

CİLT 1

GÜZ 1414/1993

SAYI 1

İSLÂMÎ SOSYAL BİLİMLER DERGİSİ

inkılāb

Amerikalı Müslümanlar İçin İpotek Yoluyla Finansman *

*Muhammed-Şahid İbrahim ve Zafer A. Hasan ***

İslâm Ekonomisi, iktisadî davranışlara İslâm şemsiyesi altında yeni bir yön vermeye çalışan ve hızla gelişen bir disiplindir. Bu alan, günümüzün şekil verilebilecek iktisadî kavramlarıyla, sabit olan ahlâkî ilkeleri, belirli bir toplumun iktisadî ikliminde birleştirmektedir. İslâm Ekonomisi ile, dünyada hakim olan iktisadî sistemler arasındaki en önemli fark, İslâm'ın faiz (*riba*) yasağı¹ ile, yine İslâmî bir kurum olan Zekat'tır. Faiz yasağı;

Ey îman edenler! Allah'tan korkun. Eğer gerçekten inanıyorsanız faiz olarak artan miktarı almayın. Şayet (faiz hakkında söylenenleri) yapmazsanız, Allah ve Resûlü tarafından ilân edilmiş bir harp ile karşı karşıya olduğunuzu iyi bilin. Eğer tevbe edip faizcilikten vazgeçerseniz, sermayeniz sizindir. Böylece haksızlık etmezsiniz ve haksızlık da edilmezsiniz. (Bakara sûresi [2]: 278-9).

âyetlerine dayanmaktadır.

* Muhammed-Shahid Ebrahim and Zafar A. Hasan, "Mortgage Financing for Muslim Americans," *AJISS*, Vol. 10, No. 1 (Spring 1993), ss. 72-87.

** Muhammed-Shahid Ebrahim, Rosary College, (River Forest, Illinois) Ekonomi ve İşletme Bölümü'nde; Zafar A. Hasan da, Northwestern University (Evanston, Illinois) Ekonomi Bölümü'nde bulunmaktadır. Yazarlar, *AJISS*'e teşekkür eder, ve bu çalışmayı Selefî Sâlihîn'e ithaf ederler.

(1) El Ashker (1987) faizi, borçludan sermaye sahibine, borcunu ödemesini talep edebileceği para ve benzeri şeylerdeki artış olarak tanımlamıştır. Modern iktisadî tabirle bu, pozitif getirisi olan risksiz bir yatırım vasıtasıdır. İbrahim (1992a) de, bu tek yönlü yolun daha da uzayabileceğini ifade ederek, borsadan alınan uzun vadeli bir tahvili kısa vadede satarak kâr elde edilmesine de, risksiz getiri sağladığı için *riba* demiştir.

Bu çalışmada, Müslümanların karşılaştıkları, gayri menkullerin ipotek yoluyla finansmanı meseleleri ele alınmıştır. A.B.D., gayri menkule yatırım yapmayı teşvik eden, kendine has bir vergi sistemi geliştirmiştir. Kongre, emlak sahiplerinin işletme masrafları gibi her türlü ipotek faizlerinin gelir vergisinden düşülmesine izin vermektedir. Bu da, dolaylı bir devlet teşvikidir².

İpotek yoluyla finansmanın İslâmî değerlerle çelişmeyen günümüzdeki bir şekli, hisse katılım ipoteğidir³. Bu tür ipotek üzerinde Amerikan gayri menkul piyasasında alternatif bir finansman şekli olarak etüdler yapılmaktadır. İlâve olarak, hisse katılım ipoteği, bu çalışmada aşağıda modellenildiği gibi, hem Müslüman, hem de gayrimüslim toplumlara uygulanabilir.

Katılım ipoteği, alacaklı ve borçlunun, kâr (ya da zarar)ın önceden belirlenen oranlarda bölüşülmesine anlaşılarak, müştereken yatırım yaptığı bir hisse şeklindedir. Alacaklı gelire iştirak etmektedir. Burada mekanizma gayet basit bir şekilde işlemektedir: Alacaklı borçluya, işletmede elde edilecek kâr ya da zarara, artı firmanın elde edeceği vergi indirimine önceden belirlenen nisbetlerde ortak olarak, ödünç para verir. Böyle bir ipotek finansmanı gayri menkul yatırımlarında nevi şahsına münhasırdır.

Bu incelemede, ipotek katılımın faydalarına işaret eden Keeley (1987) ve Levy (1989) gibi bilim adamlarının çalışmalarına atıfta bulunmaktadır. Bunlar, ipotek katılımının şu faydaları üzerinde durmuştur: a) Borç alan, mülkün ünvanına ve mülkiyetine sahiptir. Böylece, gayri menkulün kontrolü de ödünç alana aittir; b) Borç alan ve veren kâr ya da zararı paylaştıkları için, borç alan, işletmeye yapılacak yatırımı tek başına üstlenmek durumunda kalmadığı gibi, bu durum iflâs hâlinde de yumuşatıcı bir etki gösterir; c) İktisadî hayatın kötü gittiği devrelerde, kârın düşük olması da yine iki tarafı yüklenektir; d) Hisseli katılım hâlinde borç-değer oranı daha yüksek olduğundan, finansmanın etkinliği de yüksek olacaktır; f) Bu tür finansmanda, riskin bir kısmı alacaklıya kaymaktadır.

Böyle bir ticaretin, borç veren bakımından da birçok faydaları vardır: a) Borç veren, işletmenin elde ettiği nakit akışından ve gayri menkulün satışından sağlanan sermaye gelirinden yararlanır; b) Katılım ipoteği vergiden muaf olan kurumların bu tür borç vererek gayri menkule yatırım yapmalarını teşvik eder ve

(2) Hisse Katılım ipoteği, sabit getirisi, kâra göre değişken olan gayri menkul finansmanına bir katılım şeklidir. Ev sahipleri, gelir vergisinden sadece faiz masraflarını düşebilirler.

(3) Diğer satış finansmanı şekilleri de faizden kaçınır. Bunlar: "Yap-Sat" ve "Satış Hakkıyla Birlikte Kiralama" yöntemleridir. Bu konular Ebrahim (1991) tarafından açıklanmıştır. Ancak bu yöntemler henüz kurumlaşmamış olup, alıcı ve satıcı arasındaki münferit müzakerelere bağlıdır.

böylece bu kuruluşların yatırım portföylerine genişlik kazandırır; c) Gayri menkule yatırım yapılması, borç verenin getirisini enflasyona karşı korur (başka bir ifadeyle, mülkün nakdî değerindeki artışlar, enflasyonu dengeler); d) Borç veren, işletmenin vergi indiriminden belli bir oranda faydalanır.

Bu çalışmanın ana gayesi, vergiden muaf varlıkların (diğer bir deyişle emekli sigortası fonlarının) gayri menkul piyasasında oluşan gelirden ve bunların değerindeki artış imkânlarından yararlanacak şekilde optimal bir ipotek sözleşmesi sunmaktır. Gayri menkul yatırımlarının -diğer sahalardan farklı olarak- vergi bakımından avantajları bulunması ve faiz ödemelerinin vergiden düşülmesi sebepleriyle, yatırımcıların bu sahada yoğunlaşması, gayri menkul fiyatlarının artmasına da yol açabilir. Ennis ve Burik (1991b):

Vergiler, ilâve bir risksizlik faktörü oluşturur. Eğer, emeklilik fonlarının yatırım yöneltmesi kararlarında vergi meselesi hesaba katılırsa, gayri menkul yatırımlarının, (fonun büyüklüğü ve plân türü ne olursa olsun) emeklilik fonlarıyla yapılmasını mâzur göstermek daha da güçleşir.

Sonuçta yazarlar, fonların farklı yatırım sahalarına dağıtılarak riski yayacağı için, emeklilik sigortası fon portföyünün % 20'sinin gayri menkule yatırılmasını savunan, aralarında Fogler (1984), Brueggemann (1984), Zerbst ve Cambon (1984), Webb ve Rubbens (1987), Irwin ve Landa (1987), ve Firsteberg (1988) bulunan birçok bilim adamıyla aynı görüşü paylaşmaktadır⁴. Ennis ve Burik (1991a, b), 1974 tarihli İşçi Emeklilik Geliri Sigortası Kanunu (ERISA)nun sigorta fonu yatırımlarının farklı mallara yapılmasını öngörmesi nedeniyle, emeklilik fonlarından gayri menkule yapılan yatırımların, bu fonların sadece % 3.5'ini teşkil ettiğini ifade etmiştir. Ebrahim (1991b), bütün vergiden muaf varlıkların, Amerika'daki gayri menkulün yalnız % 4.6'sının yatırım amacıyla satın alındığına işaret etmiştir. Bu şekilde hisse iştirak ipoteği, vergiden muaf yatırımcıların, gayri menkule giriş engellerini aşarak yatırım yapmalarını sağlamaktadır⁵.

Nakit akışını ve denetim haklarını kuşatan optimal bir tahvil tasarımı, Harris ve Raviv (1991) tarafından teferruatıyla tartışılmıştır. Ancak yazarların geliştirdiği teori, vergi bakımından değerlendirmeleri içermemektedir. Beşir (1990), Şeria-

(4) Bu bilim adamları, çalışmalarında gayri menkulün değerindeki artışa bağlı olarak sonradan elde edilen getirileri kullandıkları için, varılan sonuçlar tartışmaya açıktır. Oysa değerlendirme süreci, getirinin varyansını mütedilleştirir. Bu çalışmaların çoğu, vergileri de dikkate almamıştır. Ennis ve Burik (1991a, b)in bu itirazları dikkate değerdir.

(5) Tatbikatçılarından Bruss (1991) ve akademisyenlerden Cordes ve Galper (1985) gibi yazarlar, gayri menkulü "vergi sığınağı" olarak nitelemişlerdir. Yeni Vergi Kanununa göre dahi, gayri menkule yatırım yapmanın vergi bakımından avantajları olduğundan, bu alandaki vergi mükellefi yatırımcılar, vergiden muaf olanlardan daha fazla olabilir.

ta göre, asimetrik bilgilenme altında optimal bir sözleşme olarak “kâra iştirak sistemi (*mudarabe*)” üzerine mükemmel bir çalışma yapmıştır. Ne var ki, bu çalışmada da gayri menkul yatırımcıların karşılaştıkları, vergi mevzuatından kaynaklanan karmaşıklıklara yer verilmemiştir.

Bu makalede, hisse katılım ipoteği modelinin geliştirilmesinde, akademik çevrelerde ve politik uygulayıcılar tarafından yaygın olarak kabul gören “iki dönemli genel denge” teorisi kullanılmıştır. Kapalı-çözüm elde edilebilmesi için, modelde riskin nötr olduğu kabul edilmiştir. De Angelo ve Masulis (1980)e benzer bir çerçeve esas alınmıştır. İlâve olarak bu çalışma, amortismanları, bir sermaye kazancı olarak geriye döndürerek modele dahil etmiştir. Model, mevcut vergi mevzuatına göre oluşturulmuştur⁶.

Amortismanına Tâbi Gayri Menkule Hisse İştirak İpoteki Vasıtasıyla Yatırım Modeli (TRA 86)

Aşağıdaki iki dönemli genel denge modelini ele alalım. Zaman $t=0$ iken, ekonomide N kadar faal âmil bulunmaktadır. Bu âmillerin, $t=0$ döneminde genç; $t=1$ döneminde yaşlı ya da emekli; $t=2$ ve sonrası devrelerde ise ölmüş oldukları farzedilmektedir. Yatırımcıların/âmillerin yarısı τ marjinal vergi diliminde, diğer yarısı ise sıfır vergi diliminde bulunmaktadır. Modeldeki tek heterojenlik bundan ibarettir.

W_0 , bütün yatırımcıların sıfır dönemindeki ($t=0$) iratlarını ifade etmektedir. W_0 iradı harcanabilir, borç verilebilir, ya da vergiden muaf şekilde gayri menkul alımında kullanılabilir.

Ekonomide sadece iki tür mal vardır. Bunlardan biri, “değeri aşınabilir gayri menkul”dür. Gayri menkule yatırım yapılması karşılığında, cari geliri akışı $\{d_1\}$ ve tasfiye hâlinde hisse geliri $\{P_1\}$ sağlanır. d_1 ve P_1 pozitif, tesadüfî 1. derecede Markov süreçlerine tâbidir. İkinci mal, ileride Piyasa Takas Şartları bahsinde açıklanan, net arzı sifıra eşit olan ve risk unsuru taşıyan ipotektir.

(6) 1986 tarihli Vergi Reformu Kanunu (TRA 86), 1981 tarihli İktisadî İyileştirme Vergi Kanunu (ERTA 81)ndaki teşvikleri terse çevirmiştir. Buna göre, Vergi amortismanının ERTA 81'e oranla daha geniş tutulmuş ve sermaye kazançları vergi oranları 1978 öncesi dönemin üzerine çıkarılmıştır. Kanun, fertler ve işletmeler için pasif faaliyetlerden doğan zararları, pasif gelir miktarıyla sınırlamıştır. Yeni Kanun ayrıca, yatırımcıların vergiden düşülebilir zarar sınırını yatırımcının emlakteki hissesinden "risk" payına indirmiştir. Bu sınırlamalarla beraber, gayri menkule yapılan yatırımların çoğu birtakım vergi indirimlerinden yararlanmaya hâlen devam etmektedir.

Bütün yatırımcıların harcamalarını, irada, (net kira artı gelecekteki vergi sonrası fiyatıyla) gayri menkule, ya da faiz gelirine yaptıkları varsayılmaktadır. Yatırımcılar dönem 1'de emekliye ayrılmakta ve daha önce biriktirdiklerini harcamaktadır. Hükümet, malın fiyatı olan P_0 'la mütenasip, D_0 oranında bir vergi indirimine bir kereye mahsus olmak üzere müsaade eder.

Ekonomide, yatırımcılardan daha uzun ömürlü olan $N/2$ kadar gayri menkul varlığı mevcuttur. Yatırımcılar, gayri menkul alımında yaptıkları harcamalarda w_0 varlığı ile kredinin (borcun bir tür yatırımcıdan diğerine verildiği varsayılmaktadır) bir bileşimini yapma hakkına sahiptirler. Alacaklı tarafından krediye uygulanan i oranındaki faiz, kredinin getirisini teşkil eder.

Buradaki analizler, iki tür yatırımcının elde ettikleri getirilerin modelde değerlendirilmesiyle yapılacaktır. Böylece, çözümün "içsel" mi yoksa "köşe çözüm" mü olduğu ortaya çıkacaktır.

Sıfır Vergili Nötr Riskli Yatırımcının Objektif Fonksiyon Modeli. Burada ilk adım, sıfır vergili yatırımcının beklenen faydasını optimize etmektir.

$$E_0 \{c'_0 + \gamma c'_1\}$$

$$Q'_0, c_0, c_1, s'$$

yi,

$$(a) c'_0 + Q'_0 + s'P_0 = w_0$$

$$(b) c'_1 = Q'_0(1-i) + s'(d_1 + P_1),$$

denklemlerine göre maxsimize edelim.

Burada:

$E_0 \{ \} = 0$ zamandaki beklenti,

$c'_0 = 0$ zamandaki vergiden muaf yatırımcının tüketimi,

$c'_0 =$ zaman 1'deyken vergiden muaf yatırımcının tüketimi,

$\gamma =$ indirim oranı,

$s' =$ vergiden muaf yatırımcıların gayri menkul yatırımları içindeki payı,

$Q'_0 =$ borç verilen/alınan fon miktarı⁷,

$P_0 =$ zaman 0'dayken gayri menkulün fiyatı,

(7) Pozitif Q'_0 miktarın borç verildiğini, negatif işaret ise borç alındığını göstermektedir.

w_0 = zaman 0'dayken mevcut iratlar,

i = faiz oranı

d_1 = zaman 1'deyken emlâktan elde edilen net kira geliri,

P_1 = zaman 1'deyken emlâğın değeri.

Langranjyan L' şöyle ifade edilebilir:

$$L' = E_0 \{ [c'_0 + \gamma c'_1] \} + \lambda'_0 [w_0 - s P_0 - Q'_0 - c'_0] + \lambda_0 \gamma [Q'_0(1+i) + s'(d_1 + P_1) - c'_1]$$

Birinci Dereceden Gerekli Şartlar (B.D.G.Ş.) da şunlardır:

$$\frac{\delta L'}{\delta c'_0} = E_0 [1 - \lambda'_0] = 0 \Rightarrow \lambda'_0 = 1 \quad (1')$$

$$\frac{\delta L'}{\delta c'_1} = E_0 \{ \gamma(1) + \lambda_1 \gamma(-1) \} = 0 \Rightarrow \lambda'_1 = 1 \quad (2')$$

$$\frac{\delta L'}{\delta Q'_0} = E_0 \{ \lambda'_0(-1) + \lambda'_1 \gamma(1+i) \} \geq 0$$

(1') ve (2') kullanılarak

$$\frac{\delta L'}{\delta Q'_0} = E_0 \{ -1 + \gamma(1+i) \} \quad (3')$$

denklemini elde edilebilir.

≥ 0 , $\forall Q'_0 > 0$; eşitlik hâlinde içsel, eşitsizlik hâlindeyse köşe çözüm gerçekleşir.

≤ 0 , $\forall Q'_0 < 0$; eşitlik hâlinde içsel, eşitsizlik hâlindeyse köşe çözüm gerçekleşir.

Yatırımcılar, net kâr sınırdan sınıra eşitleninceye kadar gayri menkul hisselerinin bir kısmını satın almaya devam edeceklerdir. Aynı şekilde yatırımcılar, net kâr sınırdan sınırdan altına düşerse gayri menkulden kaçacaktır. Bu durum, Lagranj'ın kısmî türevi (aşağıda verilen, sahip olunan kısmî hisselerle göre) ile gösterilebilir:

$$\begin{aligned}\frac{\delta L'}{\delta s'} &= E_0\{\lambda'_0[-P_0] + \lambda'_1 \gamma [d_1 + P_1]\} \\ &= E_0\{[-P_0] + \gamma [d_1 + P_1]\}\end{aligned}\quad (4')$$

= 0 (içsel bir çözüm için $s' \neq 0$)

< 0 (içsel bir çözüm için $s'' = 0$).

τ Vergi Diliminde Nötr Riskli Yatırımcının Objektif Fonksiyon Modeli. τ vergi dilimindeki bir yatırımcıyı ele alalım. Bu yatırımcının amacı:

$$E_0 \{c_0 + \mu c_1\}$$

$$Q_0, c_0, c_1, s$$

fonksiyonunu

$$(a) c_0 + sP_0 + Q_0 = w_0$$

(b) $c_1 = s[d_1(1 - \tau) + P_1(1 - g\tau) + \tau(D_0(1 - g) + gP_0)] + Q_0[1 + i(1 - \tau)]$ 'ye göre maksimize etmektir.

Burada:

$$E_0 \{ \} = 0 \text{ zamandaki beklenti,}$$

$$c_0 = 0 \text{ zamandaki vergiye tâbi yatırımcının tüketimi,}$$

$$c_1 = \text{zaman 1'deyken vergiye tâbi yatırımcının tüketimi,}$$

$$\mu = \text{indirim oranı,}$$

$$s = \text{vergiye tâbi yatırımcının gayri menkul yatırımları içindeki payı,}$$

$$Q_0 = \text{borç verilen/alınan fon miktarı}^8,$$

$$P_0 = \text{zaman 0'dayken gayri menkulün fiyatı,}$$

$$w_0 = \text{zaman 0'dayken mevcut iratlar,}$$

$$i = Q_0\text{'a uygulanan faiz oranı,}$$

$$d_1 = \text{zaman 1'deyken emlakten elde edilen net kira geliri,}$$

$$P_1 = \text{zaman 1'deyken emlâğın değeri,}$$

$$\tau = \text{faiz/hisse/kira gelirine uygulanan marjinal vergi oranı,}$$

$g\tau = \text{emlâğın amortismanının vergi matrahından düşülmesinden sağlanan efektif sermaye kazancı,}$

(8) Pozitif Q_0 , miktarın borç verildiğini, negatif işaret ise borç alındığını göstermektedir.

τD_0 = kanunen izin verilen vergi amortismanı,

k = amortisman sabiti (izin verilen amortisman oranı).

Diğer bir ifadeyle, $k = D_0/P_0$

Emlâk satışı ve alış-verişlerden elde edilen vergi sonrası nakit akışı dipnotta açıklanmaktadır⁹.

Langranjyan L ' şöyle ifade edilebilir:

$$L = E_0\{[c_0 + \gamma c_1] + \lambda_0[w_0 - sP_0 - Q_0 - c_0] + \lambda_1\gamma[s[d_1(1-\tau) + p_1(1-g\tau) + \tau(D_0(1-g) + gP_0)] + Q_0(1 + i(1-\tau)) - c_1]\}$$

B.D.G.Ş. şunlardır:

$$\frac{\delta L}{\delta c_0} = E_0[1 - \lambda_0] = 0 \Rightarrow \lambda_0 = 1, \quad (1)$$

$$\frac{\delta L}{\delta c_1} = E_0[\gamma - \lambda_1\gamma] = 0 \Rightarrow \lambda_1 = 1. \quad (2)$$

$$\frac{\delta L}{\delta Q_0} = E_0\{-\lambda_0 + \lambda_1\gamma_0[1 + i(1-\tau)]\} \geq 0$$

(1) ve (2) deki λ_0 ve λ_1 'in değerleri yerlerine konduğunda,

$$\frac{\delta L}{\delta Q_0} = E_0\{-1 + \gamma_0(1 + i(1-\tau))\} \geq 0 \quad (3)$$

denklemleri elde edilebilir.

(9) Mülkün zaman $t=1$ 'e eşit olduğundaki maliyeti:

$$\begin{aligned} \text{Bu yüzden, sermaye kazancı vergisi matrahı da: } & P_1 - (P_0 - D_0) = P_1 - (P_0 - kP_0) \\ \text{Emlâğın satışından elde edilen vergi sonrası nakit akışı = } & P_1 - g\tau [P_1 - (P_0 - kP_0)] \\ \text{Alış-verişlerden elde edilen vergi sonrası nakit akışı = } & d_1(1-\tau) + \tau kP_0 \end{aligned}$$

Sonuç olarak: Alış-verişlerden ve emlâk satışından sağlanan vergi-sonrası toplam nakit akışı

$$\begin{aligned} &= [d_1(1-\tau) + \tau kP_0] + [P_1 - g\tau [P_1 - (P_0 - kP_0)]] \\ &= [d_1(1-\tau) + P_1(1-g\tau) + \tau(D_0(1-g) + gP_0)] \end{aligned}$$

$\geq 0, \forall Q_0 > 0$; eşitlik hâlinde içsel, eşitsizlik hâlindeyse köşe çözüm gerçekleşir.

$\leq 0, \forall Q_0 < 0$; eşitlik hâlinde içsel, eşitsizlik hâlindeyse köşe çözüm gerçekleşir.

Yatırımcılar, net kâr sınırdan sifıra eşitleninceye kadar gayri menkul hisselerinin bir kısmını satın almaya devam edeceklerdir. Aynı şekilde yatırımcılar, net kâr sınırdan sifırın altına düşerse gayri menkulden kaçacaktır. Bu durum, Lagranj'ın kısmî türevi ile (aşağıda verilen, sahip olunan kısmî hisseler göre) gösterilebilir:

$$k = D/P_0$$

$$\frac{\delta L}{\delta s} = E_0 \{ \lambda_0 (-P_0) + \lambda_1 \gamma [d_1(1-\tau) + P_1(1-g\tau) + \tau P_0(k(1-g) + g)] \},$$

$$= E_0 \{ -P_0 + \gamma [d_1(1-\tau) + p_1(1-g\tau) + \tau P_0(k(1-g) + g)] \}, (1) \text{ ve } (2) \text{ deki}$$

λ_0 ve λ_1 'in değerleri yerlerine konduğunda,

$$= 0 \text{ (içsel bir çözüm için } s \neq 0),$$

$$< 0 \text{ (içsel bir çözüm için } s = 0).$$

Piyasa Takas Şartları. Denge için şu şartlar gereklidir:

(a) Para piyasasının dengede olması için,

$$(Q_0)_{\text{borçalınan}} = - (Q_0)_{\text{borçverilen}}, \text{ diğer bir ifadeyle,}$$

$$Q'_0 = - Q_0 \Rightarrow Q'_0 + Q_0 = 0$$

gerekir.

(b) Mal piyasasının dengede olması için,

$$s = \text{vergiye tâbi yatırımcının sahip olduğu hisse payı} = 1 - s'$$

$$= 1 - \text{vergiden muaf yatırımcının sahip olduğu hisse payı, diğer bir ifadeyle,}$$

$$s' + s = 1. \text{ Ayrıca, hem } s \geq 0, \text{ hem de } s' \geq 0 \text{ olmalıdır.} \quad (6)$$

(c) Zaman $t = 0$ iken şu şartlar gereklidir:

$$c'_0 + Q'_0 + sP_0 = w_0$$

$$c_0 + Q_0 + sP_0 = w_0$$

$$\text{Sonuç olarak; } c'_0 + c_0 + P_0 = 2w_0 \quad (7)$$

(d) Zaman $t = 1$ iken şu şartlar gereklidir: $c'_1 = Q'_0(1+i) + s'(d_1 + P_1)$

$$c_t = Q_0 [1 + i(1 - \tau)] + s[d_t(1 - \tau) + P_t(1 - g\tau) + \tau(P_0 k(1 - g) + gP_0)]$$

Sonuç olarak;

$$c'_t + c_t = d_t + P_t + \tau\{s[-d_t - gP_t + P_0(k(1 - g) + g)] + Q'_0 i\} \quad (8)$$

Modelin Çözümleri.

Altdurum 1. Birinci Köşe Çözüm $s = 1$. Diğer bir ifadeyle, gayri menkule vergiye tâbi yatırımcılar sahiptirler. Fiyat P_0 , (4) numaralı denklemden şöyle elde edilebilir:

$$P_0 = \gamma E_0 [d_1 [1 - \tau] + P_1 [1 - g\tau] + \tau [D_0 [1 - g] + gP_0]]$$

$D_0 = kP_0$ olduğundan, aynı eşitlik

$$P_0 = \gamma E_0 \{d_1 [1 - \tau] + P_1 [1 - g\tau] + \tau [P_0 (k(1 - g) + g)]\} \text{ since } D_0 = kP_0$$

şeklinde yazılabilir.

$$\text{Sonuç olarak; } P_0 [1 - \gamma\tau(k(1 - g) + g)] = \gamma E_0 [d_1 (1 - \tau) + P_1 (1 - g\tau)]$$

$$P_0 = (P_0)_{\text{vergiye tâbi}} = \frac{\gamma E_0 [d_1 [1 - \tau] + P_1 [1 - g\tau]]}{1 - \gamma\tau [k(1 - g) + g]}$$

Köşe Çözüm için Temel Şart:

$$P_0 = (P_0)_{\text{vergiye tâbi}} \Rightarrow (P_0)_{\text{vergiden muaf}} = \gamma E_0 [d_1 + P_1]$$

Diğer bir ifadeyle,

$$P_0 = \gamma E_0 \{d_1 [1 - \tau] + P_1 [1 - g\tau] + \tau [P_0 (k(1 - g) + g)]\} > \gamma E_0 [d_1 + P_1]$$

$$\Rightarrow P_0 [k(1 - g) + g] > E_0 [d_1 + P_1 g]$$

$$\Rightarrow P_0 (k(1 - g)) > E_0 (d_1) + g E_0 (P_1 - P_0)$$

Diğer bir ifadeyle, vergi indiriminden yararlanma (amortismandan net vergi indirimi), işletme kira gelirinden doğan net vergi yükümlülüğü, artı sermaye kazancının vergi yükümlülüğünden daha büyüktür.

Faiz Oranı:

Faiz oranı i $[i_{\min}, i_{\max}]$, yani $i \in [i_m, i_M]$ aralığı içindedir.

Faiz oranı bu aralığa düşmektedir. Çünkü, borç veren (vergiden muaf yatırımcı) faiz oranı i_m 'den yüksek iken borç vermeyi tercih edecektir. Öte yandan, borç alan (vergiye tâbi yatırımcı) i_M 'den düşük faiz oranlarında borç arayacaktır.

I_{Max} şöyle hesaplanacaktır:

$$(3) \text{ numaralı denklem bize } 1 = \gamma E_0 [1 + i_M(1-\tau)]$$

$$\Rightarrow P_0 = P_0 \gamma E_0 [1 + i_M(1-\tau)] \quad \text{eşitliğini verir.}$$

$$(4) \text{ numaralı denklem de } P_0 = \gamma E_0 [d_1(1-\tau) + P_1(1-g\tau) + \tau P_0 (k(1-s)+g)]$$

$$\therefore P_0 = P_0 \gamma E_0 [1 + i_M(1-\tau)] = \gamma E_0 [d_1(1-\tau) + P_1(1-g\tau) + \tau P_0 (k(1-s)+g)]$$

$$\therefore P_0 E_0 [1 + i_M(1-\tau)] = E_0 [d_1(1-\tau) + P_1(1-g\tau) + \tau P_0 (k(1-s)+g)]$$

$$\therefore E_0 [1 + i_M(1-\tau)] = \frac{E_0 [d_1(1-\tau) + P_1(1-g\tau) + \tau P_0 (k(1-s)+g)]}{P_0}$$

$$\therefore 1 + i_M(1-\tau) = \frac{d_1(1-\tau) + P_1(1-g\tau) + \tau P_0 (k(1-s)+g)}{P_0}$$

$$\therefore i_M(1-\tau) = \frac{d_1(1-\tau) + P_1(1-g\tau) + \tau P_0 (k(1-s)+g) - P_0}{P_0}$$

$$\therefore i_{Max} = \frac{d_1(1-\tau) + P_1(1-g\tau) + \tau P_0 (k(1-s)+g) - P_0}{P_0(1-\tau)}$$

eşitliğini verir.

I_{min} de şöyle hesaplanacaktır:

$$(3') \text{ numaralı denklem bize } 1 = \gamma E_0 (1 + i_m) \quad \text{eşitliğini verir.}$$

$$\Rightarrow P_0 = P_0 \gamma E_0 (1 + i_m)$$

$$= \gamma E_0 [d_1(1-\tau) + P_1(1-g\tau) + \tau P_0 (k(1-s)+g)]$$

$$\therefore P_0 \gamma E_0 (1 + i_m) = \gamma E_0 [d_1(1-\tau) + P_1(1-g\tau) + \tau P_0 (k(1-s)+g)]$$

$$\therefore E_0 (1 + i_m) = \frac{E_0 [d_1(1-\tau) + P_1(1-g\tau) + \tau P_0 (k(1-s)+g)]}{P_0}$$

$$\therefore i_{min} = \frac{[d_1(1-\tau) + P_1(1-g\tau) + \tau P_0 (k(1-s)+g)] - P_0}{P_0}$$

$(Q'_0)_{Max}$ optimal borç-değer oranını verir.

Şu şartlar yerine geldiğinde;

(i) başlangıç sermayesinde bir sınırlama yoktur, ve

(ii) vergiye tâbi yatırımcı, en kötü durumda dahi borcunu faiziyle birlikte geriye ödeme kudretine sahiptir.

$$(Q'_0) + \text{Min. } w_0; \frac{\text{Min.}[d_1[1-\tau]+P_1[1-g\tau]]+\tau[P_0[1-g]+gP_0]}{[1+i(1-\tau)]}$$

Tüketim düzeyleri de şöyledir:

$$c'_0 = w_0 - (Q'_0)_{Max};$$

$$c_0 = w_0 + (Q'_0)_{Max} - P_0$$

$$c'_1 = (Q'_0)_{Max}(1+i);$$

$$c_1 = [d_1(1-\tau) + P_1(1-g\tau) + \tau(D_0(1-g) + gP_0)] - (Q'_0)_{Max}(1+i(1-\tau))$$

Alt durum 2. İçsel Çözüm: Her iki yatırımcı da gayri menkule sahiptir. İçsel çözüm bulunmamaktadır. Çünkü, Denklem (3'), yani, $\gamma E_0(1+i) = 1$ ve Denklem (3), yani, $\gamma E_0(1+i(1-\tau)) = 1$ aynı anda gerçekleşemez.

Altdurum 3. İkinci Köşe Çözüm: $s' = 1$ (Yani, gayri menkule vergiden muaf yatırımcı sahiptir).

Denklem (4') bize,

$$P_0 = \gamma E_0(d_1 + P_1) \text{ eşitliğini verir.}$$

Faiz oranı i yine $[i_{Min}, i_{Max}]$, aralığı içindedir.

Faiz oranı bu aralığa düşmektedir. Çünkü, borç veren (vergiden muaf yatırımcı) faiz oranı i_m 'den yüksek iken borç vermeyi tercih edecektir. Öte yandan, borç alan (vergiye tâbi yatırımcı) i_M 'den düşük faiz oranlarında borç arayacaktır.

i_{Max} şöyle hesaplanacaktır:

$$(3) \text{ numaralı denklem bize } 1 = \gamma E_0(1+i_M) \text{ eşitliğini verir.}$$

$$\rightarrow P_0 = P_0 \gamma E_0(1+i_M)$$

Şimdi, $P_0 = \gamma E_0(d_1 + P_1)$ olduğuna göre,

$$P_0 = P_0 \gamma E_0 (1 + i_M)$$

$$\text{Buradan, } P_0 = \gamma E_0 (d_1 + P_1) = P_0 \gamma E_0 (1 + i_M)$$

$$\rightarrow 1 + i_M = \frac{[d_1 + P_1]}{P_0}$$

$$i_{\text{Max}} = \frac{[d_1 + P_1 - P_0]}{P_0}$$

i_{Min} şöyle hesaplanacaktır:

$$(3) \text{ numaralı denklem bize } 1 = \gamma E_0 [1 + i_{\text{min}}(1 - \tau)] \rightarrow P_0 = P_0 \gamma E_0 [1 + i_{\text{min}}(1 - \tau)]$$

eşitliğini verir.

Şimdi, $P_0 = \gamma E_0 (d_1 + P_1)$ olduğuna göre,

$$P_0 = P_0 \gamma E_0 [1 + i_{\text{min}}(1 - \tau)]$$

$$\therefore P_0 = \gamma E_0 (d_1 + P_1) = P_0 \gamma E_0 [1 + i_{\text{min}}(1 - \tau)]$$

$$\therefore [1 + i_m(1 - \tau)] = \frac{[d_1 + P_1]}{P_0}$$

$$\rightarrow i_m(1 - \tau) = \frac{[d_1 + P_1 - P_0]}{P_0}$$

$$i_m = \frac{[d_1 + P_1 - P_0]}{P_0(1 - \tau)}$$

Burada, borç verenler, faiz oranı i_m 'den yüksek iken borç vermeyi tercih edecektir. Öte yandan, borç alanlardan i_M 'den düşük faiz oranlarında borç arayacaktır.

Ancak, $i_{\text{Min}} > i_{\text{Max}}$ olduğundan, => bu dengenin gerçekleşme imkânı yoktur.

Netice olarak, ikinci bir köşe çözüm mümkün değildir.

Böylece, bu çalışmada sunulan katılım ipoteği, vergiden muaf yatırımcıların gayri menkul piyasasına girmesi için alternatif olarak hisse benzeri bir mekanizma getirmektedir. Altdurum 1'de görülen çözüme göre, borç veren, Net İşletme Geliri (NOI)'nin mülkün sermaye amortismanının bir oranı olan, ana para artı faiz alır.

Sonuç

Hisse katılımlı ipotek, hem borç verenin hem de alanın riski üstlenmesi, önceden belirlenen bir getiri oranının bulunmayışı ve Kardavi (1984)'nin ifade ettiği gibi birtakım sebeplerden dolayı Şeriata uygundur. A.B.D.'deki Müslümanlar, "kendilerinin oturdukları evler" için Müslüman Tasarruf ve Yatırımlar Şirketi (MSI) yoluyla katılım kredisi alabilirler. Bu şirket, evin fiyatının yaklaşık % 80'ini kredilendirmektedir. Borçlu, faiz ödemesi yerine MSI'ye, emlâkin değer artışıyla da mütenasip bir kira ödemektedir. Kredi kullanan kişi MSI'ya borcunu, mülkün değer artışına göre 15 yıl, ya da daha az bir zamanda olmak üzere önceden belirlenen bir sürede öder. Maalesef, MSI'ya ödenen kiralara vergiden düşülmemektedir. Bunun sebebi MSI'nın, IRS (Internal Revenue Service - Maliye Bakanlığının vergi ile ilgili bölümü)in hisse katılımını müşterek teşebbüsler olarak telâkki etmesinden ve hiçbir vergi indirimini kabul etmemesinden kaynaklanmaktadır. Fakat, yargının bu tür ipoteklere vergiden indirim imkânı tanıdığı davalar da olmuştur¹⁰.

MSI'nın pek fazla maddî imkânı (yaklaşık 4-5 milyon \$) yoktur. MSI'nın varlıklarının artmayışının muhtelif sebepleri vardır: a) MSI ipotekleri, birçok finans kuruluşunun yaptığı gibi ikincil piyasalarda satmamaktadır; b) Müslümanların çoğu sabit faizli yatırımlara alternatifler hakkında bilgi sahibi değildir; ve c) Gayri menkul değerlerindeki azalma, MSI'nın gayri menkul portföyünde zarara yol

(10) Levin (1990)'in ifadesine göre: "A.B.D.'ye karşı Hardman (1987) davasında, Dokuzuncu Gezici Mahkeme, boş bir arazi bir aile şirketine iktisab maliyetine satıldığında ve şirket, mülkten elde edeceği net kârın 1/3'ünü ödemeyi taahhüt ettiğinde, hissedarı kredi veren bir alacaklı gibi görmüştür. Ana para ile belirli bir vadeli faiz ödeme mecburiyetinin bulunmayışı üzerinde duran bölge mahkemesi, vergi mükellefinin kredi veren birisi olmadığı, buna mukabil ortak teşebbüs faizi şeklinde hisse aldığı sonucuna varmıştır. Ancak Üst Mahkeme, Dozuzuncu Gezici Mahkemenin bu kararını bozmuştur. Üst Mahkeme, gerçek bir satış sonucunda bir borcun olup olmasını tayin eden 11 adet faktörü dikkate almıştır. Bunlardan eksik olan tek unsur, sabit bir ödeme vadesidir. Bu da, geriye ödemenin âdil bir şekilde belli bir olaya, mülkün satılmasına bağlanması sebebiyle yumuşamaktadır. Bütün diğer faktörler, borç statüsünü desteklemektedir. Vergi hukukçularının katılım ipoteğini yapılandırırken bu davayı göz önüne almaları tavsiye olunur."

açmıştır.

Gayri Menkul Yatırım Tröstü (REITS), Gayri Menkul Sınırlı Ortaklığı (RELPS) ve emekli sigorta fonları gibi A.B.D.'deki diğer kuruluşlar, sabit faiz ile hisse katılımının muhtelif bileşimlerinin yanında, bu çalışmada izah edilen katılım ipoteği türüne de yatırımlarda bulunmaktadır. Sabit faiz (*riba*)li olanlardan, daha önce açıklandığı gibi sakınmak gerekir. *Pension and Investment Age* 'de çıkan (16 Eylül 1991) bilgilere göre, 30 Haziran 1991 tarihi itibarıyla, vergiden muaf varlık sahibi en büyük 50 kuruluşun müdürleri, 101.17 milyar \$'lık gayri menkul hissesine, katılım ve çevrilebilir (konvertibl) ipotekleri içeren 14.86 milyar \$'lık karışık ipoteğe sahiptir¹¹.

Katılım ipoteği, gayri menkul finansmanında son zamanlarda geliştirilen bir yeniliktir. Bununla beraber yukardaki veriler, gayri menkul hisselerine yapılan yatırımları göstermektedir. Toplum hisseye/kâra iştirak şeklindeki yatırım imkânları hakkında bilgi sahibi oldukça, bu makalede tartışılan hisse katılım ipotekleri daha fazla revaç bulacaktır.

(11) Çevrilebilir ipoteklerde de sabit faiz bulunduğu için İslâm Hukukuna aykırıdır.

Ek: İşaretleme Lûgatçesi

SEMBOL	AÇIKLAMA	DEĞİŞKEN TÜRÜ
c_0	Vergiye tâbi yatırımcının $t = 0$ zamanındaki tüketimi	Endojen ¹²
c'_0	Vergiden muaf yatırımcının $t=0$ 'daki tüketimi	Endojen
c_1	Vergiye tâbi yatırımcının $t=0$ zamanındaki tüketimi	Endojen
c'_1	Vergiden muaf yatırımcının $t=0$ 'daki tüketimi	Endojen
d_1	Dönem 1'de işletme giderleri düştükten sonraki net kira	Exojen ¹³
D_0	Amortisman indirimi	Exojen
g	Sermaye kazancı oranı (eski Vergi Kanununa göre % 40)	Exojen
γ	İndirim oranı	Exojen
i	Borç verilen paraya uygulanan, $t = 0$ ile $t = 1$ arasındaki faiz oranı	Endojen
k	Amortisman sabiti, yani, izin verilen amortisman oranı: $k = D_0/P_0$	Exojen
λ 'lar	Yatırımcıların optimizasyon probleminde kullanılan Lagranj çarpanları	Endojen
P_0	Gayri menkulün başlangıçtaki ($\tau = 0$) fiyatı	Endojen
P_1	Gayri menkulün dönem 1'deki fiyatı	Exojen
Q_0	Vergiye tâbi yatırımcı tarafından $\tau = 0$ 'dayken verilen/alınan borç miktarı	Endojen
Q'_0	Vergiden muaf yatırımcı tarafından $\tau = 0$ 'dayken verilen/alınan borç miktarı	Endojen
s	Vergiye tâbi yatırımcının gayri menkule kısmî sahipliği	Endojen
s'	Vergiden muaf yatırımcının gayri menkule kısmî sahipliği	Endojen
τ	Azamî marjinal vergi oranı	Exojen
w_0	$\tau = 0$ 'dayken iratlar	Endojen

(12) Model içinde belirlenen değişken türü.

(13) Modele dışarıdan verilen değişken türü.

KAYNAKLAR

- El-Ashker, A.F. *The Islamic Business Enterprise*. Wolfeboro, NH: Croom Helm, 1987.
- Bashir, A.H.M., "Profit-Sharing Contracts with Moral Hazard and Adverse Selection," *American Journal of Islamic Social Sciences*, Vol. 7, No. 3 (December 1990), ss. 357-83.
- Brueggeman, W.B., A.H. Chen, and T.G. Thibodeau. "Real Estate Investment Funds: Performance and Portfolio Considerations," *AREUEA Journal*, Vol. 12, No. 3 (1984), ss. 333-54.
- Bruss R., "Tax Shelter Only for Small Investor," *Chicago Tribune*. (March 11, 1990), Section 16, 2E.
- Cordes, J.J. and H. Galper. "Tax Shelter Activity: Lessons form Twenty Years of Evidence," *National Tax Journal*, Vol. 3, No. 3 (1985), ss. 305-24.
- DeAngelo, H. ve R.W.Masulis. "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics*, No. 8 (1980), ss. 3-30.
- Ebrahim, M.S. "Practical, Non-Bank Ways to Buy Your Home," *Muslim Journal*, No. 5, (4 January 1991).
- _____. "Commodity Exchange and Stock Exchange in an Islamic Economy." *American Journal of Islamic Social Sciences*, Vol. 9, No. 2 (Summer 1992a), ss. 284-7.
- _____. "Tax Clienteles of Depreciable Real Estate Investments." Yayınlanmamış notlar, Rosary College, River Forest, Illinois, 1992b.
- Ennis, R.M. and P. Burik. "Pension Fund Real Estate Investment under a Simple Equilibrium Pricing Model," *Financial Analyst Journal*, No. 5 (1991a), ss. 20-30.
- _____. "The Influence of Non-Risk Factors on Real Estate Holdings of Pension Funds." *Financial Anlyst Journal*, No. 11 (1991b), ss. 44-55.
- Fisher, J.D. ve G.H. Lentz. "Tax Reform and the Value of Real Estate Income Property," *AREUEA Journal*, Vol. 14, No 2 (1986), ss. 287-315.
- Firstenberg, P.M., S.M. Ross, and R.C. Zisler. "Real Estate: The Whole Story," *Journal of Portfolio Management*, (Spring 1988), ss. 22-34.
- Fogler, H.R. "20% in Real Estate: Can Theory Justify It?" *Journal of Portfolio Management*, (Winter 1984), ss. 6-13.
- Follain J.R., P.H. Hendershot, and D.C. Ling. "Understanding the Real Estate Provisions of Tax Reform: Motivation & Impact." *National Tax Journal*, Vol. 40, No. 3 (1987), ss. 363-72.
- Harris, M. and A. Raviv. "Financial Contracting Theory," Working Paper, Department oJ Finance, Kellogg Graduate Scholl of Management, Northwestern Univ., 1991.
- Irwin, S.H. and D. Landa. "Real Estate, Futures and Gold as Portfolio Assets." *Journal*

of Portfolio Management, (Fall 1987), ss. 29-38.

Levin, M.A. "A Contingent Interest in Profits as Debt," *Journal of Real Estate Taxation* Vol. 17, No. 2 (1990).

Pensions & Investment. "Realty Contributions Dive." (16 Kasım 1991), s. 1, 17.

Al-Qaradawi, Y. *The Lawful and the Prohibited in Islam*. 20. bsk. Indianapolis: American Trust Publications, 1984.

Webb, J.R., and J.H. Rubens. "How Much in Real Estate? A Surprising Answer," *Journal of Portfolio Management* (Spring 1987), ss. 10-4.

Zerbst R.H. ve B.R. Cambon. "Real Estate: Historical Returns and Risks," *Journal of Portfolio Management*, (Spring 1984), ss. 5-20.

Çeviren: Yusuf Balcı