zehîra**, thk. Ustaz Saîd E'rab, Beyrut Dâru'l-mağribi'l-İslâmî, , 1994, c. 6, s. 38.

²³⁷ Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 8. s. 25.; Kalkan, “Mudârebe Sözleşmesinde Kâr”, s. 87.

²³⁸ İbn Kudame, **el-Muğnî**, c.7. s. 146.; Kalkan, “Mudârebe Sözleşmesinde Kâr”, s. 88.

²³⁹ Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 287.

olmaktadır. Bu nedenle kârın taraflara ait olması ve taraflar arasında paylaşılması gerekmektedir.²⁴⁰

Taraflar dışında bir üçüncü tarafa kârın tamamının ya da bir kısmının verilmesi hususunda Hanbeli ve Şafilere, eğer üçüncü tarafa mudarebeyle ilgili bir iş verildiyse bu durumda kârdan pay verilmesi mümkündür. Ancak böyle bir durum söz konusu değilse kâra konulmuş fasit bir şart olacağı için mudârebe akdinin sahih olmayacağını belirtmişlerdir. Hanefiler ise mudârebe akdiyle ilgisi olmayan üçüncü taraf için kârdan pay verilmesi şartını batıl, mudârebe akdini sahih kabul etmişlerdir. Bu nedenle böyle bir şartın yerine getirilmemesi gerektiğini belirtmişlerdir. Malikiler ise böylesi bir durumu üçüncü tarafa yapılan sahih teberra gibi kabul ederek şartı ve mudârebe akdini sahih kabul etmişlerdir.²⁴¹

Kâr paylaşımı yapılmadan önce sermayedarın ya da işleticinin kârdan ihtiyaçları oranında almaları hususunda Hanbeliler ve Şafiîler iki tarafın rızası olması durumunda bunun olabileceğini ancak taraflardan birinin buna rıza göstermemesi durumunda önceden kâr almanın mümkün olmayacağını belirtmişlerdir. Ancak Hanefiler ve Malikiler kâr paylaşılmadan kârdan pay almayı uygun bulmamışlardır. Onlar kârı sermayeye bağlı bir unsur olarak kabul edip önceliğin sermayenin sıhhatini sağlamak olması gerektiğini belirtmişlerdir. Eğer kârın paylaşımı gerçekleştirilmeden önce kâr içinden bir pay alınması söz konusu olacak olursa bu durumda sermayenin sıhhati öncelenmemiş olacaktır ki bunun da caiz olmayacağını belirtmişlerdir.²⁴²

Mudârebe akdine aykırı bir şart koşulması durumunda kârın sermayedara ait olacağı noktasında İslam hukukçuları arasında ittifak vardır. Sermayeyi işleten tarafın kasıtlı bir şekilde mudârebe akdini bozması durumunda Malikiler ve Şafiîler kârın başta anlaşılan oranlara göre paylaşılmasını, zarar durumu ortaya çıkmışsa zararın işleticiye yüklenmesi gerektiğini belirtmişlerdir.²⁴³

²⁴⁰ Kalkan, **a.g.e.**, s. 91.; Kâsânî, **Bedâ'i'ü's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 8. s. 26.

²⁴¹ Serahsî, **el-Mebsût**, c. 22 s. 28.; Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 285.

²⁴² Ebû Muhammed Gıyâsüddin Gânim b. Muhammed el-Bağdâdî, **Mecmaü'd-damânât fi mezhebi'l-İmami'l-Azam Ebi Hanife en-Nu'man**, thk. Muhammed Ahmed Serac, Ali Cum' a Muhammed, Kahire, Darü's-Selam, 1999, c. 2. s. 664.; Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 293.; Ebû Abdillâh Muhammed b. el-Hasen b. Ferkad eş-Şeybânî, **el-Asl**, thk. Mehmet Boynukalın, Katar, Dâru İbn Hazm, 2012, c. 4. s. 244.

²⁴³ Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 320.

Hanefiler ise sermayedarın şartlarına riayet etmeyen işleticiyi gâsıp kabul etmişlerdir. Bu durumda sermayenin tazmin yükümlülüğü ona aittir. Tazmin yükümlülüğü ona ait olduğu için de kârın hepsini işletici almak durumundadır demişlerdir. Hanbelilerden gelen bir görüşe göre kâr sermayedara aittir. Diğer bir görüşe göre de hiçbirine ait değildir ve o kâr tasadduk edilir demişlerdir.²⁴⁴

İşleticinin emanetçi konumunda olması kasıtlı bir davranış içerisinde olmadığı müddetçe mudârebe sermayesini tazmin etmekle yükümlü olmayacağı anlamına gelmektedir. Fasit mudârebe akdinde sahih muârebede olduğu üzere işletici sermayedarın vekili olmaya devam eder ve tasarrufları geçerlidir. Çoğu hukukçuya göre fasit olan mudârebe akdinde işletici kâr gerçekleşsin ya da gerçekleşmesin yaptığı işin karşılığı ücret almaya hak kazanır.²⁴⁵

Mudârebe akdinin sona ermesi fesih ya da infisah ile gerçekleştirilir. Hanefî, Şafî ve Hanbelilere göre bu akit bağlayıcı bir akit değildir. Malikilere göre sermayenin işleticiye teslim edilmesinden sonra işletici sermayeyle bir tasarrufta bulununcaya kadar bağlayıcı değildir. Ancak işletici o sermayeyle herhangi bir ticari faaliyette bulunursa akit artık bağlayıcı hâle gelmektedir. İnfisah durumu, taraflardan birinin vefatı, işlem yapma ehliyetlerini kaybetmeleri, bir süre ya da bir şartla kayıtlanmış mudârebede sürenin dolması ya da şartın gerçekleşmesi, sermayenin tamamıyla telef olması gibi durumlarda mudârebe sona ermiş olur.²⁴⁶ Sermayedar işleticiyi bu görevinden alabilir ki o vekil konumundadır. Azledildiğini sermayedarın işleticiye bildirmesi gerekir. Bu durumu öğreninceye kadar yaptığı tasarrufları geçerli olan işleticinin öğrendikten sonra elindeki sermayede tasarruf hakkı yoktur.²⁴⁷

²⁴⁴ Serahsî, **el-Mebsût**, c. 22 s. 19.; Şekerci **a.g.e.**, s. 321.; Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 8. s. 27.

²⁴⁵ Kâsânî, **Bedâ'i'u's-sanâ'i' fi tertîbi's-şerâ'i'**, c. 8. s. 18.; Şekerci, **Emek-Sermaye Şirketi**, s. 321-322.

²⁴⁶ Cengiz Kallek, "Mudârebe", **Türkiye Diyanet Vakfı İslam Ansiklopedisi**, Ankara, Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları, 2004, c. 30, s. 363.

²⁴⁷ Ali Haydar, **Dürerü'l-Hukkâm**, c. 3, s. 2403.

4.1.3. Değerlendirme

Mudârebe akdinin mahiyetini kısaca ele aldıktan sonra literatürdeki girişim/risk sermayesi mudârebe karşılaştırmalarına değinmek faydalı olacaktır. Daha sonra bu karşılaştırmaların ne kadar sağlıklı olduğu ele alınacaktır.

Hamdi Döndüren risk sermayesi şirketi ile mudârebe arasında büyük benzerliklerin olduğunu belirtmektedir. Risk sermayesi şirketinin kamudan ya da özel sektörden elde ettiği sermayeyi titiz bir şekilde belli projelere aktarması durumunda risk sermayesi şirketini mudârip, proje sahibi girişimci şirketi alt mudârip finansman sağlayan kamu ya da özel sektörü sermayedar olarak kabul etmektedir.²⁴⁸ Ekonomik olarak kalkınmış ülkelerin artık faizli kredi yerine risk sermayesine yöneldiklerini, bu modelin İslam'ın yüzyıllar öncesinde uyguladığı mudârebe olduğunu belirtmektedir.²⁴⁹

Servet Bayındır ise girişim sermayesini 1946 ile başlatmanın doğru olmadığını emek sermaye ortaklığı olması hasebiyle Hz. Peygamber öncesine kadar götürmenin daha doğru olacağını belirterek bunun açıkça mudârebe olduğunu belirtmiştir. Mudârebe ve girişim/risk sermayesini karşılaştırarak ikisinin de bir finansman enstrümanı olmakla beraber faizle bir ilgilerinin olmadığını belirtmektedir. Her iki finansman yönteminde de sermayenin ortaklık esasına göre değerlendirildiğini, diğer ortaklıklardan farklı olarak zarar durumunda girişimcinin emek kaybı, sermayedarın ise sermaye kaybı olacağını belirtir. Kâr paylaşımının da oransal olduğuna işaret ettikten sonra tarafların her iki finansman türünde de birden fazla olmasının mümkün olduğuna değinmiştir. İslam hukukçularının mudârebe akdinde kullanılacak fonların helal yollarda değerlendirilmesi hususuna önem verdiklerini, girişim sermayesi uygulamalarında da bu noktanın dikkat edilmesi durumunda meşruiyetiyle ilgili bir şüphenin kalmayacağını belirtmiştir.²⁵⁰

Murat Çizakça da mudârebenin Avrupa'ya Commenda olarak 10. yüzyıldan itibaren girip yayıldığını belirttikten sonra Commenda'nın 20. yüzyılda risk sermayesine dönüştüğünü dile getirmektedir.²⁵¹ Mudârebe ve risk sermayesinin felsefelerinin

²⁴⁸ Hamdi Döndüren, "İslam Bankacılığı ve Risk Sermayesi" **İslamî Araştırmalar**, 6/1, 1992, s. 22.

²⁴⁹ Hamdi Döndüren, **Delilleriyle Ticaret ve İktisat İlmihali**, İstanbul, Erkam Yayınları, 1993, s.440.

²⁵⁰ Servet Bayındır, **İslam Hukuku Penceresinden Faizsiz Bankacılık**, İstanbul, Rağbet Yayınları, 2005, s. 112.

²⁵¹ Çiller, Çizakça, **Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri**, s. 152.

birbirine benzediğini, her ikisinde de kâr – zarar ortaklığının söz konusu olduğunu belirtmektedir. Kârın oransal olarak pazarlık usulüyle belirlendiğini, zarar durumunda da mudârebe akdinde olduğu şekilde sermayedara ait olduğunu örneklendirerek mudârebe ve risk sermayesini tamamen benzer prensipleri uygulayan ortaklıklar olarak nitelemektedir.²⁵²

Cemal Kalkan ise mudârebe ve girişim sermayesi arasında kurulan benzerlik ilişkisinin, mudârebede işleticinin kusur ve ihmali bulunmadığı durumda meydana gelen zarardan sorumlu tutulmaması noktasından kaynaklandığını belirtir. Girişim sermayesinin belirgin oranda mudârebeden farklılaştığını belirten Kalkan bunun gerekçesi olarak girişim sermayesinde üçlü bir yapının olup bunun ortaklık şeklinde örgütlenmesi, sermaye sağlayan tarafın aktif ortak rolünde olması ve girişimcinin girişim sermayesi şirketi nezdinde ücretli işçi gibi çalışması örneğini verir. Mudârebede böyle bir durumun olmadığına değindikten sonra bu iki finansman yöntemi arasında benzerlikler olmakla beraber bu benzerliklerin girişim sermayesinin mudarebenin devamı olduğu şeklinde bir çıkarıma götürmeyeceğini öne sürmektedir. Ona göre girişim sermayesi şirketi mudârebeden daha çok ortaklığa benzemektedir²⁵³

Üç tarafın bulunduğu girişim sermayesi ve girişim sermayesi şirketinin mudârip olduğu şeklindeki değerlendirmeler Türkiye’deki vakıaya uygun düşmemektedir. Zira Türkiye uygulamasında GSYO’lar bir anonim şirket olarak kurulmaktadır. Ellerindeki sermaye de onların kendi öz sermayeleridir. Halka açık olanların hisselerini satın alanlar da onların ortakları olmak durumundadır. Bu itibarla mudârebe olarak değerlendirilmesi durumunda girişim sermayesi şirketi sermayedar olma durumundadır.

Mudârebe ve girişim sermayesinin birer finansman enstrümanı olup faizle bir ilişkilerinin olmadığı şeklindeki değerlendirmeyi ise şu şekilde ele almak mümkündür: Öncelikle finansman; bir girişime gelişebilmesi, işleyebilmesi için gereken para ve kredi bulma işidir.²⁵⁴ Mudârebe akdinde bir ticaret yapılıp bu ticaretten elde edilecek kârın paylaşılması ön planda yer alırken, girişim sermayesinin kredi işlevi ön plana

²⁵² A.e., s. 178.

²⁵³ Kalkan, “Mudârebe Sözleşmesinde Kâr”, s. 35.

²⁵⁴ <https://sozluk.gov.tr/> çevrimiçi (02.08.2021)

çıkılmaktadır. Diğer yandan her ikisinin de faizle bir ilgilerinin olmadığı şeklindeki yargı eksik kalmaktadır. Girişim sermayesi şirketinin finansman yöntemlerinden biri olan hisseye dönüştürülebilir tahvil alımı seçeneğinde ise zaten doğrudan faiz gündeme gelmektedir.

Mudârebe ve girişim sermayesinin felsefelerinin benzer nitelikte olup her ikisinde de kâr-zarar ortaklığının söz konusu olduğu değerlendirmesi sadece girişim sermayesi şirketinin girişim şirketinden adi hisse alması durumunda gerçekleşebilecek bir durumdur. İmtiyazlı hisse alımı durumunda eşit seviyede kâr-zarar paylaşımı gerçekleşmezken hisseye dönüştürülebilir tahvil yoluyla yapılan yatırımda zararın paylaşılması zaten gündeme gelmemektedir.

Girişim sermayesi ve mudârebenin birbirlerine benzememe gerekçesi olarak öne sürülen üçlü yapıdan oluşma konusu Türkiye'deki GSYO'lar için geçerli değildir. Diğer bir gerekçenin girişim sermayedarının aktif ortak olması durumu bütün girişim sermayesi yatırımları için geçerli bir durum değildir. Girişim sermayedarının pasif ortak olması da söz konusudur. Son olarak, öne sürülen girişimcinin sermayedarın yanında ücretli işçi gibi çalışması vakıya mutabık değildir. Çünkü hisse alımı şeklinde yapılan finansman türünde girişimci, girişim sermayesi şirketinin ortağı iken, hisseye dönüştürülebilir tahvillerle yapılan finansmanda söz konusu tahviller hisseye dönüştürülmediğinde girişimci borçludur. Dönüştürme gerçekleştiğindeyse girişimci, girişim sermayesi şirketinin ortağı olur. Kısaca ifade etmek gerekirse, ücretli işçi olma durumu söz konusu değildir.

Mudârebe başlığı altında ele alınan görüşlerin kısmî olarak doğruluk payları olduğu müsellemidir ancak girişim sermayesini sadece bir akit türüne göre değerlendirmek doğru bir yaklaşım değildir. Bu hususun detaylarını şu şekilde açıklamak mümkündür:

GSYO ve finansman sağladığı girişim şirketi arasında içeriği taraflara bırakılmak üzere pay sahipliği sözleşmesi imzalandığına değinilmişti. Bu sözleşmede hangi tür hisse alınacağı, şirketin çoğunluk hissesinin kimde olacağı, GSYO'nun yönetim kuruluna üye atayıp atamayacağı ya da şirket işlerine müdahil olup olmayacağı belirlenmektedir. Dolayısıyla İslam hukukuna göre GSYO ve girişim şirketinin hangi akdin içerisinde değerlendirilebilecekleri, yaptıkları pay sahipliği sözleşmesine göre

değişmektedir. Pay sahipliği sözleşmesine göre kurulan ortaklığın İslam hukuku açısından değerlendirilebilecek ortaklık türleri şunlar olabilir:

Öncelikle GSYO bir anonim şirket statüsündedir. Bu anonim şirketin detayları birinci bölümde ele alınmıştır. GSYO, bir girişim şirketine hisse alımı yoluyla finansman sağladığında, iki tüzel kişiliğin ortaklığından bahsedilmiş olmaktadır. Girişimci, girişim şirketini kurarken bir sermaye ortaya koymuştur. GSYO’da bu şirketten hisse alırken sermaye ortaya koymuştur. Her iki tarafın sermaye koyarak oluşturduğu şirketin İslam hukukunda *inan* şirketi olduğu daha önce belirtilmiştir.

Girişimcinin GSYO’ya sadece bir fikirle başvurup girişim şirketi kurulması da dâhil olmak üzere, bütün masrafların GSYO tarafından karşılandığı şirket türü İslam hukukunda daha önce geçtiği üzere mudârebe şirkettir. Ancak uygulamada henüz bir şirket kurmuş olmayan, fikir aşamasından itibaren finansman talep eden girişimciler melek yatırımcılardan finansman sağlamaktadır. Bu nedenle mudârebenin mümkün olabileceği yer, çoğunlukla melek yatırımcının hisse alımıyla yaptığı finansman yöntemindedir.

Diğer taraftan, sermaye sadece bir taraftan sağlandığı için mudârebe olarak değerlendirmek mümkün olsa da emeğin de girişimci tarafından sağlanması gerekmektedir. Ancak girişim sermayesi şirketleri ve melek yatırımcılar girişimcileri çoğunlukla tek başlarına bırakmamaktadırlar. Bu hususta girişim sermayesi ve melek yatırımcının tutumu *hands on* ve *hands of* olarak iki şekilde olmaktadır. Bu tutumu aktif ve pasif ortaklık olarak kabul etmek mümkündür. Pasif oldukları durumda mudârebeye benzerken, aktif olarak girişim şirketine müdahale ettiklerinde *inan* ve mudârebe karışımı bir akit ortaya çıkmış olmaktadır. İki tarafın da emek ve sermaye katkısının olduğu tür de *inan* ortaklığıdır.

Mudârebe akdinde işleticiye sermayenin teslim edilmesi gerekmektedir. Ancak girişim sermayesi şirketleri kendi risklerini azaltmak için sermayeyi parça parça girişimciye aktarmaktadırlar. Riski düşürmek için parça parça ihtiyaca göre sermaye sağlayan girişim sermayesi şirketi aynı zamanda sağladığı finansmanın nerede kullanılacağını belirttiği için mukayyet mudârebe ile benzer özelliğe sahip olmaktadır.

Mudârebe ve inan şirketiyle ilgili açıklamalar daha önce geçtiği için GSYO ve girişim şirketinin İslam hukukuna göre meşruiyet problemi olmaması için inan ortaklığının söz konusu olduğu durumda inan ortaklığının hükümlerini; mudârebe akdinin geçerli olduğu durumlarda da söz konusu akdin hükümlerini yerine getirmesi beklenir.

Hisse alımıyla yapılan finansman türünde dikkatlerden uzak kalmaması gereken nokta çeşitli hisselerin bulunmasıdır. Bu nedenle GSYO'nun alacağı hisse türüne göre hükmü değişecektir. GSYO tarafından girişim şirketinden alınan hisseler ve türleriyle ilgili olarak daha önce değinilen hususların burada gözetilmesi beklenir. Her bir hisse senedi türüyle ilgili fikhî değerlendirmeler daha önce ele alınmıştır. Buna göre GSYO'nun tercih ettiği hisselerin mali imtiyaz içermemesine dikkat edilmelidir. Eğer bir mali imtiyaz olacaksa bunun emek, sermaye ve damân karşılıklarından biriyle olması gerekir. Yani GSYO'nun sağladığı sermaye oranı dışında alacağı kâr bu üç unsura dayanmalıdır. Örneğin sermaye yanında emek katkısı vermesi durumunda hem sermayeden hem de emekten dolayı kâr elde etmiş olur ki bunun da mali bir imtiyaz olarak isimlendirilmesi doğru değildir.

İnan ve mudârebe başlıkları altında ele alınan, kâr paylaşımının oransal yapılıp maktu bir kâr belirlenmemesi; GSYO'lar ve girişim şirketlerinin İslam hukukuyla uyum açısından gözetmesi gereken bir husustur. Ortaklıkta yapısal olarak maktu bir kâr pek mümkün olmamakla beraber pay sahipliği sözleşmesi içerisine buna yönelik bir madde konulması doğru değildir.

İslam hukukuna göre şirket sermayesi işletmeciler elinde emanet hükmündedir. GSYO da girişim şirketine hisse alarak sağladığı finansmanda, girişim şirketine sunduğu sermaye emanet hükümlerine tabidir. Bu nedenle girişimci şirketin bir kasıt ve kusuru olmadan sermayenin telef olması halinde girişimciyi sorumlu tutup tazmin ettiremez.

GSYO'nun ve girişim sermayesi şirketinin İslam hukukuyla uyumlu olması için faaliyet alanlarının İslam hukukuna göre meşru kabul edilen alanlardan olması gerekir. GSYO'ların sermayelerinin bir kısmıyla türev ürünlere, repo, ters repo gibi işlemlere taraf olabilme imkânı sağlandığına birinci bölümde değinilmişti. Bu yatırım alanları İslam hukukuna göre meşru yatırım alanları değildir. Bunun yanında GSYO'nun sermayesinin faizli banka grubu gibi meşru olmayan bir yerden sağlanması hem

şirketin kendisi hem de onunla ortaklık kuracak olan girişim şirketi için sermayenin mütekavvim mal olmamasından dolayı meşru değildir.

4.2. Hisseye Dönüştürülebilir Tahvillerde Tarafların Fıkî Durumu

Tahviller esasında bir borç senedi oldukları için fıkî değerlendirmelerinin karz ve faiz bağlamında olması isabetli olacaktır. Bu noktada ele alınması gereken iki mesele vardır. Birincisi tahvili ihraç edenle onu satın alan arasındaki ilişki, diğeri ise satın alanın bu tahvili ikincil piyasada tekrar satışa sunmasıyla ilgili meseledir.²⁵⁵

Birinci durumda onu ihraç eden tarafla satın alan taraf arasında bir borç sözleşmesi ortaya çıkmış olmaktadır. Tahvili satın alan, tahvil ihraççısına borç niteliğinde bir sermaye sunmuştur. Tahvil ihraççısı bu durumda borçlu konumundayken tahvili satın alan uzun vadeli alacaklıdır. Tahvili satın alan taraf tahvil ihraççısı üzerinden alacağı dışında bir hak talebinde bulunamaz. Tahvil ihraççısının yönetim işlerine müdahil olamaz, risklerine katlanmaz. Eğer tahvil kârdan pay veren bit tahvil değilse kârına ya da zararına ortak olmaz. İtfâ tarihinde tahvil yatırımcısı alacağını tahsil ettikten sonra taraflar arasındaki borç ilişkisi sona ermektedir.²⁵⁶ Burada bir borç ilişkisinin olduğu görülmektedir. Bu itibarla İslam hukukundaki karz konusuna değinmek yerinde olacaktır.

4.2.1. Karz

Karz, misli bir malı başkasına mislini iade etmek üzere vermektir.²⁵⁷ Mislinin iade edilmesi gerekçesiyle karza konu olacak malların, misli mallar olması gerekmektedir. Bu itibarla kıyemi malların karz olarak verilmesi caiz değildir. Para, hububat, yağ gibi keyli ve vezni, yararlanılması tüketilerek mümkün olan mallar karz olarak verilebilir.²⁵⁸

Karz başlangıcı itibarıyla teberruya benzerken sonucu itibarıyla muâvazaya benzemektedir. Çünkü karz verildiğinde karz veren kimse bunun karşılığında bir şey almadan mülkiyetinden malını çıkarmaktadır. Sonucunda ise mülkiyetinden çıkardığı

²⁵⁵ Bayındır, **İslamî Finans-II**, s. 73.

²⁵⁶ Bayındır, **İslamî Finans-II**, s. 74.

²⁵⁷ İbn Âbidîn, **Reddü'l-muhtâr 'ale'd-Dürri'l-muhtâr**, Beyrut, Dâru'l Fikr, 1992, c. 5, s.161.

²⁵⁸ Haffif, **Ahkâmü'l-Muâmelâti's-Şer'iyye**, s. 511.

malın mislini geri almaktadır. Bundan dolayı muâvazaya benzemiş olmaktadır. Teberruya benzemesi itibariyle karz verecek kimsenin bunu yapabilecek yetkinlikte olması gerekmektedir. Yaşı küçük, sefih vb. kimselerin teberruda bulunmaları caiz değilken böyle kimselerin malları üzerinde tasarrufta bulunma hakları olan kimselerin de onların mallarından karz vermeleri mümkün değildir. Muâvazaya benzemesi yönüyle de karz alacak kimselerin yetişkin ve reşit olmaları gerekmektedir. Kısıtlı kimselerin karz alması ancak velilerin izin vermesine bağlıdır.²⁵⁹

Karzın mülkiyete geçmesi Ebu Hanife ve Muhammed'e göre karz alanın onu kabzetmesiyle gerçekleşir. Aldığının mislini vermek üzere karz verene ödemekle yükümlü hale gelir. O esnada karz veren geri talep ederse mislini ya da aynısını iade edebilir. Ebu Yusuf ise kabz edilince tazmin yükümlülüğünün doğacağını ancak mülkiyete geçmesinin karza konu malın harcanmasıyla gerçekleşeceğini belirtmektedir. Bu nedenle karz veren kimse karza konu mal harcanmadan iade talebinde bulunursa karzı alan aynı malı iade etmekle yükümlüdür. Çünkü malın üzerindeki mülkiyet kendisine geçmemiştir.²⁶⁰

Karzın verilmesi esnasında geri ödenme zamanının kararlaştırılması mümkün ise de karz veren bu süreye uymakla yükümlü değildir. Bağlayıcılığı olmayan bir akit olup teberru akdiyle ilişkilendirilmesi fakihleri konuşulan sürenin bağlayıcı olmadığı şeklinde karar vermelerine neden olmuştur.²⁶¹ Ancak Malik'e göre karz akdinde vade bağlayıcı niteliktedir. Karz veren vade bitiminde geri ödenmesi talebinde bulunabilir.²⁶²

Karzın mendup bir amel olduğu belirtilmiştir.²⁶³ Ancak karzdan bir menfaat elde edilmesi durumunda bu menfaatin ribaya dönüşmesi söz konusu olacaktır. Çünkü karzda bir menfaatin şart koşulması riba kabul edilmiştir ve bunun üzerinde ittifak

²⁵⁹ Haffif, *Ahkâmü'l-Muâmelâti's-Ser'iyye*, s. 512.

²⁶⁰ Haffif, *Ahkâmü'l-Muâmelâti's-Ser'iyye*, s. 512.

²⁶¹ H. Yunus Apaydın, "Karz", *Türkiye Diyanet Vakfı İslam Ansiklopedisi*, Ankara, Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları, 2001, c. 24, s. 521.

²⁶² Haffif, *Ahkâmü'l-Muâmelâti's-Ser'iyye*, s. 512.

²⁶³ Ebû Bekr Şemsü'l-eimme Muhammed b. Ebî Sehl Ahmed es-Serahsî, *el-Mebsût*, Beyrût, Dâru'l-Mârifet, 1993, c. 14, s. 36.

vardır.²⁶⁴ Karzda meydana gelen bu ribaya karz ribası denilmektedir ki o da cahiliye ribasıdır.²⁶⁵

Karz sırasında karz verenin lehine bir menfaatin şart koşulması durumunda böyle bir akdin durumuna değinmek yerinde olacaktır. Hanefi mezhebine göre böyle bir şart, fasit bir şarttır. Bu durumda ise şart geçersiz olur ancak karz akdi sahih olarak devam eder. Şafii ve Hanbeli mezhebinden bir görüşe göre de aynı şekilde karz akdi sahihtir. Ancak Malikilere göre fasit şartla kurulan karz akdi de fasittir.²⁶⁶

Şartın fasit, ancak akdin sahih olduğu yönündeki görüşün delili, Berîre ismindeki bir cariye'nin azat edilmesi hususunda velayetinin azat eden dışında başka kimselere verilmesini peygamberin kabul etmemesi hadisine dayanır.²⁶⁷ Bu hadiste peygamberin şartı kabul etmeyip azat edilmesine cevaz vermesi hususu, şartın fasit olup akdin geçerli olmasına delil gösterilmiştir.²⁶⁸ Diğer bir delil ise faizin bırakılıp anaparanın alınabileceğini belirten ayet-i kerimedir.²⁶⁹

Menfaat şartıyla kurulan karz akdinin fasit olacağıyla ilgili görüşün delili ise karz verenin bir şartla bunu verdiği, şartın kabul edilmediği durumda karz akdinin de kabul edilmemesi gerektiği şeklindeki çıkarımdır. Onlara göre eğer böyle bir akit sahih kabul edilirse karz veren kimse razı olmadığı bir şeye zorlanmış olmaktadır.²⁷⁰

4.2.2. Değerlendirme

Menfaat sağlamak şartıyla verilen karz meselesinden sonra tahvillerde de bunun geçerli olup olmadığını ele almak gerekmektedir. Tahvillerde tahvil ihraç eden taraf, karz alan tahvili satın alan yatırımcı da karz veren konumundadır. Tahvillerde şart koşulan geri ödemedeki fazlalık da tahvilleri faizli karz konumuna getirmektedir. Karzda şart koşulan menfaat konusu içerisinde değerlendirmeyi mümkün kılmaktadır.

²⁶⁴ Abdullah b. Muhammed El-Imranî, **El-Menfe'atü fi'l-Karz**, Riyad, Dâru Kü'nûzi İşbilya, 2010, s. 105.; Zühaylî, **el-Mu'âmelâtü'l-mâliyye el-Mu'âsıra**, s. 487.

²⁶⁵ Halil, **el-Eshüm ve's-senedât ve ahkâmuhâ**, s. 294; El-Imranî, **El-Menfe'atü fi'l-Karz**, s. 106.

²⁶⁶ El-Imranî, **El-Menfe'atü fi'l-Karz**, s. 226.

²⁶⁷ Ebû Abdillâh Muhammed b. İsmâîl Buhârî, **el-Câmi'u's-Sahîh**, thk. Muhammed Zuheyr b. Nâsır en-Nâsır, yy., Dâru Tavki'n-Necât, 2002, c. 3, s. 73.

²⁶⁸ El-Imranî, **El-Menfe'atü fi'l-Karz**, s. 228.

²⁶⁹ Bakara 278-279.

²⁷⁰ El-Imranî, **El-Menfe'atü fi'l-Karz**, s. 231.

Hisseye dönüştürülebilir tahvil sahipleri de tahvil alarak şirkete borç verirken bir menfaat elde etme saikıyla hareket etmektedirler. Bu menfaat ya faizle tahvilin geri ödemesinin yapılması ya da şirket hisselerinde meydana gelen yükselişi değerlendirerek şirkete ortak olma düşüncesidir.

Tahvillerde de kupon ödemelerinde ya da itfa tarihinde anapara ödemesinin yanında faiz ödenmesi şart koşulduğundan bunun da riba kapsamında değerlendirilmesinin önünde bir engel yoktur. Bütün türleri dahil olmak üzere borç senedi ihraç etmek, satın almak faizli karz olması sebebiyle haram kabul edilmiştir. Çünkü senet sahipleri sabit bir faiz geliri elde ederler ki bu karzda şart koşulmuş bir fazlalıktır.²⁷¹ Hisseye dönüştürülebilir tahviller de kanaatimizce, her ne kadar ileride yatırımcının tercihine göre hisseye dönüşebilecek olsa da başlangıçta bir faiz ödemesi şart koşulduğu için diğer tahvillerle aynı hükme tabidir. Faiz getirisinin hisseye dönüşebilecek tahvilin dönüşmesinden bağımsız olarak sabit olan bir hak olduğunu daha önce değinilmişti. İslam hukukuna göre HDT sözleşmesi fasit şart içeren bir borç sözleşmesidir. Bu sözleşmedeki fasit şart ise faiz ödenmesi şartıdır. Malikilere göre böyle bir sözleşme geçerli olmazken Şafiî, Hanefî ve Hanbelilere göre sözleşmedeki faiz kısmı geçersiz olurken akit geçerli olmaya devam etmektedir.

Tahvillerle ilgili ikinci bir husus ise satın alınan tahvillerin ikincil piyasada tedavülüyle ilgilidir. Tahvili satın alanlar vadeden önce ellerindeki tahvilleri nominal değerinden daha düşük bir bedelle bir başkasına satabilirler. Böyle bir tahvili satın alan yatırımcının amacı itfa tarihinde tahvilin nominal değerini ve o güne kadar birikmiş faizlerini almaktır. İslam hukukunda bu konu alacağın temliki başlığı altında incelenmektedir. Eğer bir borç, borçlunun kendisine ya da bir üçüncü tarafa devredilecek olursa bu devredilmenin caiz olabilmesi için bütün mezheplere göre öncelikle içerisinde faiz barındırmamalıdır. Ancak tahvillerin ikincil piyasadaki tedavülleri, borcun satımının faiz içermemesi şartını ihlal etmektedir.²⁷²

Yukarıda yapılan değerlendirmelerin yanı sıra, şaz kabul edilebilecek şöyle bir görüş de bulunmaktadır: Tahvillerin durumu, şeriatin nüzulü esnasında uygulanan ve cevaz

²⁷¹ El-İmranî, **El-Menfe'atü fi'l-Karz**, s. 457.

²⁷² Bayındır, **İslamî Finans-II**, s. 74.

verilen kıraz ya da mudârabeye benzemektedir. Tahvillerin getirisi amile ve sermaye sahibine dönmektedir. Burada bir maslahat gerçekleşirken bir mefsedet ortaya çıkması vehmedilir ki vehimler üzerine hükümler bina edilmez.²⁷³

Bu iddiaya şöyle cevap verilebilir: Sahih mudârahe akdinde belli bir kâr belirlemek mümkün değildir. Tahvillerde sabit bir getiri söz konusudur ki bu nokta onu mudârahe akdinden ayırır.²⁷⁴ Kaldı ki burada bir ortaklık değil karz akdi söz konusudur. Tahvil alan taraf mudârabede olduğu gibi zarara katlanmak durumunda değil sabit faiz getirisini alma durumundadır.²⁷⁵ Mudârebe akdine benzetilmesi vakıya mutabık değildir.

Hisseye dönüştürülebilir tahvillerin SPK tebliğine göre bir borçlanma aracı olduğuna daha önce değinilmişti. Mahiyeti itibarıyla da incelendiğinde ortada bir karz akdi olduğu, aynı zamanda içerisinde de bir menfaatin söz konusu edildiği görülmektedir. Kârz akdinde şart koşulmuş menfaatin faiz olduğu üzerinde durulmuştur. Diğer taraftan HDT’lerde açıkça belirtilen anapara güvencesi ve faiz getirisi menfaat şart koşulmuş karz olarak değerlendirilmelerinin nedeni olmaktadır.

HDT’yi paya dönüştürülme hakkı vermesi noktasından değerlendirmek gerekirse; hisse alımının belli şartların yerine getirilmesiyle caiz olacağına daha önce değinmiştik. Ancak burada hisse alımından önce faiz içeren bir sözleşmenin yapılması söz konusu olmaktadır. Faiz içeren sözleşmeler ise fasit sözleşme olarak kabul edilmektedir.²⁷⁶

HDT’ler diğer tahvillerden farklı olarak belli şartlarda yatırım yapılması caiz olan hisse senedine dönüşme imkânı verse de başlangıç itibarıyla taraflar arasında faizli borç ilişkisi doğurması nedeniyle caiz değildir.²⁷⁷

²⁷³ El-Imranî, **El-Menfe’atü fi’l-Karz**, s. 462.

²⁷⁴ El-Imranî, **El-Menfe’atü fi’l-Karz**, s. 463.

²⁷⁵ Halil, **el-Eshüm ve’s-senedât ve ahkâmuhâ**. s. 315.; El-Imranî, **El-Menfe’atü fi’l-Karz**, s. 464.

²⁷⁶ H. Yunus Apaydın, “Fesad”, **Türkiye Diyanet Vakfı İslam Ansiklopedisi**, Ankara, Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları, 1995, c. 12, s. 418.

²⁷⁷ Batuhan Buğra Akartepe, “Borsada İşlem Gören Borçlanma Araçlarının Fıkhi Analizi”, **Güncel Dinî Meseleler İstişare Toplantısı - X**, Ed. Mustafa Çakır, Fatih Mehmet Aydın, Ankara, Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 2020, s. 132.

Diğer yandan hisseye dönüştürülebilir tahvili alan yatırımcı, kendisini baştan garanti altına alarak, ortaklığı şirketin başarısına göre gelecekte bir zamana erteleme, riskin paylaşılması ilkesine ters düşmektedir. Bu yönüyle de İslam hukukunun cevaz vermeyeceği bir durum ortaya çıkmış olur.

HDT'lerle benzer özelliğe sahip olup tahvilin hisseye dönüştürülmesinde adi hisse yerine, imtiyazlı hisseye dönüştürülen warrant ekli tahvilin hükmü, hisseye dönüştürüldüğünde imtiyazlı hisselerin hükmünü alır. Dolayısıyla elde edilen imtiyaza göre ayrı bir değerlendirmeye tabi tutulmalıdır. İkinci bölümdeki imtiyazlı hisseler için yapılan değerlendirmelerin burada da geçerli olması gerekmektedir.

HDT'lerde bir diğer husus, şirket akdinin taliki şarta bağlanması meselesidir. Girişim sermayesi şirketi ya da herhangi bir yatırımcı HDT aldığı anda bunu dönüştürmek ve girişim şirketine ortak olmak için daha önce bir örnekle açıklandığı üzere şirketin verdiği borçtan daha fazla değerlenmesini istemektedir. Yani ortaklığı şirketin daha iyi performans gösterip verdiği borçtan ve faizinden daha fazlasını elde edebilmesine bağlamaktadır. Fiili olarak bunu gözeten yatırımcılar, hisse senetlerini satın alırken dönüştürmek gayesindedirler. Yani ortaklık gerçekleşse bile sadece hisseler satılınca kadar olmaktadır. Girişim şirketine ortak olma seçeneği ihtimal dâhilinde iken, anapara ve faiz ödemesi kesindir. Bundan hareketle HDT'leri karzda menfaatin şart koşulduğu faizli borç işlemi olarak değerlendirmek gerekmektedir.

SONUÇ

Bu çalışma girişim sermayesinde kullanılan finansman yöntemlerinin İslam hukukuna göre analiz edilmesini hedeflemiştir. Çalışmada araştırma, tartışma ve mukayese yöntemi uygulanmıştır. Kullanılan finansman yöntemlerinden biri olan hisse senedi alım yönteminin analiz edilmesi noktasında; girişim sermayesi şirketi ile girişim şirketi arasında imzalanan pay sahipliği sözleşmesinin esnek bir yapıda olup içeriğinin taraflara bırakılması, konuyla ilgili tek bir hükme ulaşmayı engellemiştir. Bu nedenle alınabilecek hisselerin türleriyle ilgili fikhî değerlendirmelere yer verilmiştir.

Girişim sermayesi şirketi ve girişim şirketi arasında akdedilen pay sahipliği sözleşmesinde imtiyazlı bir hissenin alınmasına karar verildiyse bir hükme ulaşabilmek için bu imtiyazın niteliğine bakmak gerekmektedir. Eğer bu imtiyaz girişim şirketine kârdan öncelikli olarak pay alma hakkı veriyorsa böyle bir imtiyaz caiz değildir. Girişim sermayesine yıllık sabit getiri garantisi sunan imtiyazlı hisseler de aynı şekilde caiz değildir. Tasfiye durumunda girişim sermayesi şirketine öncelik sağlayan imtiyazlı hisseler, meşru olmayan bir diğer imtiyazlı hisse türüdür. Ancak sermaye artırımını esnasında, girişim sermayesi şirketine ön alım hakkı sunan imtiyaz caiz olup İslam hukukundaki şuf'a olarak değerlendirilmiştir. Oy kullanımı ve diğer icraî imtiyazlara cevaz verilmiştir.

Pay sahipliği sözleşmesine göre adi hisse alımına karar verildiyse bu husus inan ortaklığı bağlamında değerlendirilip caiz olabilecek niteliktedir. Gerek imtiyazlı gerek adi hisse olsun İslam hukukuna göre şirketin faaliyet alanı ve gelir kalemleri meşruiyeti için önemlidir. Bu hususta şirketler üç kısımda değerlendirilmiştir: Mubah faaliyet gösteren, haram faaliyet gösteren, faaliyet alanı mubah olmakla birlikte harama bulaşan şirketler. Girişim sermayesi şirketi ya da girişim şirketinin mubah faaliyetler içerisinde olması meşruluğu için gerekmektedir. İkisinden biri ya da her ikisi haram faaliyet içerisinde ise onlarla ortaklık kurulması caiz değildir. Ancak üçüncü grupta yer alıyorsa iki görüş bulunmaktadır: Birincisi böyle bir şirkete ortak olunabileceği ancak gelirlerinden haram bulaşan kısmın ayrılması; haram gelir kısmının bilinmemesi durumunda gelirin yarısının ayrılıp onun farklı şekilde

değerlendirilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Diğer görüş ise bu tür şirketlerle ortaklık yapmanın mutlak olarak caiz olmayacağı şeklindedir.

Girişim şirketinden alınacak hisselerin nama ya da hamiline yazılması arasında meşruiyetini etkileyecek bir fark yoktur. Sermaye artırım esnasında söz konusu edilen bedelli ya da bedelsiz hisseler eski ortakların haklarını zayi etmemelidir. Primli ya da primsiz hisseler de alım satım esnasındaki fiyatla ilgilidir ve meşruiyetinde tartışma bulunmamaktadır.

Girişim sermayesi şirketi ve girişim şirketi arasındaki hisse alımıyla gerçekleşen ortaklığın mahiyetiyle ilgili tek bir hüküm belirtmek mümkün değildir. Hem girişim şirketi hem de girişim sermayesi şirketi ortaya bir sermaye koyup aynı zamanda üretim ya da hizmet alanında katkı sunuyorsa, bu durumda İslam hukuku açısından inan şirketi kurulmuş olur. Sermayenin sadece girişim sermayesi şirketinden üretim ya da hizmet faaliyetinin girişim şirketi tarafından gerçekleştirildiği ve kârın aralarında anlaşılan oranlara göre paylaştırıldığı akit mudârebedir.

Hisseye dönüştürülebilir tahvillerle yapılan finansmanda girişim şirketine bir borç verilmesi söz konusudur. Borç konusu İslam hukukunda karz bağlamında incelenmiştir. Hisseye dönüştürülebilir tahvillerde anapara, karz; faiz ise karza şart koşulmuş fazlalık olarak değerlendirilmiştir. Karza şart koşulmuş fazlalığın faiz olduğu ve haramlığı hususunda ittifak vardır.

Hisseye dönüştürülebilir tahvillerin vadesi dolduğunda dönüştürme seçeneği kullanılacak olursa dönüşecek hissenin türüne göre alacağı hüküm farklı olacaktır. Bu hususta hisse alımıyla yapılan finansman yöntemindeki hükümler geçerlidir.

Hisseye dönüştürülebilir tahvillerin hisseye dönüşmesi ihtimal dahilindedir. Ancak borç olduğu ve faiz içerdiği kesindir. Bundan dolayı hisseye dönüştürülebilir tahvillerin faizli olup kullanımı haram olan bir enstrüman olduğu hükmünün verilmesi daha doğru olur.

Kanun yapıcılar tarafından, riskin taraflarca paylaşılmasını mümkün kılacak, faiz içermeyen bir hisseye dönüştürülebilir tahvil tebliği yayınlanabilir. Böyle bir tebliğin

yayınlanması İslam hukuku açısından mahzurlu noktanın izale edilmesi manasına gelecektir.

Girişim sermayesi uygulamasında bir standartlaşma olması İslam hukuku açısından daha belirgin ve net hükümlerin verilmesini kolaylaştıracaktır. Kanun yapıcılar burada bir standartlaşma öngörüp buna binaen bir tebliğ yayınlanması durumunda; konunun İslam hukukundaki konumuyla ilgili değerlendirmeler için yapılacak yeni çalışmalara ihtiyaç duyulacaktır.



KAYNAKÇA

- AAOIFI,: **Faizsiz Finans Standartları**, İstanbul, TKBB Yayınları, t.y.,
- Abdullah b. Muhammed El-Imranî,: **El-Menfe’atü fi’l-Karz**, Riyad, Dâru Küñûzi İşbilya, 2010.
- Abdullah b. Muhammed Imrani,: **el-İstismâr ve’l-mütâcera fi eshümi’s-şerikâti’l-muhtelita**, Riyad, 2006.
- Ebu’l-Hasen Burhâneddîn Ali b. Ebu Bekr el-Merginânî,: **el-Hidâye şerhu Bidâyeti’l-mübtedi**, , tahk. Talâl Yusuf, Beyrut, Dâru İhyâi Tûrâsi’l-Arabî, Beyrut, ty.
- Abdullah Bel’îdî, “et-Temvil bi-Ra’si’l-Mâli’l-Mahâtır Dirâse Mukârane ma’t-Temvil bi-Nizami’l-Muşâreke”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Jâmi‘at al-Hâjj Lakhdar - Bâtnah-2008.
- Ahmet b. Muhammed el-Halil,: **el-Eshüm ve’s-senedât ve ahkâmuhâ**, S.Arabistan Dâru İbni’l-Cevzi, 1426h.
- Akartepe, Batuhan B.: “Borsada İşlem Gören Borçlanma Araçlarının Fıkhî Analizi”, **Güncel Dinî Meseleler İstişare Toplantısı - X**, Ed. Mustafa Çakır, Fatih Mehmet Aydın, Ankara, Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 2020.
- Akın, Mustafa Şeref,: “Risk Sermayesinin Yüksek Maliyeti ve Startuplar’ın İzlemesi Gereken Yatırım Stratejisi”, **İstanbul İktisat Dergisi**, 70(1), 229-245.

- Aksoy, Ahmet, Tanrıöven Cihan,: **Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2007.
- Ali b. Muhammed el-İsa,: **Müfâhame havle eshümi's-şerikâti'l-müsâheme**, Riyad 1993,
- Ali el-Hafîf,: **Ahkâmü'l-Muâmelâti's-Şer'iyye**, çev. Rahmi Yaran, Ankara, Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları, 2. baskı 2016.
- Ali el-Hafîf,: **eş-Şerikât fi'l-fıkhî'l-İslâmî**, Kahire, Dârü'l-Fikri'l-Arabi, 2009.
- Ali el-Karadağî,: **Eseru'd-düyun ve Nukûdi's-Şerike Evi'l-Mahfaza alâ hükmi Tedâvüli'l-Eshüm ve's-Sukûk ve'l-Vahedaâti'l-İstismariyye**, el-Mahedi'l-İslâmî 2003.
- Ali Haydar,: **Dürerü'l-Hukkâm Şerhu Mecelleti'l-Ahkâm**, İstanbul, Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 2016.
- Apaydın, H. Yunus,: **"Fesad", Türkiye Diyanet Vakfı İslam Ansiklopedisi**, Ankara, Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları, 1995, c. 12.
- Apaydın, H. Yunus,: **"Karz", Türkiye Diyanet Vakfı İslam Ansiklopedisi**, Ankara, Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları, 2001.
- Atilla, Onur,: **"Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi", Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Gazi

- Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2006.
- Aydın, Mehmet Alper,: “Girişim Sermayesi Kavramı ve Bankalar Açısından Girişim Sermayesi Uygulamaları (İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Örneği)”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2005.
- Aydoğan, Gökhan,: “Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2013.
- Başar, Nuh Ziyahan,: “Risk ve Girişim Sermayelerinden Yatırım Almış Şirketlerin Muhasebe Çevrelerinin Uluslararası Standartlara Uyumu”, **Basılmamış Doktora Tezi**, İstanbul Okan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2018.
- Bayındır, Abdülaziz,: **Ticaret ve Faiz**, İstanbul, Süleymaniye Vakfı Yayınları, 2008.
- Bayındır, Servet,: **Fıkhî ve İktisadî Açidan İslamî Finans-II (Para ve Sermaye Piyasaları)**, İstanbul, Süleymaniye Vakfı Yayınları, 2015.
- Bayındır, Servet,: Bayındır, Servet: **İslam Hukuku Penceresinden Faizsiz Bankacılık**, İstanbul, Rağbet Yayınları, 2005.

- Bedreddin el-Aynî,: **Binâye fî şerhi'l-Hidâye**, Beyrut, Dâru'l-kütübi'l-ilmiyye, Lübnan, 2000, c. 7.
- Berki, Ali Himmet,: **Açıklamalı Mecelle**, Hikmet Yayınları, İstanbul, 1990.
- Cengiz Kallek,: “Mudârebe”, **Türkiye Diyanet Vakfı İslam Ansiklopedisi**, Ankara, Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları, 2004,
- Civan, Mehmet, Uğurlu Mustafa,: “Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlinde KOBİ’lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi”. **Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 21(1),79-109.
- Çakmakcı, Gökhan,: “Kobilerin Finansmanında Risk Sermayesi Modeli ve Bu Modelin Yatırımcı ve Firma Bazında Uygulanabilirliği”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2018.
- Çavaş, Mehmet,: **Bireysel Yatırım Araçları**, İstanbul, t.y., İletişim Yayınları.
- Çeker, Orhan,: **İslam Hukukunda Akidler**, Konya, Tekin Kitabevi, 2014.
- Çerçi, Alp Abdullah,: “Küresel Ölçekte Melek Yatırımcılığın Gelişiminin İncelenmesi”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2014.

- Çiller, Tansu - Çizakça Murat,: **Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri**, İstanbul, Yenilik Basım Evi, 1989.
- Çolak, Abdullah,: **İslam Borçlar Hukuku**, İstanbul, Ensar Neşriyat, 2020.
- Çonkar, M. Kemalettin,: **Risk Sermayesi Finansman Yöntemi**, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2007, Yayın No: 2007-61.
- Demir, Zafer,: “Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Finansal Problemlerinin Çözümünde Girişim Sermayesi Fonlarının Önemi ve Rolü: Katılım Bankacılığına Yeni Bir Model Önerisi”. **Basılmamış Doktora Tezi**, İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2018.
- Döndüren, Hamdi,: “İslam Bankacılığı ve Risk Sermayesi” **İslamî Araştırmalar**, 6/1, 1992.
- Döndüren, Hamdi,: **Delilleriyle Ticaret ve İktisat İlmihali**, İstanbul, Erkam Yayınları, 1993.
- Durmuş, Abdullah,: “Yatırım Fonlarının Fıkhî Niteliği”, **Güncel Dinî Meseleler İstişare Toplantısı- X**, Ed. Mustafa Çakır, Fatih Mehmet Aydın, Ankara, Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 2020.
- Ebû Abdillâh Muhammed b. el-Hasen b. Ferkad eş-Şeybânî,: **el-Asl**, thk. Mehmet Boynukalın, Katar, Dâru İbn Hazm, 2012, c. 4.

Ebû Abdillâh Muhammed b. **el-Câmi‘u’s-Sahîh**, thk. Muhammed Zuheyr b. İsmâîl Buhârî,: Nâsır en-Nâsır, yy., Dâru Tavki’n-Necât, 2002.

Ebû Abdillâh Şemsüddîn **Nihâyetü’l-muhtâc ilâ şerhi’l-Minhâc**, Beyrut, Muhammed b. Ahmed b. Dâru’l-Fikr, 1984, c. 5.

Ahmed b. Hamza er-Remlî,:

Ebû Abdillâh Şemsüddîn **Mevâhibü’l-celîl li-şerhi Muhtaşarı Halîl**, y.y., Muhammed b. Muhammed b. 3. Baskı, Dâru’l Fikr, 1992, c. 5.

Abdirrahmân el-Hattâb er-Ruaynî,:

Ebu Bekir b. Mes’ud Kâsânî,: **Bedâ’i‘u’s-sanâ’i‘ fî tertûbi’s-şerâ’i‘**, Beyrut, Dâru’l-kütûbi’l-ilmiyye, 2003, c. 7.

Ebû Bekr Alâüddîn **Tuhfetu’l-fukahâ**, Beyrût ., Dâru’l-kütûbi’l-ilmiyye, 1994, c. 3.

Ahmed Semerkandî,:

Ebû Bekr Şemsü’l-eimme **el-Mebsût**, Beyrût, Dâru’l-Mârifet, 1993.

Muhammed b. Ebî Sehl Ahmed es-Serahsî,:

Ebû Muhammed Gıyâsüddîn **Mecmaü’d-damânât fî mezhebi’l-İmami’l-Azam Ebi Hanife en-Nu’mân**, thk. Muhammed Ahmed Serac, Ali Cum’ a Muhammed, Kahire, Darü’s-Selam, 1999, c. 2

Ekmelüddîn Muhammed b. **el-İnâye Şerhü’l-Hidâye**, Lübnan, Dâru’l-kütûbi’l-ilmiyye, 1970, c. 6.

Erdoğan, Aylin,:

“Türkiye’de Kobilerin Finansmanında Risk Sermayesinin Rolü ve Önemi”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara

- Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2001.
- Ertürk, Hakan,: “Girişim Sermayesi Sektöründeki Yatırım Tercihleri ve Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Girişimlere Yapılan Müdahalelerin Analizi: Türkiye’deki Girişim Sermayesi Uygulamaları”, **Basılmamış Doktora Tezi**, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2017.
- Fetâvâyi Hindiyye, çev. Mustafa Efe, Ankara, Akçağ Yayınları, 1987.
- Hammâd, Nezih,: **İktisâdî Fıkıh Terimleri**, çev. Recep Ulusoy, İstanbul, İz Yayıncılık, 1996.
- İbn Âbidîn,: **Reddû’l-muhtâr a’la Dürri’l-muhtâr**, çev. Ahmed Davudoğlu, İstanbul, Şamil Yayınevi, 1982.
- İbn Âbidîn,: **Reddû’l-muhtâr ‘ale’ d-Dürri’l-muhtâr**, Beyrut, Dâru’l Fikr, 1992.
- İlgün, Yasin,: “Borsa İstanbul’da İşlem Gören Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde, 2019.

- İnce, Salih Tayfun,: **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Paysahipleri Sözleşmesi**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2019.
- İşeri, Müge,: **Risk Sermayesi ve Türkiye’deki Geleceği**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2001.
- Kanat, Ersin,: “Dünyada ve Türkiye’de Angel Capital (Melek Sermaye) Uygulaması”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, İnönü Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya, 2011.
- Kayfeci, Musa,: “Girişimcilikte Melek Finansman Yöntemi ve Yatırımcısına Sağladığı Teşvikler”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2014.
- Kellekci, Mustafa,: “Risk Sermayesi, Yeni Trendler ve Uygulamalar”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2002.
- Kılıçgedik, Okan,: “Girişimcilik, Girişimcilerin Sermaye Kaynağı Olarak Türkiye’de Melek Yatırımcılık ve Melek Yatırım Alan Girişimcilerin Özellikleri Üzerine Bir Araştırma”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Beykent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2018.
- Kumaş Salih,: “Faizsiz Bir Finans Yöntemi Olarak Venture Capital Sistemi ve İslam Bankacılığı ile Mukayesesi”, **Uludağ Üniversitesi İlâhiyat Fakültesi Dergisi**, c. 16,(1), 2007 s. 279-298.

- Kurtcan, Engin,: “Alternatif Bir Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2004.
- Mubârek b. Süleyman âl-i **İktitêb ve'l Mütêcera bi'l Eshum**, Dâru Süleyman,: Künûzu'l-İşbilyâ, Riyad, 1427h.
- Muhammed b. Ali Alaeddin el-Haskefi,: **ed-Dürrü'l-Muhtâr şerhu Tenvîri'l-ebsâr ve Câmiî'l-bihâr**, thk. Abdülmünim İbrahim, Beyrut, 2002.
- Muvaffakaddin İbn Kudame,: **el-Muğnî**, thk. Abdulmuhsin et-Türkî, Abdulfettah Muhammed el-Halvû, Riyad, Dâru'l-âlemi'l-kütüb, 1997, c. 7.
- Övek, Pınar,: “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Muhasebe Sistemi”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2003.
- Özçelik, Gülizar,: “Melek Yatırımcıların Değer Katan Rollerini: Türk Melek Yatırımcılar Üzerine Bir Araştırma”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Kastamonu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kastamonu, 2018.
- Özdemir, Özlem,: “Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler” **SPK Yeterlik Etüdü**, Ankara, 1999.

- Özsaraç, Yakup,: “Para Vakıfları ve Risk Sermayesi Örnek Olay (Vakıf Risk Sermayesi A.Ş.)”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Gazi Üniversitesi, Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Ankara, 2008.
- Parasız, İlker,: **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2000.
- Radıyyüddîn Ebû Bekr b. Alî b. Muhammed Haddâî,: **el-Cevheretü’n-neyyire**, yy., 1366h, c. 6.
- S’ad b. Türki El-Haslân,: **Fıkhü'l-Muamelati'l-Mâliyyeti'l-Muâsıra**, Riyad, Darü's-Sumayî, 2012.
- Salih b. Muhammed b. Süleyman es-Sultan,: **el-Eshüm hükmühâ ve âsarühâ**, S. Arabistan, Dâru İbnu’l-Cevzi, 2006.
- Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1997.
- Seyidoğlu, Halil,: **Ekonomik Terimler: Ansiklopedik Sözlük**, Ankara, Güzem Yayınları, 1992.
- Süter, Murat Şakir,: “Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvillerin Muhasebe Standartları Açısından İncelenmesi ve Muhasebeleştirilmesi”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2008.
- Şekerci, Osman,: **İslâm Şirketler Hukuku Emek-Sermaye Şirketi**, İstanbul, Marifet Yayınları, 1981.

- Tuncel, Kürşat,: **Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi**, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 37, 1996.
- Tunç, Kadir Can,: “Melek Yatırım Modelinin Türkiye’de Ortaya Çıkışı ve Gelişimi”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Bahçeşehir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2018.
- Turay, Fatih,: **Finansal Açidan İslam Borçlar Hukuku**, İstanbul, Ensar Neşriyat, 2019.
- Ülgen, Hüseyin, v.d.: **Kıymetli Evrak Hukuku**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2014.
- Varlık, Ahmet Burak,: “Risk Sermayesi”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2002.
- Vehbe ez-Zühaylî,: **el-Mu‘âmelâtü’lmâliyye el-Mu‘âsıra**, Dimaşk, Dâru’l Fikr, 2002.
- Yatmaz, Fulya Evren,: “Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Bölgesel Model Önerisi”, **Uzmanlık Tezi**, T.C. Kalkınma Bakanlığı, Yayın No: 2833, 2012
- Hocaoğlu Yıldız, Emine Seda,: “Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Analiz”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Sakarya Üniversitesi, İşletme Enstitüsü, Sakarya, 2019.

Yılmaz, Hakan,: “Girişim Sermayesi Finansman Modeli: İstanbul İlinde Bir Uygulama”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum, 2014.

Yılmaz, Pınar,: **Ticaret Hukuku 1**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2003.

Zaimoğlu, Tülay,: **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:19, Ankara, Pelin Ofset, 1995.

İnternet Siteleri

<https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/667434> (çevrimiçi 09.05.2021)

<https://sgm.gr/i7hhF> (çevrimiçi 07.04.2021)

<https://sozluk.gov.tr/> (çevrimiçi 06.09.2020)

<https://www.iifa-aifi.org/1845.html> (çevrimiçi 03.02.2021)

<https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuat?MevzuatNo=18452&MevzuatTur=9&MevzuatTertip=5> (çevrimiçi 07.05.2020)

<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/10/20131009-15.htm> (çevrimiçi 07.06.2020)