

## Özet

Katılım bankacılığının fon kullandırma yöntemlerinden olan sukuk, İslami piyasaların en çok kullanılan enstrümanlarından biridir. Kullanıldığı her ülkede yapısı ve işleyişi uygulama farklılıkları gösterebildiğinden bu çalışmada sukuk, öncelikle katılım bankacılığının işleyişi içerisinde ele alınmış, ardından dünya ve Türkiye uygulamaları irdelenmiştir. Çalışmada sukukun, ülkemizdeki potansiyelini vurgulayabilmek hedeflenmiş ve bu amaçla Türkiye uygulamasında özendirici yönler ve sorunlu noktalara değinilmiştir. Çalışmada, ulusal ve uluslararası alanda yayınlanmış kitap, makale ve tezler incelenmiş olup, güvenilir internet kaynaklarından da faydalanılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Katılım Bankacılığı, Faizsiz Bankacılık, İslami Finans, Sukuk, Kira Sertifikası.

## The Analysis of Structure and Functioning of Sukuk

### Abstract

Sukuk, a funding method of participation banking, is one of the most popular financial instruments of the Islamic markets. Because of its unique structure and functionality, the practice methodology of Sukuk may vary across the globe. Taking into account these differences, the outset of this study addresses Sukuk within the functionality of participation banking, following with the analysis of how it is practiced both in Turkey and around the world. The study finally draws attention to both the promotional aspects and the problematic points in its application in the Turkish markets in order to emphasize the potential of sukuk in Turkey. In the study, books and articles published in national and international areas have been examined and reliable internet sources have also been utilized.

**Keywords:** Participation Bank, Islamic Banking, Islamic Finance, Sukuk, Lease Certificate.

Katılım bankaları, mevduat bankalarından, risk temelli olmak yerine borç temelli olmak konusunda ayrılan, müşterilerine nakit kredi vermeyip ihtiyaç duyulan diğer bankacılık faaliyetlerini de İslami kurallara uygun olarak yürüten kurumlardır.

Faiz çekincesi olan tasarruf sahiplerinin, ekonomiye kazandırılmayan dolayısıyla atıl kalan fonlarının, ekonomiye kazandırılması için kurulan katılım bankalarının payı ve faaliyetleri, bankacılık sektörü içinde her geçen gün artmaktadır. Yastık altı kalan tasarruflar, katılım bankacılığı ürünleri sayesinde ekonomiye kazandırılmakta ve kalkınmaya destek sağlamaktadır.



<sup>1</sup> Bu çalışma Gazi Üniversitesi Finansman Yüksek Lisans Programında yapılan tez çalışmasından üretilmiştir.

Dünyada yaklaşık 60 yıldır; Türkiye’de de 30 yıldır faaliyet gösteren, İslami bankacılık veya faizsiz bankacılık olarak da bilinen katılım bankacılığında hem kurumsal hem bireysel müşterilerin finansman ihtiyacı, vadeli hesaplarda toplanan fonlar aracılığıyla faizsizlik prensibine uygun olarak (mal alım satımı yoluyla) sağlanır. Bunun yanı sıra bankacılık hizmetleri kapsamında sunulan diğer işlemler de, uygulamanın doğası gereği spekülasyon, belirsizlik, yüksek risk içermeden ve aynı zamanda tasarruf sahiplerine kar zarar adil dağıtılacak şekilde yürütülmektedir.

Hem katılım bankaları hem konvansiyonel bankalar aynı amaca hizmet etmekte: tasarruf sahipleri ve fon ihtiyacı olanlar aynı platformda buluşmaktadır. Devlete karşı sorumlulukları da aynı olan bu iki bankacılık sistemini birbirinden ayıran; fon toplama ve fon kullandırma yöntemleridir.

Katılım bankacılığında, “özel cari hesaplar” ve “katılma hesapları” yoluyla toplanan fonlar mudaraba, muşaraka, murabaha, selem, istisna, icara, karz-ı hasen, teverruk ve sukuk yöntemleriyle kullandırılır.

Katılım Bankacılığı fon kullandırma yöntemlerinden sukuk, bankaların uzun vadeli kaynak sağlaması ve müşterilerine kaynak yaratması için en çok tercih edilen yöntemlerden olup, uzun vadeli kaynaklar, yatırım projelerinin fonlanmasına katkı sağlamaktadır. Bununla birlikte sukuk uygulaması, özellikle Ortadoğu ve Asya’dan fon temin etmek için oldukça önemli bir enstrüman olmakta, borsaların derinliğini artırmaktadır. Reel varlıklara dayanmasıyla üretimi ve kayıtlı ekonomiyi teşvik eden sukukun, yalnızca Müslüman topraklarda değil, batılı ülkelerde de kullanımının arttığı görülmektedir. Önümüzdeki yıllarda hem ulusal hem uluslararası alanda kullanımının daha da artması ve büyüme ivmesinin yükselmesi beklenmektedir.

Sukuk piyasalarında global rekabetin uzun vadede artacağı beklentisiyle, bir an önce piyasayı tanıyarak adımlar atmak, ülke ekonomisinin kalkınmasına katkı sağlamak açısından önem arz etmektedir. Türkiye, global anlamda sukuk pastasından henüz küçük bir pay almakta ancak yapısı ve jeopolitik konumu gereği oldukça büyük bir potansiyel taşımaktadır. Var olan potansiyelini kullanabilmesi, sektörün en önemli oyuncularından olabilmesi için hem dünya hem Türkiye piyasasının tanınması, avantajlı ve dezavantajlı yönlerinin görülmesi ve problemleri noktaların çözümleri için adımlar atılması gerekmektedir. Bu amaçla çalışma, sukuk uygulamalarını tanıtmayı, olumlu ve olumsuz yönlerini belirlemeyi hedeflemekte olup toplamda 4 bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde sukukun yapısı ve işleyişi genel olarak dünyada kabul gören formlarıyla incelenmiş; ikinci bölümde sukukun Türkiye uygulaması olan kira sertifikalarına değinilmiştir. Üçüncü bölümde sukuk uygulamalarının teşvik edici yönlerine ilişkin değerlendirme ihraççı, yatırımcı ve piyasa açılarından yapılmış; son bölümde de piyasanın geliştirilmeye açık yönlerine yer verilmiştir.

## 1. Sukukun Yapısı, Türleri ve İşleyişleri

Sukuk, en basit deyişle, mülk sahipliğini veya bundan yararlanma haklarını temsil eden belgelerdir. Sukuk tarafından sadece nakit akışı değil aynı zamanda sahiplik hakkı da sağlanır(Visser, 2009, s.63).

Sukuk, AAOIFI(Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions/İslâmi Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu) tarafından “Belirli proje, varlık veya özel yatırım faaliyetlerinin finanse edilmesinde kullanılan, bu varlıklar üzerinde bölünmemiş hisseleri ve eşit değerleri temsil eden sertifika” olarak tanımlanır.

Sukuk, varlığa dayalı, periyodik olarak gelir getiren, pazarlanabilir, İslami kurallara uygun bir kıymetli evraktır. Sukukun, temsil ettiği varlığın, kamu kurumu, finansal kurum, şirket vb. bilançosunda yer alması birincil koşul olarak kabul edilir.

Tahvil ve sukuk piyasalardan kaynak bulup, projelere veya kamuya likidite enjekte etmek açısından ortak işlemlere sahiptir. Her ikisi de yatırımcılar için çoğunlukla istikrarlı bir getiri sağlamaktadır. Likit, finansal piyasalarda işlem gören yani pazarlanabilir, derecelendirilebilir, düzenli gelir akışı sağlayabilir olması gibi özellikleri nedeniyle benzer olan sukuk ve tahvillerin çalışma metodolojileri, hukuk kuralları ve finansal stratejileri açısından farklılıkları bulunmaktadır. Konvansiyonel tahvilden farklı olarak sukukun getirisinde, faiz değil bağlı olduğu varlığın getirisi esas alınır.

Özetlemek gerekirse; sukukun yapısına bakıldığında, döngü içerisinde üç tarafın olduğu görülür. Bunlar; “kaynak kuruluş” adı verilen, fon ihtiyacı olan şirket; tasarruflarını yatırıma dönüştürmek isteyen fon sahipleri/yatırımcılar ve iki tarafı bir araya getiren (özel amaçlı kuruluş) varlık kiralama şirkettir(Alswaidan, 2017, ss. 11-13).

Sukuk tarzı menkul kıymetleştirme, tahvillerden farklı olsa da, konvansiyonel seküritizasyon sürecinden türetilmiştir. Sukuk uygulamasında özel amaçlı şirketler (Special Purpose Vehicle/SPV) aracılığıyla yatırımcılar, varlıklar üzerinde payları oranında mülkiyet edinirler. Bu nedenle SPV ya da ülkemizdeki adıyla VKŞ(Varlık Kiralama Şirketi), sukuk ihracında önemli bir rol oynamaktadır

Sukuk tüm dünyada yasal altyapısı hazırlandıktan sonra hem kamu hem özel sektör aracılığıyla ihraç edilebilir. Yatırımcılar, ihraç edilen bu menkul kıymetleri, ihraca aracılık eden kurumlar vasıtasıyla satın alıp vade tarihinde getiri elde etmek için ya da ikinci el piyasası olan bir sukuk türüne sahiplerse vade tarihinden önce de nakde çevirmek için kullanabilirler.

Ülkemizde kira sertifikaları adıyla işlem gören ve daha çok murabaha ve icara işlemlerinin karşılığı olan sukukun dünyada farklı tür ve uygulamaları mevcuttur.

Tüm sukuk yapıları, yatırımcılara getiri sağlamak amacıyla, sukuka dayanak oluşturan bir varlığın performansına ya da söz konusu

varlıkla ilgili bir sözleşmeye dayanır. Bu çatı altında, tedavül kabiliyeti olup olmamasına göre ikincil piyasada işlem görebilen (icara, muşaraka ve mudaraba sukuk) veya göremeyen sukuk (murabaha, istisna, selem) şeklinde de incelenebilecek sukuk türleri bu çalışmada endekslenme şekline ve finansman şekline göre incelenmek üzere kategorize edilmiştir(Haholu, 2012, ss. 128-139).

4

**Endekslenme  
Şekline Göre**

**Projeye Endekli Sukuk**

Yapılması hedeflenen bir projenin finansmanını sağlamak amacıyla özel amaçlı şirketler tarafından ihraç edilen sertifikalardır. Yatırımcılar sertifikaları satın aldığı takdirde sözleşmede belirlenen şekilde projenin kârına katılma hakkı elde ederken; şirketler de projenin finansmanı ve hayata geçirilmesi sağlamış olur.

**Varlığa Endekli Sukuk**

Finansman ihtiyacı olan bir şirketin, belirli bir süreyle gelir getirecek olan varlığının bu getirisi, sukuk finansmanı aracılığıyla yatırımcılar ile paylaşılır. Bu şekilde firma kazancını kısa vadede elde ederek finansman sağlamış, yatırımcılar da düzenli olarak getiri sağlamış olur.

**Bilançoya Endekli Sukuk**

Genellikle banka veya ticari işletmelerin bilançolarındaki öz varlıklara dayalı olarak ihraç edilen sertifikalardır.

**Finansmanına  
Göre**

**Ortaklık Sözleşmesine Dayalı Sukuk**

-Mudaraba  
-Muşaraka  
-Hibrit

**Satış Sözleşmesine Dayalı Sukuk**

-Murabaha  
-Selem  
-İstisna

**Vekalet Sözleşmesine Dayalı Sukuk**

-Vakala

**Kira Sözleşmesine Dayalı Sukuk**

-İcara

2001-2015 yılları arasında dünya genelinde kamu kaynaklı ihraçların %77'si icara; %11'i vakala; %7'si hibrit ve % 5'i selem sukuk olarak gerçekleşmiş olup özel sektördeki dağılımda %28'lik pay ile yine icara başı çekmiş, onu % 19 ile vakala, % 16 ile muşaraka; %12 mudaraba sukuk takip etmiştir.

**1.1. Mudaraba sukuk**

Mudaraba, bir tarafın sermaye diğer tarafın emek ve/veya uzmanlık katkısında bulunduğu; kârın garanti edilemediği ancak önceden belirlenmiş bir orana göre paylaşıldığı bir finansman sözleşmesidir. Finansmanı sağlayan sermaye sahibinin girişimin nasıl yönetileceği üzerinde hiç bir yetkisi olmamakta; aynı sermaye getiren girişimci de (ihmalî olması durumu hariç) zarardan sorumlu tutulmamaktadır.

Mudaraba sukuk ise, emek sermaye ortaklığı olarak da bilinen bu işleminin finansmanı için sukuk ihraç edilmesidir.

Mudaraba sukuk ile finansman modelinin yatırımcı açısından esnek olması, büyük yatırım projelerine halkın katılımını teşvik edici bir unsurdur. Fakat girişimci tarafından kârın düşük zararın yüksek gösterilebilmesi gibi sebeplerle dünyada çok tercih edilen bir yöntem değildir. Ülkemizde ise, dünyadaki örneklerinden farklı olarak, getiri oranının belli olmaması; bu anlamda ikinci el piyasa açısından da uygun olmaması gibi sebeplerle mudaraba sukuk yapısı uygulanmamaktadır.

### 1.2. Muşaraka sukuk

Muşaraka kar zarar ortaklığı olarak da bilinir. Mudaraba sukuktan farklı olarak muşaraka sukukta her iki taraf da ortaklığa nakdi sermaye getirmektedir. Nakdi sermaye karşılığı mülkiyet ortak ve tüm taraflar yönetimde söz sahibidir olmaktadır. Mudaraba ve muşaraka sukuku birbirinden ayıran en net özelliklerden bir diğeri ise mudaraba sukukta zararın istisnai durumlar hariç olmak üzere yalnızca sermayedar tarafından karşılanması ancak muşaraka sukukta zararın sermaye payları oranında dağıtılmasıdır(Tok, 2009, s.19).

Mudaraba gibi, dünyada ikinci el piyasada işlem gören muşaraka sukukta, taraflardan biri diğerine haber vererek ortaklığı feshedebilir. İslam alimlerinin görüşlerine göre muşarakaya konu varlıkların % 33 ile % 50 arasında değişebilecek bir kısmı maddi varlıklardan oluşmalı(Latham&Watkins LLP, 2015) ve kâr zarar dağıtım oranı mudaraba sukukta olduğu gibi sözleşme ile önceden belirlenmelidir.

### 1.3. Hibrit sukuk

Özellikleri birbirinden farklı olan icara, murabaha, istisna sukuk türlerinden oluşan bir havuzun yeniden menkul kıymetleştirilmesine hibrit, karma ya da melez sukuk adı verilmektedir. Portföyde bulunan sukuk türüne göre ikincil piyasalarda işlem görüp görmemesi farklılık gösteren hibrit sukukun, % 51 ya da daha fazlasının varlığa dayalı sukuklardan oluşması şartıyla ikincil piyasada işlem görmesi mümkündür.

### 1.4. Murabaha sukuk

Faizsiz swap işlemi olarak da tanımlanabilecek olan murabaha sukuk çeşidinde, üzerinde mutabık kalınan bir mal, banka tarafından satıcıdan peşin olarak alınıp, üzerine önceden belirlenmiş bir kâr marjı eklenerek malı talep eden müşteriye satılır. Bankanın müşterisine yaptığı bu satış, vadeli olabileceği gibi tek seferde de olabilir. Eğer taksitle satış söz konusuysa, varlığın mülkiyeti tüm ödemeler yapıncaya kadar bankada kalır. Murabaha sukuk ise, murabaha işlemine konu malın temin edilebilmesi için SPV aracılığıyla sukuk ihraç edilmesidir. Sukuk geliri ile finanse edilen mal SPV tarafından satın alınıp, üzerine kâr payı ekleyerek müşteriye satılmaktadır.

İşlemin krediden ayrılması ve faizsiz finansman kriterlerine uyması için belirli kurallara uyulması gerekir(Usmani, 1998, ss. 66-70).

Buna göre; murabaha işlemine konu olan mal, satış sırasında var olmalı; ticarete uygun olmayan ürünler murabaha işlemine de konu olmamalı; satış tutarı önceden belli ve herhangi bir şarta bağlanmamış olmalıdır.

Murabaha sukuk, ihraç edenin emtiayı satın aldığı kişiye karşı borcunu temsil ettiğinden vadeli olarak satışı faize benzer ve bu sebeple murabaha sukukun ikinci el piyasada işlem görmesi yasaktır.

### 1.5. Selem sukuk

Selem, teslimi ileriye dönük satın alma işlemi olan "forward"ın faizsiz şeklidir. Finansman ihtiyacı olan (bankanın müşterisi) satıcının, belirli bir malı/malları peşin ödenecek bir fiyat karşılığında, bankaya gelecekte tedarik etmeyi taahhüt ettiği satış işlemidir. Banka, kendisine belirlenen vadede yapılan mal tesliminin ardından, konu ürüne, piyasa fiyatını aşamayacak bir kâr marjı ekleyerek satıp, aradaki farktan kazanç elde etmektedir.

İkinci el piyasada işlem görmeyen selem sukuk ise en basit haliyle, ileride teslim edilecek bir malın/ürünün temini için kaynak yaratılmasıdır. Klasik bankacılıktan farklı olarak bu işlemde elbette faiz yoktur ve belirsizliğin ortadan kaldırılması için teslimatın niteliği, niceliği, yeri, tarihi ve zamanı her iki tarafça önceden belirlenmiş ve kabul edilmiş olmalıdır(Latham&Watkins LLP, 2015).

### 1.6. İstisna sukuk

İstisna işlemi, bir malın peşin bedeli karşılığında üretilip/imal edilip satılması işlemidir. İstisna işlemine konu, imal veya inşası tamamlanıp alıcıyla teslim edilecek ürün/malın finanse edilmesi için çıkartılan sertifikalar ise istisna sukuku oluşturur. Bu tanım ile istisna sukuk, ilk bakışta selem sukuk ile aynı gibi görünmekte olup; istisna sukuku, selem sukuktan ayıran bazı özellikler vardır(Latham&Watkins LLP, 2015):

-İstisna sözleşmesinin konusu, genellikle üretilen bir eser ya da imalat ve inşaat ile dönüştürülebilen maddelerdir; Selemde ise standart ve seri olarak üretilen ürünler söz konusudur.

-Ürünün spesifik özellikleri ve fiyatı önceden belirlenmelidir fakat ödeme selem sukuktan farklı olarak peşin olarak alınmak zorunda değildir.

-Sözleşmede teslim tarihi ay/gün/saat olarak belirtilmez fakat ürünün alıcısı azami bir süre belirleyebilir.

Maddi bir varlığı ya da mülkiyeti temsil etmediği; henüz mevcut olmayan varlıkların temini için borç ilişkisi yarattığından istisna sukukun da ikincil piyasada işlem görmesi yasaktır. İstisna sukuk, daha çok anahtar teslim proje finansmanı için uygun gibi görünen ve icara ile birlikte yürütülen bir sukuk türüdür.

### 1.7. Vakala sukuk

Vakala/vekil tam olarak sözlük karşılığı olan bir tarafın kendi adına hareket etmek için başka bir tarafı yetkili tayin ettiği bir düzenleme

anlamına gelir. Sukuk yatırımcısı adına bir varlık veya varlık havuzunda yer alan varlık/yatırımları yönetmek adına bir vekil atanır. Artık vekil, ücret karşılığında, daha önce üzerinde mutabık kalınan kâr oranını elde edebilmek amacıyla sukuk yatırımcıları adına uzmanlığını kullanarak süreci yönetir. Elde edilen kâr, SPV aracılığıyla sukuk sahiplerine dağıtılır. Dönemsel dağıtım tutarını aşan meblağ, genellikle teşvik edici olması açısından vekile verilir (Latham&Watkins LLP, 2015). Vade tarihi geldiğinde, vekil sukuk portföyünü tasfiye edip ve tasfiye gelirlerini yatırımcılara ve ihraççı tarafından yatırımcılara ödenecek fesih tutarlarını karşılar.

Vakala sukuk dünyada finansal kurumlar tarafından daha çok tercih edilmekte olup sebebi varlıklara sahip olmayıp, getirilerinden yararlanılabilesidir(Jivraj, 2017).

Vakala sukuk ülkemizde bu isim altında işlem görmese de aslında icara, mudaraba gibi sukuk işlemlerinin altyapısını oluşturur.

### **1.8. İcara sukuk**

İcara, bankanın (kiraya veren) belirli bir finansman dönemi için bir varlığı, satın alıp müşterisine kiraladığı bir sözleşmedir. Sözleşme gereği, tüm kira ödemelerini yapan müşteri, vade sonunda malın maliki olmaktadır.

İcara işlemine konu varlığın satın alınabilmesi ve müşteriye kiraya verilebilmesi amacıyla SPV tarafından ihraç edilen menkul kıymete ise icara sukuk denilmektedir.

Klasik bankacılıkta kullanılan leasingin karşılığı olduğu için bilinirliği ve anlaşılabilirliği diğer sukuk türlerine göre tüm dünyada fazla olmuş ve ülkemizde de bu yöntem daha çok tercih edilmiştir.

İcara sukukun işleyebilmesi için kiraya veren, varlığın maliki olmalı ya da intifa hakkına sahip olmalı, bedel ve süre önceden net bir şekilde karşılaştırılmalıdır. Bununla birlikte satın alınıp geri kiralanan varlığın yine İslami kurallara uygun eylemler için kullanılıyor olması gerekir. Kiralanan varlıklar, kiralama süresi içerisinde var olmalıdır(Örneğin, bedeli açıkça belirtilmek şartıyla inşası kira süresi içerisinde tamamlanacak bir varlık da sözleşmeye konu olabilir) (Latham&Watkins LLP, 2015).

### **2. Türkiye’de Sukuk Uygulamaları**

Kira sertifikaları ülkemizde 2010 yılında SPK(Sermaye Piyasası Kurulu)’nın Kira Sertifikaları ve Varlık Kiralama Şirketleri Tebliği Seri No. 43 ile düzenlenmiş olup 2012 yılında 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanununun 7/A Maddesine yapılan düzenleme ile kamu kesimi sukuk ihracının da gerçekleştirebilmesi için HMVKŞ (Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi) kurulmuştur.

Hazine müsteşarlığı tarafından kira sertifikası ihracı doğrudan satış yöntemiyle gerçekleştirilmekte olup bu ihracın iki türü bulunmaktadır. Kira sertifikaları, sabit kira ödemeli ya da TÜFE(Tüketici

Fiyatları Endeksi)'ye endeksli olabilmektedir. Doğrudan satış yöntemi ile ihraç edilen sertifikaların her birinin nominal değeri 100.-TL'dir. İhraç edilen sertifikalar Borsa İstanbul'da işlem görmekte ve Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67.maddesine göre vergilendirilmektedir.

2010-2017 yılları arasında kamu kesimi tarafından 22 Milyar TL'si yurtiçinde olmak üzere toplam 36 Milyar TL değerinde sukuk ihraç edilmiş ve önemli tutarda finansman ihtiyacı bu yolla karşılanmıştır.

2012'de devlet sukuk ihraçlarına onay verilmesinden sonra 07.06.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete'de, III-61.1 sayılı "Kira Sertifikaları Tebliği" yayınlanmış olup, özel sektörde de kira sertifikası ihraç yolu açılmıştır (Borsa İstanbul[BIST], t.y.). Tüm ihraçlar, SPK'da tanımlanmış olması şartıyla Varlık Kiralama Şirketleri aracılığıyla yapılabilmektedir.

Varlık Kiralama Şirketleri, kira sertifikası ihraç etmek, ihraca konu varlığı devralmak kiralamak, kira süresi boyunca kendi nam ve sertifika sahipleri ve yararına yönetmek ve vade sonunda bu varlığı kaynak kuruluşa devretmek zorundadır. Kaynak kuruluş ile arasında yapılan sözleşmenin konusu dışında ticari faaliyette bulunamaz, kredi kullanamaz ve borçlanamazlar (SPK, III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği: madde 12).

Hazine Müsteşarlığı tarafından yayımlanan Kira Sertifikaları Tebliği'ne göre özel sektörde kira sertifikaları: "Halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satılmak üzere ihraç edilebilir. Halka arz edilmeksizin yapılacak satışlar, tahsisli satış ve nitelikli yatırımcıya satış olmak üzere iki şekilde yapılabilir. Halka arz edilecek kira sertifikalarının borsada işlem görmesi ve bu amaçla borsaya başvurulması zorunludur."

Hem halka arz hem de tahsisli satış yöntemi ile kira sertifikası ihraç işlemi için Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in eklerinde yer alan belgeler ile SPK'ya başvurulması gerekmektedir. Halka arz yoluyla yapılan ihraçlarda sirküler ve izahname düzenlenmekte, bu belgeler VKŞ ve aracı kurum tarafından imzalanmakta ve SPK tarafından burada yer bilgilerin gerçeğe uygunluğuna karar verilirse kira sertifikaları kurul kaydına alınmaktadır. Halka arz ile ihraç edilecek kira sertifikalarının SPK tarafından kabul edilen ulusal ya da uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilmesi ve bilgilerin izahname ile sirkülerde yer alması gerekmektedir.

Halka arz ile ihraç edilen kira sertifikalarından farklı olarak tahsisli olarak veya nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilecek kira sertifikalarında sirküler ve izahname düzenlenmemektedir. Benzer şekilde halka arz yoluyla ihraç edilen kira sertifikalarına konu varlıklardan elde edilecek gelirlerin kira sertifikası sahiplerine dağıtılması ile ilgili bilgiler izahname ve sirkülerde yer almak zorunda iken; Tahsisli olarak veya nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilecek kira sertifikalarında aynı bilgiler, kira sertifikası sahiplerine yapılacak duyurularda yer almak zorundadır.



Özel sektör tarafından 2010-2017 yılları arasında toplam 23 Milyar TL tutarında sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir.

Kira Sertifikaları Tebliği'nde kira sertifikaları: Sahipliğe, Yönetim Sözleşmesine Alım Satım, Ortaklığa ve son olarak Eser Sözleşmesine Dayalı Kira sertifikaları şeklinde kategorize edilmiştir. Bunlar içinden en çok kullanılanı sahipliğe dayalı ve alım satım dayalı kira sertifikaları olmaktadır.

### 2.1. Sahipliğe Dayalı Kira Sertifikası

İcara sukukun Türkiye uygulaması sahipliğe dayalı kira sertifikasıdır. "Kaynak kuruluşa veya üçüncü kişilere kiralanmak veya VKŞ adına yönetilmek üzere VKŞ tarafından kaynak kuruluştan devralınacak varlık ve hakların finansmanını sağlamak için ihraç edilen kira sertifikalarıdır" (Kuveyt Türk Portföy Yönetimi A.Ş., t.y.).

İlgili tebliğde de belirtildiği üzere, ortaklığa dayalı kira sertifikası, eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ve sahipliğe dayalı kira sertifikası ihraç tutarları, ihraca konu edilen varlığın gerçeğe uygun değerinin % 90'ını aşamaz. Bununla birlikte ihraca konu varlık, kaynak kuruluş tarafından geri alınacaksa, geri alım hakkı tapu kütüğüne şerh edilmek zorundadır."

Varlık kiralama şirketinin, sukuk ihracını gerçekleştirip, yatırımcılardan fon temin etmesiyle başlayan ihraç süreci, toplanan fonların, kaynak kuruluşa devredilmesiyle devam eder. Bu şekilde kaynak kuruluş, satış karşılığı bedeli almış olur. Varlık ya da kaynak sözleşme ile VKŞ'nin mülkiyetine geçer. Mülkiyet devrinin ardından, varlığın yeni sahibi VKŞ, bu varlık ya da kaynağı, fon ihtiyacı olan kaynak kuruluşa ya da üçüncü bir kişiye, sukukun vadesi süresince kiralar ve kaynak kuruluştan kira bedellerini periyodik olarak tahsil eder. Bu tahsilatlar, başta sukuku satın almış olan yatırımcıların düzenli ödemeleri için kullanılır. Başlangıçta işleme konu olan varlık, vade sonunda sözleşmeye göre kaynak kuruluşa ya da üçüncü bir alıcıya satılır. Son satış tutarı ile yatırımcıların anaparamaları ödenir ve süreç tamamlanır.

Kira sertifikası sahiplerinin menfaatlerini korumak adına mevzuat gereği, ihraca konu varlık/varlıklar üzerinde 3. kişiler lehine hak tesis edilmemiş olmalı ve haciz veya ihtiyati tedbir kararı da bulunmamalıdır.

### 2.2. Yönetim Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikası

Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, tebliğde: "kaynak kuruluşa ait varlık veya hakların vade boyunca kiralanması da dâhil olmak üzere VKŞ lehine yönetilmesi neticesinde elde edilen gelirlerin sözleşme hükümleri çerçevesinde VKŞ'ye aktarılması amacıyla ihraç edilen kira sertifikalarıdır." şeklinde tanımlanmıştır.

Yöntem olarak icara sukuk ile benzerlik gösteren bu kira sertifikası türünde ihraca konu varlık ve hakların mülkiyetinin devri söz konusu değildir. Sahipliğe dayalı kira sertifikasından ayrıldığı nokta da budur.

Sahipliğe dayalı kira sertifikasında olduğu gibi, yine VKŞ'nin sukuk ihracı ile başlayan fon yaratma sürecinde, sukuk yatırımcılarından toplanan fonlar kaynak kuruluşu devredilir. Akabinde fon ihtiyacı olan bu kuruluş, sözleşmeye konu varlık ve hakları varlık kiralama şirketi adına yönetir. Bu yöntemde kaynak kuruluş, yönetim boyunca VKŞ'ye kira veya yönetim ücreti öder. Periyodik olarak kira bedelinde olduğu gibi, kaynak kuruluştan sağlanan bu gelirler, yatırımcıların sukuktan sağladıkları düzenli getirileri olur. Vade sonunda, sözleşme koşullarına bağlı olarak, konu varlık ve haklar üçüncü kişilere ya da kaynak kuruluşu satılır ve satış bedeli ile yatırımcıların anaparaları ödenir.

### 2.3. Alım Satıma Dayalı Kira Sertifikası

İlgili Tebliğ'de "Bir varlık veya hakkın VKŞ tarafından satın alınarak belirli nitelikteki şirketlere vadeli olarak satılması işleminde varlık veya hak alımının finansmanını sağlamak için ihraç edilen kira sertifikaları" olarak tanımlanan alım satıma dayalı kira sertifikası, dünyada murabaha sukuk olarak bilinen uygulamanın Türkiye'deki karşılığıdır.

Varlık kirama şirketi fon ihtiyacı olan kaynak kuruluş ile yaptığı sözleşme sonrası sukuk ihracını gerçekleştirip, ihraçtan elde ettiği gelir ile kaynak kuruluşun ihtiyacı olan varlık/malları piyasadan temin eder. Kaynak kuruluş, sözleşmede üzerinde anlaşılan vade ve alış fiyatının üzerine eklenmiş kâr marjlı fiyat karşılığında bu emtiaları VKŞ'den satın alır. Vadelerde ve vade sonunda kaynak kuruluş tarafından VKŞ'ye ödenen bu bedel, yatırımcılara aktarılarak süreç tamamlanır. Henüz borcu tamamen ödenmemiş bir varlığı temsil eden alım satıma dayalı kira sertifikaları bu sebepten ikinci el piyasada işlem görmemektedir.

### 2.4. Ortaklığa Dayalı Kira Sertifikası

SPK'nın yaptığı tanıma göre ortaklığa dayalı kira sertifikaları, VKŞ'nin ortak girişime ortak olmak amacıyla ihraç ettiği kira sertifikalarıdır. Dünyada uygulanan mudaraba ve müşaraka sukukun Türkiye'deki karşılığıdır.

Getirinin net olmaması, yatırımcı sayısının da ülkemizde az olması gibi sebeplerle bu kira sertifikası türü, yasal alt yapısı oluşturulmasına rağmen pek kullanılmamaktadır.

Ortaklığa dayalı kira sertifikaları emek sermaye ya da kâr zarar ortaklığı şeklinde ihraç edilebilmektedir. Her iki yapıda da kâr önceden garanti edilemez ancak paylaşım oranı sözleşmede belirtilir. Girişimcinin kötü niyeti veya hukuka aykırı eylemleri dolayısıyla oluşabilecek olası zararlar haricinde girişimin zarar etmesi durumunda, emek sermaye ortaklığında zarar yalnızca sermayedarın sorumluluğunda olmakta fakat kâr zarar ortaklığında, ortaklar koydukları sermaye oranında zarardan sorumlu olmaktadır.

Bu yöntemin ihraç sürecinde de varlık kiralama şirketi kira sertifikası ihracı ile piyasada yatırım yapmak isteyenlerden fon toplar. Toplanan fon, oluşturulan ortak girişimin sermayesine eklenir. Ortak

girişimin faaliyetlerinden elde edilen kâr varlık kiralama şirketi ve girişimin diğer tarafları arasında paylaşılır. Kira sertifikası yatırımcıları ile VKŞ'nin, girişimden elde ettiği kârı paylaşır. İhraca konu işin tamamlanması ile ortaklık tasfiye edilir. Tasfiye bedeli, tüm ortaklara sözleşmede belirlenen payları oranında dağıtılır.

### 2.5. Eser Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikası

Dünya'da istisna sukuk olarak bilinen sukuk türünün Türkiye uygulaması karşımıza eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası olarak çıkmaktadır. Tebliğ'de "VKŞ'nin iş sahibi sıfatıyla taraf olduğu bir eser sözleşmesi kapsamında eserin meydana getirilmesini sağlamak amacıyla ihraç edilen kira sertifikalarıdır." şeklinde açıklanmaktadır. Eser bedeli, VKŞ tarafından peşin olarak ödendiye, yatırımcıyı korumak amacıyla yüklenici tarafından VKŞ lehine menkul/gayrimenkul teminat verilir."

Bu yöntemde, kaynak kuruluşun talebi ile VKŞ'nin ihraç yoluyla topladığı fonlar, bir eserin üretimi, tesisi için yükleniciye aktarılır. VKŞ'nin iş sahibi olarak taraf olduğu bu yöntemde, eser, vadeli olarak nihai kullanıcı niteliğindeki fon kullanıcısına/kaynak kuruluşa satılır ve satış bedeli periyodik olarak tahsil edilir. Tahsil edilen bu ödemeler de kira sertifikası yatırımcılarının periyodik getirisini oluşturur. Fon kullanıcısı olan kaynak kuruluş, yükleniciden tamamlanmış eseri vade sonunda teslim alır ve süreç tamamlanır.

### 3. İhraççı, Yatırımcı ve Piyasa Açısından Kira Sertifikalarının Değerlendirilmesi

Hem dünya hem Türkiye uygulamalarına bakıldığında, bir sermaye piyasası ürünü olarak kira sertifikasının tercih edilmesini sağlayan yönler ile birlikte; uygulamanın pek çok coğrafyada yeni olması sebebiyle geliştirilmeye açık yönlerinin de olduğu görülmektedir.

Sukukun kullanımını teşvik eden unsurlar, yatırımcı, kaynak kuruluş ve piyasa açısından farklı şekilde ele alınabilir.

Geleneksel finansman, borç ilişkisine dayanırken; İslami finansmanın gerçek bir varlığa dayanması risk unsurunu azaltmakta ve özellikle yatırımcı açısından şeffaflık ve güven sağlamaktadır. Sukukun pek çok türü, ikincil piyasalarda işlem görebildiğinden hem bireysel hem kurumsal yatırımcılar tarafından likit bir enstrüman olma özelliği taşımaktadır.

Kaynak kuruluş açısından bakıldığında sukuk ile fon sağlamanın pek çok olumlu etkisi olduğu görülür. Fon ihtiyacı olan bir şirket, varlıklarında bulunan gayrimenkulü, atıl durması yerine özel amaçlı şirkete/SPV'ye devredip geri kiralayarak ya da SPV lehine yönetilmesini sağlayarak ek gelir yaratabilir veya finansman ihtiyacını karşılayabilir. Bir firmanın bilançosundaki atıl varlığın, sukuk vasıtasıyla fon yaratmak için kullanılması yoluyla firmanın net işletme sermayesi artar (Coşar, 2017); borçlanma ve likidite oranları iyileşir. Bu şekilde hem finansal rasyolar olumlu etkilenmiş hem de borçlanmanın aksine kur ya da faiz riskinden kaçınılmış olur.

Piyasa açısında ise sukukun sermaye piyasasına katkısı görülmektedir. Tasarruflarını değerlendirmek için konvansiyonel bankacılık araçlarını tercih etmeyen yatırımcıların tasarrufları, kira sertifikaları ihracı ile yastık altında kalmamakta ve sermaye piyasasına kazandırılmaktadır.

Kalkınma bankaları müşterilerine, sukuk aracılığıyla, nakdi para temin etmek yerine mal ve hizmet satın alır. Bu şekilde katılım bankası, müşterisi adını mal ve hizmeti satın aldığı anda kayıt dışı ekonomik ilişkinin önüne geçilmiş olur, devletin vergi geliri artar.

Benzer şekilde kira sertifikalarının, reel sektör faaliyetleri ile ilgili olması, konvansiyonel bankacılık faaliyetlerinde izlenen faiz hareketlerinin aksine, spekülasyon hareketleri meydana gelmesini önlemeye yardımcı olmaktadır.

Sukuk, dayandığı varlık üzerinde ortaklık hakkı sağladığından, yatırıma ya da üretime dayandığından enflasyonist baskı yaratmamaktadır.

#### **4. Sukuka ve Sukuk Piyasasına İlişkin Sorunlar ve Öneriler**

Sukuk ile ilgili olarak belirlenen sorunlar altı maddede özetlemiştir:

##### **4.1. Ortak, düzenleyici bir kurumun eksikliği**

Din adamları, sukuk yapılarının İslami hükümlere ne kadar uyumlu olduğuna dair farklı görüşlere sahip olabildiklerinden, bu konularda mutlak ve yerleşik görüş birliği olmaması, yatırımcı kesim açısından çekince yaratmaktadır (Adıgüzel, 2016, ss. 47-49).

Sukuk ihraç ve alım satımı için birbirinden farklı yapılar, kurallar olması sebebiyle ürünler doğru koordine edilememekte ve standartlaşmamaktadır. Bu durum, sukuk üzerinde belirsizliği ve aynı sebeple de sözleşme maliyetlerini yükseltmektedir. Yatırımcının sukuka güvenini sağlamak ve kullanılabilirliğini artırmak amacıyla düzenleyici bir otorite ve ortak bir söylem gerekmektedir. Ancak genel yaklaşıma bakılırsa, denetleyici, düzenleyici ortak bir kurum oluşturulması konusunda dahi henüz fikir birliği sağlanmış değildir.

##### **4.2. Sukuk dizaynının basitleştirilmesi gerekliliği**

Sukukun konvansiyonel araçlara göre daha karmaşık bir yapısı olduğu gerçektir fakat yapısının basitleştirilerek anlatılması ve iskeletini bozmayacak şekilde değişen koşullara ayak uydurabileceği tasarımlar oluşturulması, piyasanın gelişimi için oldukça önemlidir.

##### **4.3. Fiyatlandırma modeli**

Doğru piyasa fiyatını bulabilmek adına 90 yılı aşkın bir süredir kullanılan modern değerlendirme prosedürleri, sukuk piyasalarındaki menkul kıymetleştirme sürecinde de uyarlanmalıdır. Kira sertifikaları piyasada, tahviller gibi fiyatlanmakta olup, getiri oranı, vadeye kalan gün sayısı, kupon ödemeleri kira sertifikasının piyasa değerini belirlemektedir. Gösterge tahvil getirisine göre fiyatlandırılması yapılan kira

sertifikalarının getirisi, ortaya çıkma nedenine zıt bir şekilde, tahvil faizleri yükseldiğinde azalmakta; azaldığında ise artmaktadır (Arslan ve Kayhan, 2015, ss. 12-14). Piyasanın çok gelişmemiş olması sebebiyle tahvilleri muadil olarak fiyatlanan kira sertifikaları, benzer vade ve riske sahip kira sertifikaları ile birlikte değerlendirilerek fiyatlanmalı; sukukun daha karmaşık bir yapı olması sebebiyle yalnızca menkul kıymetin kendisi değil, kaynak kuruluş ve VKŞ de dikkate alınarak modelleme yapılabilir.

#### 4.4. İslami menkul kıymetlerin ratingleri

Sukukların derecelendirilmesinin, karışık yapılarından dolayı klasik menkul kıymetleri değerlendirmekten daha zor olması, işlem hacminin artırılabilmesi açısından engel teşkil etmektedir. Fiyatlama modelinde olduğu gibi, derecelendirme safhasında da sukukun fitratı ile çatışmayacak yöntemler kullanılmalıdır.

#### 4.5. Sukuk enstrümanlarının likiditesi

Ahmet Ulusoy ve Mehmet Ela'nın Sukukun İkinci El Piyasa Sorunu isimli çalışmasında bu konu şöyle ele alınmıştır: "Yatırımcılar sınırlı ikincil piyasanın bu durumunu tazmin etmek için daha yüksek getiri talep etmektedir. Sonuçta ihraççılar daha fazla getiri sunmak zorunda kalmaktadır. Bu durum ise ihraç maliyetlerini arttırmakta, potansiyel sukuk ihraçlarını engellemekte ve sukuk piyasasını olumsuz etkilemektedir."

Sukukun ikinci el piyasa sorunu olması, aracın likiditesini, derecelendirmesini vb. etkilemekte ve bu pazarın geliştirilmesi için öncelik verilmesi gereken bir husus haline gelmektedir. Bu sebeple de mümkün olan türlerinde, ikincil piyasaların geliştirilmesi ve tanıtılması, sukuk pazarının canlandırılabilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Bunun için de pazarın talebi doğrultusunda öncelikle birincil piyasanın altyapısı düzenlenmeli ve derinliği artırılmalıdır.

#### 4.6. Bilinirlik

Son dönemde Hazine Müsteşarlığı tarafından gerçekleştirilen altına dayalı kira sertifikası ihracının sukuk bilinirliğine katkısı olmakla birlikte sukuk uygulamalarının bilinirliğinin hala az olması en büyük sorunlardan biridir.

Bazı çalışmalara göre katılım bankaları toplumun oldukça küçük bir kesimi ile çalışmaktadır. Müşteriler ve potansiyel müşteriler açısından yapılan bir çalışmaya göre; kişiler katılım bankalarının fiziki imkânlarını yetersiz bulurken, yüksek maliyet ve masraflar gibi sebeplerle katılım bankalarını olumsuz bulduklarını belirtmişlerdir (Ergeç, Kaytancı ve Toprak, 2014, ss. 53-90). Yine aynı çalışma göstermiştir ki müşteriler tarafından, katılım bankalarının personelleri, klasik bankacılık personellerine göre daha az yetkin ve deneyimli bulunmaktadır.

#### 4.7. Sonuç ve öneriler

Çeşitli dini, sosyoekonomik ve politik nedenlerle varlığına ihtiyaç duyulan faizsiz bankacılık sistemi; faizsizlik prensibi, spekülasyon yasağı,

yüksek belirsizlik ve yüksek riskten kaçınma gibi özellikleri bünyesinde barındırmaktadır. Uzun dönemde ivmesinin hızlanması beklenen katılım bankalarının en sık başvurduğu araçlardan olan sukuk ya da kira sertifikası, tahvil benzeri bir finansal araç olup İslam hukukuna uygun hisse senetlerini ifade etmektedir.

Sukuk çeşitleri, her ülkede pazarın yapısı ve talebine göre farklılıklar gösterse de ihrac şekli ufak nüanslar dışında sistemin özü gereği tüm dünyada aynıdır. Benzer şekilde, uygulandığı tüm ülkelerde avantaj ve dezavantajları noktaları ortak bir paydada buluşmaktadır. Bu özellikleri Türkiye özelinde incelediğimizde kira sertifikalarının, yalnızca faiz hassasiyeti olan kişileri değil; kira sertifikasının reel bir varlığa dayanması sebebiyle şeffaf ve teminatlı olmasından kaynaklı her kesimden bireysel ve kurumsal yatırımcıyı kendisine çekebildiği görülmektedir.

Sukuk sahipleri yatırımlarıyla, sabit ya da değişken oranlı periyodik bir gelir imkânı sağlamaktadır. Bununla birlikte kısa vadeli katılım hesapları ile karşılaştırıldığında kira sertifikalarına, katılım hesaplarına uygulanan stopajdan oranından daha düşük bir oran uygulandığından vergi avantajı elde edilmektedir. Örneğin 6 aylık katılım hesaplarına uygulanan stopaj oranı % 15 iken, ülkemizdeki kira sertifikası uygulamasında, yatırımcıların sukuk kazancına nihai vergi olarak %10 oranında gelir vergisi stopajı uygulanmaktadır.

Kira sertifikaları, kurumsal yatırımcılar açısından da vergi avantajı sunmaktadır. Örneğin: anonim, eshamlı komandit ve limited şirketler ile yatırım fonları tarafından elde edilen sukuk gelirleri stopaja tabi olmayıp kurumlar vergisine tabidir(Ernst&Young,t.y.) Sayılanlar dışındaki kurumlar ise Hazine Müsteşarlığı tarafından ihrac edilen kira sertifikaları hariç olmak üzere stopaja tabii olup, ödenen stopaj yılsonunda kurumlar vergisinden mahsup edilebilmektedir. Ayrıca 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5. Maddesi birinci fıkrasına göre de kira sertifikası ihracı amacıyla, geri alınmak üzere kanunda belirtilen finansal kurumlara satışı yapılan gayrimenkullerden doğan kazançlar, kurumlar vergisinden %100 istisnadır. Bu şekilde şirket bilançosunda atıl duran bir varlık kazanca dönüştürülerek hem finansal rasyolara olumlu etki sağlanmakta, hem vergi avantajı elde edilmekte hem de şirket finansmanında kur ve faiz riskinden kaçınılmaktadır.

Kira sertifikalarının bankacılık sektörü ve dolayısıyla ülke ekonomisine de katkıları bulunmaktadır. Şöyle ki: tasarrufların yetersiz olduğu ülkemizde var olan tasarrufların da değerlendirilememesi dış borçlanmayı daha da artırmaktadır. Tasarrufların yatırıma dönüşmesine aracı olan ise bankacılık sektörüdür. Bankalar yatırımlar için kaynak yaratarak üretim ve kalkınmaya katkı sağladığından, ülke ekonomisinin büyümesi için doğrudan etkili olmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, tasarruflarını değerlendirmek için konvansiyonel bankacılık ürünlerini tercih etmeyen potansiyel yatırımcıların yastık altı fonlarının katılım bankaları ve dolayısıyla kira sertifikası ile sermaye piyasalarına kazandırılması, kalkınmayı olumlu etkilemektedir. Ayrıca kira

sertifikalari, reel varliklara dayandigindan, ticareti ve kayitli ekonomiyi tesvik etmekte ekonomik kalkinmaya bu yonuyule de katkı saglamaktadır.

Katılım bankaları, konvansiyonel bankalara göre daha kısıtlı enstrümana sahipken kira sertifikaları ile birlikte ihtiyaç anında nakte çevrilebilir bir araca kavuşmuş, hareket alanı bulmuşlardır. Katılım bankalarının T.C. Merkez Bankası APİ (Açık Piyasa İşlemleri)'ye erişimi kira sertifikaları yoluyla sağlanmıştır. Bu durumda katılım bankasının eğer varsa fon fazlası kira sertifikalarına yatırım yapılarak değerlendirilebilmekte ve eğer varsa likidite sıkışıklığı da APİ ile giderilebilmektedir(Kuveyt Türk Portföy Yönetimi A.Ş., t.y.).

Özendirici yönleri ile birlikte, sukuk pazarına bakıldığında elbette sorunlar da görülmektedir. Ortak, düzenleyici bir kurumun eksikliği, birbirinden farklı islami söylemlerin varlığı, sukuk dizaynının, organizasyon, pazarlama ve fiyatlama modellerinin geliştirilmesi gerekliliği, sukuku derecelendirme yöntemleri, ikinci el piyasa sorunu ve bilinirlik sorunu dünya genelinde geliştirilmeye açık olarak görülen konular arasında yer almaktadır. Türkiye özelinde ise en büyük problemin bilinirlik olduğu görülmektedir. Yapılan çalışmalar göstermiştir ki müşteriler tarafından, katılım bankalarının fiziki imkânları yetersiz, maliyet ve masrafları yüksek bulunmaktadır. Ayrıca konvansiyonel bankacılık personelleri ile karşılaştırıldığında personel, daha az yetkin ve deneyimli bulunmaktadır. Sektörde görece yeni olmasının da verdiği dezavantaj ile katılım bankacılığının yaşadığı bu problemler elbette en önemli enstrümanlarından biri olan kira sertifikalarına da yansımakta, ürün yeterince anlaşılammakta ve tanıtlammaktadır.

Günümüzde 2.2 trilyon dolara yaklaşan varlıklarıyla 1000'den fazla İslami finans kuruluşu, hem Müslüman hem de gayrimüslim ülkeler olmak üzere dünyanın 50 ekonomisinde faaliyet göstermektedir. Öyle ki Avrupa'nın Müslüman ülkelerden alacağı göçün artacağı beklentisiyle önemli bir potansiyel olduğu ve bu beklentiyle pek çok Asya ülkesinin önüne geçeceği tahmin edilmektedir. Dünya geneline bakıldığında Sudan ve İran gibi tamamen İslami bankacılık ürünleri ile finansman sağlayan ülkelerin yanında Türkiye gibi hem katılım bankacılığı hem konvansiyonel bankacılık sistemini kullanan pek çok ülke vardır. Yakın zamanda İngiltere, Fransa, Almanya gibi batılı ülkeler de İslami bankacılıktaki gelişmeyi görmüş ve piyasada henüz yeni de olsa varlıklarını göstermişlerdir.

Ülkemizde, 07.06.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete'de, III-61.1 sayılı "Kira Sertifikaları Tebliği" ile finans piyasasında kendine yer bulan sukuk, dünyadaki uygulamalarını birebir yansıtmasa da mevzuatımızda sahipliğe dayalı, yönetim sözleşmesine dayalı, alım satıma dayalı, ortaklığa dayalı ve eser sözleşmesine dayalı olarak ihraç edilebilmektedir. 2010-2017 yılları arasında 23 Milyar TL'si özel sektöre ait olmak üzere toplam 59 Milyar TL sukuk ihracı gerçekleşmiş olup, işlem hacminin daha da artması beklenmektedir.

EY Küresel Faizsiz Bankacılık 2014-2015 raporunda aktiflerinin büyüme hızı açısından Türkiye'nin uzun dönemde dünya genelinde büyüme motoru olacak ülkeler arasında olduğu ifade edilmiştir. 2015-2020 yılları arasında faizsiz bankacılığın yıllık %11-12 büyüme kaydetmesi ve sukuk, faizsiz fon, tekafül gibi ürünlerle islami finans sistemindeki varlıkların toplamının 2020 yılında 3,2 trilyon dolar olması beklenmektedir. Bu beklentiler ışığında sektörde, uluslararası alanda kendine önemli bir pay edinebilmek, güçlü bir rakip olabilmek açısından Türkiye'nin konumunu ve tecrübesini kullanabilmesinin önemi göz ardı edilmemelidir.

HSBC, Citibank gibi bankaların, küresel pazardan büyük pay aldığı düşünülürse, sukukun yalnızca Müslüman topraklarda değil; dünya genelinde talebinin olduğu aşikârdır. Bu açıdan uzun vadede rekabetin artacağı varsayımıyla, sektördeki sorunlu noktalara eğilmek, piyasadaki potansiyeli görmek, katılım bankacılığı ürünlerini geliştirmek, kalifiye eleman yetiştirmek, ürünlerin tanıtımını sağlamak ve mevzuatı güncel tutmak avantaj sağlayacaktır.

### **Kaynakça**

Adıgüzel, İ. (2016). Türkiye'de Sukuk Piyasası, Tarihsel Gelişim, Mevcut Geleceğe Yönelik Öneriler. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Alswaidan, M.W. (2017). An Investigation of Sukuk Structure Risk. Doktora Tezi, University of Portsmouth, Portsmouth.

Arlsan, H., Kayhan, T. (2015). Kira Gelirine Dayanan İcare Sukuk İçin Fiyatlandırma Modeli. Bizim Menkul Değerler Yayınları, 12-14

Coşar, A. (2017, Kasım). Sat-Kirala-Geri Al İşlemlerinde Vergi Planlaması.

Ergeç, E.H., Kaytancı, B.G., Toprak, M. (2014). "atılım Bankası Müşterilerinin Bankacılık Sistemi Kullanım Tercihleri: Mevduat Bankaları için İslami Bankacılık Penceresi". Tüketici ve Tüketim Araştırmaları Dergisi, 53-90

Ernst & Young (2018). Menkul Kıymet Gelirlerinin Vergilendirilmesi.

Haholu, M. (2012). Sukuk İhraçları ve Ülkemizdeki Sukuk Düzenlemeleri. Çerçeve Dergisi, 58, 128-139.

Jivraj, H. (2017). Faith in Finance:-An Introduction to Sukuk Structures. Debtwire, inc.

Kuveyt Türk Portföy Yönetimi A.Ş. Ortaklığa Dayalı Kira Seritifakaları Nelerdir.

Kuveyt Türk Portföy Yönetimi A.Ş. Türkiye'de Sukuk Piyasası.



Latham & Watkins LLP. The sukuk guidebook: A Guide to Structuring Sukuk.

SPK, III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği Madde 12, T.C Resmi Gazete (28513, 30 Aralık 2012).

Tok, A. (2009). İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler. Uzmanlık Tezi, SPK, Ankara, 19.

Ulusoy, A., Ela, M.(2016). Sukukun İkinci El Piyasa Sorunu. Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi, (8)1, 65

Usmani, M. T. (1998). An Introduction to Islamic Finance. The Netherlands: Kluwer Law International.

Visser, H. (2009). Islamic Finance: Principles and Practice. Cheltenham, UK and Northampton MA: Edward Elgar.

# The Analysis of Structure and Functioning of Sukuk

## 1. Introduction

Interest-free banking emerged due to various religious, socio-economic and political reasons. Participation banking, providing financing needs both for organizations and individuals in accordance with the interest-free principle (via merchandising) through funds collected in deposit accounts, has such features as speculation ban and avoiding high risks.

Both participation banks and conventional banks serve the same purpose: account owners and those with a need for funds meet at the same platform. What distinguishes these two banking systems, whose obligations towards the state are the same, from one another: is their methods to collect and lend funds.

In participation banking, funds collected through “special current accounts” and “participation accounts” are used by mudaraba, musharaka, murabaha, selem, istisna'a, ijarah, qard-al-hassan, tawarruq and sukuk methods.

The aim of this study is to emphasize the potential of sukuk, one of the fund-using methods of participation banking, in Turkey and thus, to address the encouraging aspects and problematic issues in its application in Turkey. In the study, books, articles and theses published nationally and internationally are examined and trustworthy internet resources are benefitted.

## 2. Sukuk

Sukuk is defined as “securities of equal denomination representing individual ownership interests in a portfolio of eligible existing or future assets.” by the Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI).

The stages to issue a sukuk are: finding assets appropriate for investors, performing procedures in accordance with Islamic and legal rules, establishing Special Purpose Vehicle (SPV) to represent investors and lastly, managing assets and investments on which sukuk is based in order to obtain the profits expected by investors.

The types of sukuk, categorized as mudaraba, musharaka, hybrid, murabaha, selem, istisna'a, ijarah sukuk, is called lease certificate in Turkish legislation and can be issued based on the ownership, management contract, merchandising, partnership and contract of work.

## 3. Factors Encouraging the Use of Sukuk

### For Investors

While traditional financing is based on debt association, real asset-based- Islamic financing reduces risks, ensures transparency and trust for investors, particularly.

Since assets can be exchanged for cash when desired due to its ability to be processed in the secondary market, it can be used as high liquidity asset by both individuals and organizational investors.

As sukuk is based on an asset, the owners of the sukuk have as much guarantee as the value of the asset.

For Source Organizations;

A company with a need for funds can create extra income or meet its financing needs by ensuring the real estate to be managed in favor of the SPV or by transferring the real estate to an ad hoc company/SPV and re-renting instead of lying idle. The net operating capital of a company increases by using an idle asset in the balance sheet of the company in order to create funds by means of sukuk; its borrowing and liquidity rates improve. Thus, financial ratios will be affected positively and the company will avoid exchange or interest risks.

For the market;

The savings of the investors not preferring the conventional banking means in order to utilize their savings are brought in to the capital market instead of staying under-the-mattress.

Lease certificates issued in Turkey are obliged to be listed in Borsa Istanbul. They contribute to the deepening of stock market and enables source organization (who need financing) to obtain international financing. While lease certificates meet the financing needs of companies processed in the stock market, they allow both domestic and international cash flow into the market.

Development banks purchase goods and services instead of cash for their customers by means of sukuk. When they purchase goods and services for their customers, they prevent informal economy; thus, increases tax income of the state.

Similarly, the relevance of lease certificates with real sector activities helps prevent speculative movements compared to the interest movements in conventional banking.

Since sukuk ensures the right to partnership over the assets on which it is based, and since it is based on investment or production, it does not create inflationist pressure.

#### **4. Issues Related to the Sukuk Market**

Lack of a common regulatory authority

Products cannot be coordinated correctly and standardized due to different structures and rules for issuing, purchase and sale of sukuk, which causes uncertainty over sukuk and increases contract costs for similar reasons.

Necessity to simplify the design of sukuk

It is true that sukuk has a more intricate structure than the conventional means, however, it is important for the development of market to explain sukuk by simplifying its structure and to create designs which can adopt to ever-changing conditions in a way that its main structure is not spoiled.

Pricing and rating model

Lease certificates are priced similar to bonds; their profit ratios, the number of days to maturity and coupon payments determine their market value. Lease certificates which are priced by considering the bonds due to its market being underdeveloped should be priced by evaluating them with similar maturity and risks; due to intricate structure of sukuk, the modeling should be performed by taking real estate itself, source organization and SPV into account.

The fact that utilizing sukuk is harder than utilizing classical real estates due to their intricate structures poses an obstacle in terms of increasing their transaction volume. Methods not to conflict with the nature of sukuk should be used during the rating phase, along with pricing model.

#### Liquidity of sukuk instruments

The second hand market problem of sukuk affects the instrument's liquidity, rating, and becomes a matter of priority for developing the market. The infrastructure of primary market should be particularly regulated and its depth increased for its development.

#### Recognition

Recently, lease certificates based on gold issued by the Undersecretariat for the Treasury contribute to the recognition of sukuk, however, the low recognition of sukuk is one of the greatest problems.

#### **Conclusion and Discussion**

Although, sukuk, one of the instruments to which participations banks apply the most, demonstrate differences based on the structure and demand of the market, issuing it is same because of the essence of the system, which causes encouraging aspects and problems related to the sukuk to be in common.

Along with countries, providing financing completely via Islamic banking, such as Sudan and Iran, there are many countries which use both participation and conventional banking such as Turkey in the world. Lately, western countries such as the UK, France, Germany realized the development in Islamic banking and they showed their presence in the market despite being new. The importance of utilizing the location and experience of Turkey in terms of a powerful competitor should not be ignored in order to gain important shares in international sector.

When the great shares of banks such as HSBC, Citibank etc. in the global market is considered, it becomes clear that sukuk has a demand both in Muslim and Non-Muslim countries. In this respect, supposing the competition will increase in the long run, solving the problems of the sector, realizing the potential of market, developing the products of participation banking, training qualified personnel, promoting the products and keeping the legislation up-to-date will be advantageous for the market race in the long run.