
İSLAMİ FİNANS ÇERÇEVESİNDE MENKUL KIYMETLEŞTİRİLMİŞ VARLIK; SUKUK DÜNYA VE TÜRKİYE PİYASASI İNCELEMESİ

Mahmut YARDIMCIOĞLU* Yücel AYRIÇAY** Sedat COŞKUN***

ÖZ

İslami finansın son yıllardaki en önemli çeşitlerinden biri de Sukuk ile ifade edilen faizsiz tahvil veya bono olarak da nitelendirilen borç senetleridir. İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Kurumu (AAOIFI) Sukuk'u, "dayanak teşkil eden bir varlık sepetinde yer alan varlıklar üzerindeki ortak mülkiyeti temsil eden eşit değerdeki sertifikalar" olarak tanımlamıştır. Sukuk ihracının gerekçeleri ihraççılar açısından bakıldığında; finansman temini, yatırımcı tabanını genişletmek ve çeşitlendirmek olmakla beraber, yatırımcılar açısından; yeni bir varlık sınıfına yatırım imkanı, sermayeyi daha etkin ve verimli kullanma yolu olarak açıklanabilir. Günümüz ekonomik durumu ve krizler düşünüldüğünde sukuk işlemlerinin özellikle ülkemiz açısından değerlendirildiğinde, sukuk piyasasının artırılması, temelde işlevsel bir hukuki alt yapıya sahip olması ve büyük kamu projelerin finansmanında kullanılabileceği gözlemlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: İslami Finans, İslami Sermaye Piyasası, Sukuk

SECURITIZED ASSETS IN ISLAMIC FINANCE; SUKUK WORLD MARKET EVALUATION AND TURKEY

ABSTRACT

One of the most important features of islamic finance are debt securities known as non-interest bearing bonds or bonds and expressed by the term "sukuk". Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Situations (AAOIF) define sukuk as "pari passu certificates representing collective ownership on assets playing part in basket of asset forming basis " In terms of issuers, when taken the justification of sukuk's issuing into consideration, the reasons are as follows; to expand and diversify investor base, to provide finance, In terms of investor, new investment opportunity for new asset class, the way of capital to use more productively and efficiently. When Today's economic situation and crisis is considered, and When Sukuk operations is evaluated, especially for our country- It is observed that Being increased sukuk's market, having functional legal infrastructure basically and It is observed that Sukuk can be used for financing of sizable public investments.

Key Words: Islamic Finance, Islamic Capital Markets, Sukuk

*Doç.Dr. Sütçü İmam Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü

** Doç. Dr. Sütçü İmam Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü

**Öğr.Gör. Celal Bayar Üniversitesi, Kula MYO, İşletme Yönetimi Bölümü

GİRİŞ

İslami finansı oluşturan temel kaynaklar incelendiğinde, İslami finans birincil kaynak olarak Kuran-ı Kerimi referans aldığı, daha sonra özellikle uygulama aşamalarında sünnet ve içtihatlardan oluşan İslami esaslar çerçevesinde yürütülen finansal faaliyetlerden oluştuğu kabul edilmiştir. Bu kapsamda, mevcut yatırım araçlarından İslami esaslara uygun olanlar alınarak veya İslami esaslara uygun yeni yatırım araçları geliştirilerek bu piyasa oluşturulmuştur. İslami kuralların yasakladığı temel unsurlar, faiz işletmek ve ödemek, kumar gibi haram sayılan faaliyetlerde bulunmak ve belirsizlik içeren faaliyetlerdir.

Günümüzde İslami finans, faize dayalı olmayan ürün ve hizmetler sunan İslami bankacılığın ortaya çıkmasıyla doğmuş ve zamanla sigortacılık ve sermaye piyasası alanlarında mudaraba (Emek sermaye ortaklığı), müşaraka (Kar-zarar ortaklığı), murabaha (maliyet artı kar marjlı satış), İcara (kira finansmanı), karz-ı hasen (faizsiz borç), tekafül (sigortacılık), bey-i Selem (ileriye dönük satın alma), istisna (siparişe dayalı satın alma) gibi şer-i kurallara uygun birçok başka finansal ürün geliştirilmiştir.(Tok,2009:1)Bu çerçevede İslami yatırım fonları, İslami finans sistemi içerisinde en hızlı büyüyen alanlardan biridir. Nitekim İslami yatırım fonu piyasası oldukça dinamik ve gelişmeye açık bir piyasadır. İslami yatırım fonu diğer bir anlatımla İslami menkul kıymetleştirme yani sukuk; yatırımcıların İslam hukukuna, inançlarına uyum sağlayacak şekilde 'helal' karlar kazanmak için tasarrufların ortak bir havuza sunmaları anlamına gelmektedir(Özel,2013:1).

Bu bağlamda, sukuk ihracının amacı, toplanan fonlar ile sahip olunan paya göre yeni bir projeye başlamak, mevcut bir projeyi geliştirmek veya toplanan fonları ticari bir faaliyetin finansmanı için kullanmaktır. Sukuk sisteminde yatırımcının veya sukuk sahibinin elde edeceği getiri; bir ticari faaliyetten, belirli bir varlığın mülkiyetinden ya da bir iş ortaklığından elde edilecek gelir üzerindeki hak sahipliğinden kaynaklanmaktadır. Sukuk yatırımcılarına faiz ödemesi yapılmamakta; varlıkların paylaşılmasına veya kiralanmasına dayalı gerçek ekonomik işlemlerin getirisi dağıtılmaktadır. Sukuk ihracının gerekçeleri ihraççılar açısından bakıldığında; finansman temini, yatırımcı tabanını genişletmek ve çeşitlendirmek olmakla beraber, yatırımcılar açısından; yeni bir varlık sınıfına yatırım imkanı, sermayeyi daha etkin ve verimli kullanma yolu olarak açıklanabilir (Ernst, 2012:1).Çalışmada da genel anlamda İslami sermaye yapısı, sukuk tanımı ve çeşitleri üzerinde durulmuş olup, ayrıca Dünya ve Türkiye genelindeki sukuk piyasası ihraçlarına yer verilmiş ve Türkiye de bazı kamu projelerine uygulanabilirliği açısından sukuk çeşitleri üzerinden açıklanılmaya çalışılmıştır.

1. SUKUK TANIM VE ÇEŞİTLERİ

1.1.Sukuk Tanım ve İçeriği

Sukuk Arapça'da Sak kökünden gelmekte olup; "Sak" Arapçada sertifika veya vesika anlamlarını taşımaktadır. Arapça'da bono ve tahviller için Senet kelimesi kullanılırken, İslami tahvil olan saklar için ise sak kelimesinin çoğulu olan "sukuk" kelimesi kullanılmaktadır. (Khan,2003:129).

İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Kurumu (AAOIFI) Sukuk'u, "Sukuk, ihraç edildikten sonra eşit değerleri temsil eden; ihraçtan elde edilen tutarların önceden planlanan şekilde yatırım yapıldığı; yapılan yatırım türüne göre duran varlıklar ve benzerleri üzerindeki haklar ve payların temsil edildiği ya da bir projede ya da özel bir yatırım faaliyetinde ortaklık hakkı veren sertifikalardır." olarak tanımlamıştır.

Temel anlamda sukuk, bir varlığa sahip olmayı veya ondan yararlanma hakkını göstermektedir. Sukukta yer alan hak ve iddia sadece nakit akışı hakkı değil aynı zamanda mülkiyet hakkıdır.

İslami Fıkıh Akademisine (IslamicFiqh Academy) göre sukuk kavramı temelde iki kurala bağlanmıştır. Söz konusu kurallar şu şekilde ifade edilebilir (Wilson, 2004, 4-5):

Herhangi bir bireyin mülkiyetinde bulunan varlık, yazılı bono ve belge ile temsil edilebilir.

Bu bono ve belgeler market fiyatı ile satılabilmektedirler.

Temel anlamda Sukuk özelliklerini özetle şöyle sıralayabiliriz; (Dede,2013:15).

- Sak kelimesinin çoğuludur ve eşit değerli sertifikalardır. Bölünmez hisselerle sahiplik yetkisini temsil ederler.

- Piyasada faizsiz bono olarak da nitelendirilmektedirler.

- Özel projelere veya özel yatırımlara konu varlıklar üzerinde sertifikalı sahipleri lehine hak tesisini sağlarlar.

- Bir varlığa dayanmaktadır ("asset-based"/"asset-backed")

- Genel olarak dayanak varlıklar bir Özel Amaçlı Şirkete (VKŞ/SPV) devredilir.

- Varlıklardan doğan gelirler üzerinde hak tesis ederler.

- Organize piyasalara kote edilme özelliğine sahip oldukları gibi dere-celendirme kuruluşları tarafından da değerlendirilebilirler.

- İkincil piyasalarda işlem görebilirler.

- Sabit veya değişken getirili olabilirler.

Sukuk, yatırımcısına geleneksel tahvildeki faiz geliri yerine temelde finanse ettiği varlıktan edilen gelirden kar payı sağlar bu yönüyle geleneksel tahvillerden farklıdır.(Ausaf,1993:33).Sukukta yer alan hak sadece nakit akışı hakkı değil aynı zamanda mülkiyet hakkıdır. Bu özellik sukuku geleneksel bonolardan farklılaştırmaktadır. Geleneksel bonolar faiz taşıyan menkul kıymetlerden oluşurken, sukuklar temel olarak varlık sepetinde sahiplik hakkından oluşan yatırım sertifikalarıdır (Sevinç,2013:79).Bu bağlamdan bono ile sukuk arasındaki temel farklar tablo 1'de görüldüğü gibidir.

Tablo 1: Sukuk ve Geleneksel Bono Arasındaki Farklar

	Tahviller	Sukuk
Kredi Riski	İhraççının Riski	İhraççının Riski
Şartları	Standart Bono Uygulaması	Tahville Aynı
Fiyatlama	Kredi Derecelendirmesine ve Talebe Bağlı	Konvansiyonel Bonolar Gösterge Olarak Alınmakta
Faiz Ödemesi	Düzenli Kupon Ödemesi	Kupon Ödemesi Gibi Düzenli Ödeme
Kredi Derecelendirmesi	Borçlu Şirketin Kredi Profili İle Aynı	Borçlu Şirketin Kredi Profili İle Aynı
Yatırımcı Profili	Konvansiyonel Yatırımcı	Genel Olarak İslami Yatırımcılar Olmakla Birlikte Bu Profil Zamanla Değişmekte
Hedging	CDS/Interest Rate Swaplar	Sukukların Doğrudan Hedge Edilmesi İçin Bir Enstrüman Bulunmamakta
Vade	Kısa, Orta Ve Uzun Vadeli Olabilir	Genellikle 3-5 Yıl Gibi Orta Vadeli Olup Vadeleri Yavaş Yavaş Uzamakta

Kaynak: Commerzbank Corporates & Markets, "The Sukuk Market", Emerging Market, 28 Ağustos 2012, s.8

Sukuk ihracının amacı, toplanan fonlar ile sahip olunan paya göre yeni bir projeye başlamak, mevcut bir projeyi geliştirmek veya toplanan fonları ticari bir faaliyetin finansmanı için kullanmaktır. Sukuk sisteminde yatırımcının veya Sukuk sahibinin elde edeceği getiri; bir ticari faaliyetten, belirli bir varlığın mülkiyetinden ya da bir iş ortaklığından elde edilecek gelir üzerindeki hak sahipliğinden kaynaklanmaktadır.(Ernst,2012:1).Diğer taraftan sukuk teknik olarak varlık senedi veya menkul kıymetleştirilmiş varlık şeklinde de isimlendirilebilecek olan (securitized assets) diğer senetlerden farklı olarak varlığa dayanmak zorundadır (Tok, 2009:13). Sukuk sistemini anlamak için öncelikle Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) sistemini bilmek gerekmektedir. VDMK sisteminde alacak portföyüne sahip olan şirket, bu portföyü özel amaçlı şirkete (Special Purpose Vehicle/SPV) satmakta ve SPV ise portföyü menkul kıymete dönüştürmektedir. Bu arada yatırım bankaları da bu kıymetlerin yatırımcılara satılmasına aracılık etmektedirler. Sukuk sisteminde de, elle tutulur, gerçek ticari ilişkilerden doğan alacakların (örneğin kar-zarar ortaklığı) veya finansal kiralama sözleşmesinden doğan alacakların varlığa dayalı olarak menkul kıymetleştirilmesi söz konusu olduğundan, sukuk varlığa dayalı tahvil olarak da tavsif edilebilecektir (Tok, 2009:14). Sukuk ve tahvil arasındaki en belirleyici fark olarak; sukukun bir varlığa dayanan sertifika olması, tahvilin ise borç olarak alınan bir miktar paraya dayanan sertifika olmasıdır. Ayrıca tahvil de belli bir oranda gelir garantisi söz konusuysen sukukta böyle bir garanti yoktur. Ancak sukukta sahiplik hakkının yanında başka teminatlar sağlanabilmektedir.

1.2. Sukuk Çeşitleri

İslami Finansal Kuruluşlar için Muhasebe ve Denetleme Organizasyonu (Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions - AAOIFI) tarafından tanımlanan ve onaylanan 14 adet sukuk çeşidi bulunmaktadır (Tablo 2).

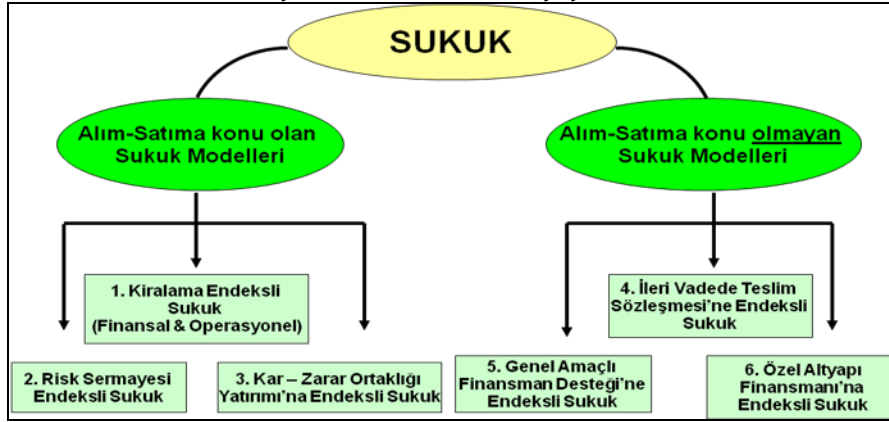
Tablo 2:AAOIFI Göre Belirlenmiş Sukuk Çeşitleri

1. Sukuk al-ijarah	8.	Sukuk al-murabaha
2. Sukukijarahmowsufabıthuma	9.	Sukuk al-musharaka
3. Sukukmanfaajarah	10.	Sukuk al-mudaraba
4. Sukukmanfaajarahmowsufabıthuma	11.	Sukuk al-wakala
5. Sukukmilkıyat al-khadamat	12.	Sukuk al-muzra'a
6. Sukuk al-salam	13.	Sukuk al-musaqa
7. Sukuk al-ıstısna'a	14.	Sukuk al-muqarasa

Kaynak: AAOIFI, <http://www.aoifi.com>, e. t. 09.03.2014

Tabloda 2'de görüleceği gibi İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetleme Organizasyonu kuruluşun belirlediği gibi birçok sukuk çeşidi bulunmaktadır. Çalışmada piyasada yaygın bir şekilde kullanılan ve şekil 1'de gösterilen; Kiralama Endeksli Sukuk (İcara sukuk), Risk Sermayesi Endeksli Sukuk (Mudaraba sukuk), Kar - Zarar Ortaklığı Yatırımı'na Endeksli Sukuk (Musharaka sukuk), İleri Vadede Teslim Sözleşmesi'ne Endeksli Sukuk (Selem sukuk), Genel Amaçlı Finansman Desteği'ne Endeksli Sukuk (Murabaha sukuk), Özel Altyapı Finansmanı'na Endeksli Sukuk (İstisna sukuk), gibi sukuk çeşitleri üzerinde durulacaktır.

Şekil 1: Temel Sukuk Çeşitleri



Kaynak:<http://www.tkbb.org.tr/onemli-basliklar.aspx?pageID=87sukukkirasertifika-lari>, e. t. 09.03.2014

1.2.1. Kiralama Endeksli Sukuk: İcara Sukuk

İcara kelime olarak "kiraya vermek" manasına gelmektedir. Terim olarak, faizsiz bankalar tarafından kullanılan ve konvansiyonel bankalarda da benzeri bulunan, finansal kiralama (leasing) anlamına gelmektedir. Bu sukuk çeşidinde faizsiz banka teçhizat, bina vb. şeyleri satın alıp, sabit bir kira geliri karşılığında müşterisine kiralar (Khan,2003:84).

İcara sukukta, taraflardan biri, müşterinin kira ücreti ödeyerek kullanmak istediği teçhizatı satın alarak, müşteriye kira ücreti mukabilinde kiralamakta,

kira süresi ve ücreti önceden belirlenmekte ve sözleşmenin konusu olan varlığın mülkiyeti kiralayanda kalmaktadır. Bu sukuk türü sahibine kiradaki bir gayrimenkuldeki eşit ortaklığın sahipliğini veya gayrimenkulün intifa hakkını sunar. İcara sukuk, sahiplerine gayrimenkulün mülkiyet hakkını, kirasını almayı ve sukuku kiracının haklarını etkilemeyecek şekilde elden çıkarma mesela alım-satımını yapma hakkını tanır. İcara sukuk sahipleri söz konusu gayrimenkulün bakım maliyetlerini üstlenmektedirler (Tok, 2009:19).

Çalışma şekli;

-Yükümlü söz konusu varlığı önceden anlaşılmiş olan fiyattan SPV'ye satar.

- SPV satın aldığı fiyatta eşit şekilde sukuk sertifikası ihraç ederek finansmanı sağlar.

- Kira sözleşmesi, belirlenmiş bir süre için yükümlünün varlığı kiracı olarak yeniden kiralamasıyla SPV ve yükümlü arasında imzalanır.

- SPV yükümlüden periyodik olarak kirayı alır.

- Kira tutarı yatırımcılara (sukuk sahiplerine) dağıtılır.

- Vadede veya parçalanma durumunda, SPV önceden belirlenmiş bir fiyattan varlığı yükümlüye geri satar. Bu tutar icara sukukun şartlarındaki tüm borçlara eşit olmalıdır (cgscenter.org, 2014).

1.2.2. Risk Sermayesi Endeksli Sukuk: Mudaraba Sukuk

Mudaraba, her türlü girişime kar-zarar ortaklığı kapsamında yönetim desteği vererek özsermaye temin edilmesi olup, bu açıdan risk sermayesine benzer bir yapı çizmektedir. Mudaraba sukukta sertifika ihraççısı mudaribtir (girişimci). Fon verenler sermaye sahipleridir ve toplanan fonlar mudaraba sermayesidir. Sertifika sahipleri mudaraba faaliyetindeki varlıkların ve anlaşma başına düşen kar payının sahibidir. Sertifika sahipleri, eğer gerçekleşirse kayıpları da üstlenirler. Mudaraba sukuk, ortak mülkiyeti ifade eder ve sukuk ihraç edene karşı özel projelerde sukuk alıcısına hisse hakkı verir. Mudaraba sukuk sözleşmesi, ihraç ile ilgili sermayenin türü, getiri oranı ve diğer şartların şer-i hükümlere uygunluğunu gösteren tüm bilgilerin yer aldığı ihracın tanıtımındaki resmi bildirimine dayanır (Tok,2009:18).

Çalışma şekli;

-Mudarip, proje sahibiyle projenin görevlendirmesi/ inşası için anlaşmaya varır.

-SPV, fon sağlamak için sukuk ihraç eder.

- Mudarib, proje faaliyetinden gelen nihai sermaye hâsılatı ve düzenli getiri ödemesi alır.

- Mudarip, tamamlanınca projeyi sahibine teslim eder (cgscenter.org, 2014).

1.2.3. Kar - Zarar Ortaklığı Yatırımı'na Endeksli Sukuk: Müşaraka Sukuk

Musharaka, hem emek hem de sermaye ortaklığı söz konusu olmaktadır. Farklı veya aynı oranda sermaye katılımıyla ortak olunabilmektedir. Her bir ortak belirtilmiş olan sınırlar dahilinde sermayeyi kullanma yetkisine sahip olmaktadır. Ticari faaliyetler tek bir alanda sınırlandırılabilir gibi anlaşma sağlanırsa birçok alanda uygulanabilecek şekilde de belirlenebilmektedir. Zararın paylaşımı sermaye katılımı oranında pay edilmekte olmasına rağmen kârın paylaşımı anlaşmaya göre farklı olabilmektedir. (Uçar,1993:129)

Müşaraka sukukta, sukuku ihraç eden taraf belli bir projenin ya da faaliyetin gerçekleştirilmesi için kurulmuş bir özel amaçlı şirkete (SPV) daveti yapan taraftır. Fon sağlayıcılar müşaraka sözleşmesinde ortak konumunda dırlar. Toplanan fonlar, katılımcıların, müşaraka sermayesine olan katkısını hisse olarak temsil etmektedir. Sukuk sahipleri ortaklığın varlıklarının da sahibi olup, gerçekleştirecek karda hak sahibidirler. Müşarakanın mudarabadan temel farkı sermayenin her iki taraftan da gelmesidir(Tok,2009:18).

Çalışma şekli;

-Şirket (Müşarık olarak) Müşarakaya konu olan toprağa veya diğere fiziksel aktiflere katkıda bulunur.

- SPV (Müşarık olarak) nakit (müşarakaya yatırım yapanlardan elde edilen ihraç geliri vb.) katkıda bulunur.

- Müşaraka, müşarakaya eklenen ilave nakitlerle toprağı veya fiziksel değere geliştirmesi için ve geliştirilen değere Müşaraka namına satıp/kiralaması için bir şirketi yetkili acente atar.

- Yetkili acente (şirket) sabit acenta ücretine ilave olarak teşvik edici değışken ücret elde edecektir.

- Karlar sukuk hissedarlarına dağıtılır.

-Şirket, yarı yıl esasına göre SPV'nin müşaraka hisselerini önceden anlaşılan fiyat üzerinden satın almayı vazcayılmaz şekilde garanti eder ve sabitlenmiş dönem sonunda SPV'nin müşarakada hiçbir hissesi kalmaz (cgscenter.org, 2014).

1.2.4. İleri Vadede Teslim Sözleşmesi'ne Endekli Sukuk: Selem Sukuk

Selem, satıcının bedelini peşin olarak almış olduğı malı, ileriki bir tarihte alıcıya vereceğini taahhüt etmesiyle gerçekleşen bir alım-satım sözleşmesidir (Usmani,1998:128). Selem sukuk, selem sermayesi toplamak için eş değere olarak ihraç edilen belgelerdir. Toplanan bu sermaye ile ihraç olan belgeleri alanlar selem bazlı satılan malların mülkiyetini almış olur. Belgeleri ihraç eden bu malların satıcısıdır. Üyeler ise malların alıcılarıdır. Ödenecek üyelik ücretleri malların satın alma fiyatıdır. Selem belgelerini ihraç edenler mal sahipleridir ve bu mal sahipleri selem bazlı malları ihraç edilen selem sukuk belgeleri ile satmaya yetkilidirler (Elgari, 1997:66).

Çalışma şekli;

-VKŞ bir yükümlü ile hem malları hem de alıcıları bulmak için anlaşma imzalar.

-Yükümlü, sukuk-alıcıları adına malları almayı ve sonrasında yine sukuk sahipleri adına kâr etmek için malları satmayı taahhüt eder.

-Selem belgeleri yatırımcılara verilir ve VKŞ sukuk getirilerini alır.

-Selem getirileri ileriki bir tarihte malları satacak olan yükümlüye verir.

-VKŞ yükümlüden malları alır.

-Yükümlü sukuk sahipleri adına malları kâr için satar.

-Sukuk sahipleri malların satış getirilerini alır (Dede,2013:24).

1.2.5. Genel Amaçlı Finansman Desteği'ne Endeksli Sukuk: Murabaha Sukuk

Murabaha, bir malın maliyeti üzerine, anlaşılan miktar kadar kar ilavesi yapılarak yapılan satış işlemi olarak tanımlanmaktadır (Khan, 2003:26). Murabaha sukuk, sertifika ihraç eden taraf emtia murabahası satıcısı, murabaha alan emtianın alıcısı ve fon da emtianın satın alma maliyetidir. Sertifika sahipleri murabaha emtiasına sahip olurlar ve emtianın tekrar satışında nihai satış fiyatı hakkına sahiptirler (Tok, 2009:21).

Çalışma şekli;

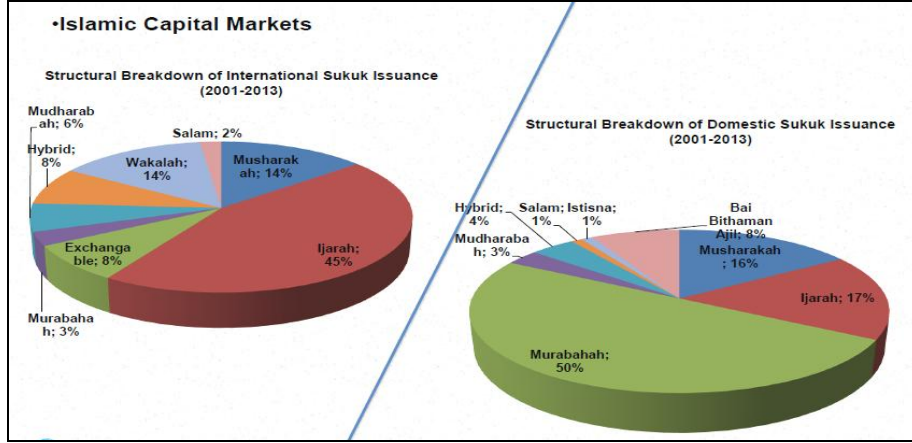
- SPV ve borçlu arasında ana sözleşme imzalanır.
- SPV yatırımcılara sukuk ihraç eder ve sukuk getirisi alır.
- SPV emtia satıcısından spotta emtia satın alır.
- SPV emtiayı kar marjını ekleyerek spot fiyattan anlaşılan zaman dilimin-de taksitli ödenmek üzere borçluya satar.
- Borçlu emtiayı spotta emtia alıcısına satar.
- Yatırımcılar nihai satış bedeli ve getiri elde ederler (cgscenter.org, 2014).

1.2.6. Özel Altyapı Finansmanı'na Endeksli Sukuk: İstisna' Sukuk

İstisna, satıcı ile alıcı arasında bir malı imal etme üzerine yapılan bir satış sözleşmesidir. Bu yöntem genellikle imalatı uzun süren ya da temin edilmesi zaman alan malların satımında kullanılmaktadır. Sözleşmedeki duruma göre satış peşin, taksitli veya ileri bir tarihte ödemek üzere yapılabilir.(Tunç,2010:150)

İstisna sukuku, sertifika sahibinin sahip olduğu ürünleri imal için gerekli fonların sağlanması amacıyla ihraç edilen ve eşit değer taşıyan sertifikalardır. Üyelikten elde edilen fonlar ürünün maliyetiyken, sertifikaları ihraç edenler üreticiler (satıcı/tedarikçi) ve üyeler ise planlanan ürünün alıcılarıdır. Sertifika alıcıları ürüne sahip olurlar ve sertifikanın satış bedeline veya paralel istisnayla satılan ürünün satış bedeline hak kazanmaktadırlar. İstisna sukuku büyük altyapı projelerini finanse etmekte kullanışlıdır. Altyükleniciyle paralel istisna sözleşmesi yapması için İstisnadaki yükleniciye izin vermesinden dolayı İstisna finansal aracılığa uygundur. Bu nedenle bir finansal kuruluş kar amaçlı bir inşaat işlemini yüklenilebilir ve altyüklenici sözleşmesiyle inşaa işlemini uzmanlaşmış bir firmaya devredebilir(Tok,2009:22). Diğer yandan grafik 1 incelediğimizde İslami sermaye piyasalarında, uluslar arası ve iç piyasalarda da sık kullanılan sukuk çeşitlerinin yukarıda sayılan sukuk çeşitleri ile aynı olduğu görülecektir.

Grafik 1:Yapısına Göre Küresel Sukuk Çeşitlerinin Dağılımı



Kaynak:<http://www.zawya.com/sukuk/perception-and-forecast-study/2013/> ,e. t. 07.03.2014

2.DÜNYADAKİ VE TÜRKİYEDEKİ SUKUK PİYASALARI İNCELEMESİ

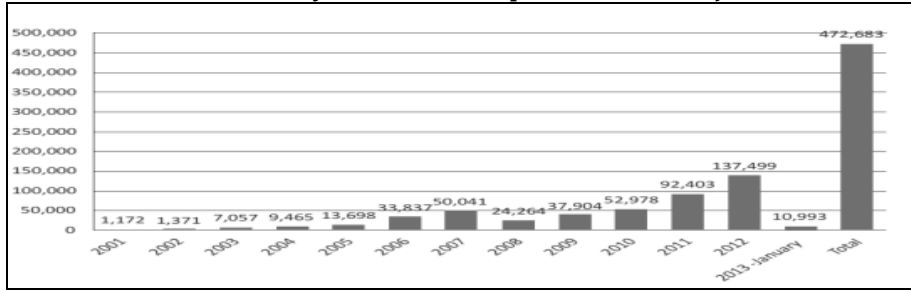
Dünya Sukuk pazarında birinci sırada Malezya Gulf bölgesi sukuk ihracında ana yerlerden olup; ilk sukuk 1983 yılında Malezya'da ihraç edilmiştir (Sevinç,2013:79). Diğer yandan Sukuk uygulamalarının devamına baktığımızda Malezya Hükümeti tarafından 2001 yılında büyük ölçekli sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Başlangıçta 500 milyon USD olarak ihraç edilen Malezya sukuklarının % 51'i Körfez Ülkelerinde, % 30'u Asya'da, % 15'i Avrupa'da ve % 4'ü de ABD'de satılmıştır(Güngören,2011:98). Uygulanan yapı ise bir kamu kurumu olan Federal Malezya Arsa Ofisi elindeki arsaların kurulan bir SPV'ye (Kamu Varlıkları Şirketi'ne) satılarak, oradan Malezya Hazinesi'ne kiralanarak elde edilen kira gelirlerinin, SPV'ce ihraç edilen sukukların satıldığı kişilere gelir olarak aktarılmasını sağlayan bir yapı üzerine inşa edilmiştir. Malezya Sermaye Piyasası Kurulu, sukuk ihracını sıkı kurallara bağlamıştır. Diğer tahvil ihraçlarından farklı olarak ekstra yükümlülükler getirmiştir. Örneğin Malezya'da sukuk ihraç etmek için, SC tarafından tanınan ve ilan edilen kişilerden oluşan "Şer-i Tavsiye Komisyonu"ndan olur alınması gerekmektedir. Böylece ihracın dayandığı faaliyetin İslami esaslara uygun olduğu tescillenmiş olmaktadır. İhraçla ilgili bilgi ve belgeler ile ihraca ilişkin yapılması gereken açıklamalar liste halinde ilan edilmiştir. Tüm ihraçların SC tarafından tanınan derecelendirme kuruluşlarınca derecelendirmeye tabi tutulması gerekmektedir. Ayrıca tüm İslami finansal araçlar Malezya borsalarına kote olmamışlarsa, SC tarafından uygulanan Fully Automated System for Issuing/Tendering ve Real Time Electronic Transfer of Funds and Securities sistemlerine tabi olmak zorundadırlar(Gray ve Arshad,2007:283).

Nitekim sukuk pazarı son 10 yılda dünyada artan bir büyüme göstermektedir. Uluslararası İslam Finans Piyasası verilerine göre uluslararası sukuk işlemleri ayda 100-200 milyon ABD Doları civarında gerçekleşmektedir. Geleneksel tahvillerle karşılaştırıldığında ihraç miktarı halen oldukça az olup, esas olarak devlet (Bahreyn, Malezya, Katar ve Pakistan), özel sektör, uluslararası organizasyonlar ve az da olsa İslami bankalar tarafından

çıkarılmıştır. İslami Finans ürünleri geniş bir coğrafyaya yayılmakta olup, Müslüman nüfusun büyük çoğunluğunun Körfez bölgesi dışında yaşaması bu finansal rejimin Körfezle kısıtlı olmadığını göstermektedir.

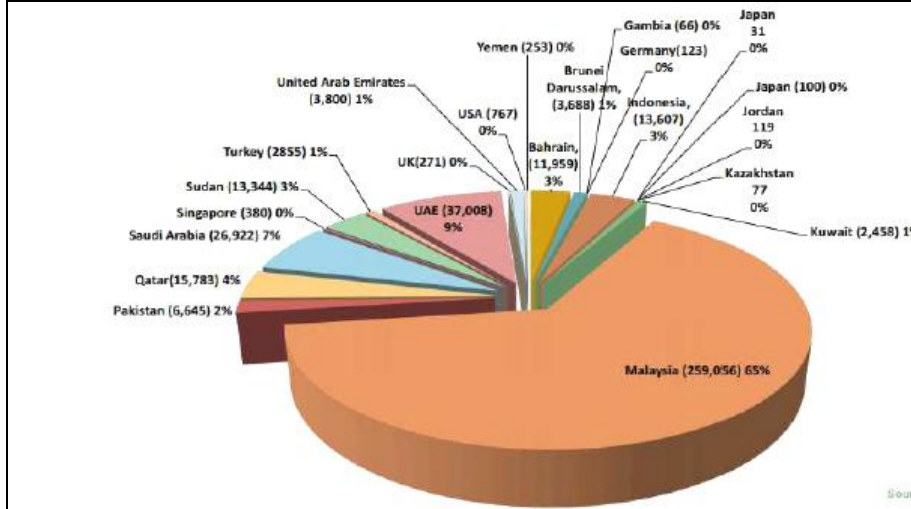
Sukuk, 2003 yılından itibaren dünya çapında daha tanınır hale gelmiş ve sukuk ihraçlarında önemli bir artış görülmüştür. Uluslar arası İslami Finans Piyasası (International Islamic Financial Market-IIFM-Grafik 2) verilerine göre 2001-2013 yılları arası incelendiğinde sukuk ihraçlarının artarak devam ettiği görülecektir.

Grafik 2: Dünya Genelinde Toplam Sukuk İhraçları



Kaynak: <http://www.iifm.net/documents/iifm-sukuk-report>, e.t. 24.02.1014

Grafik 3: Dünya Sukuk İhraçları Ülke Dağılımı

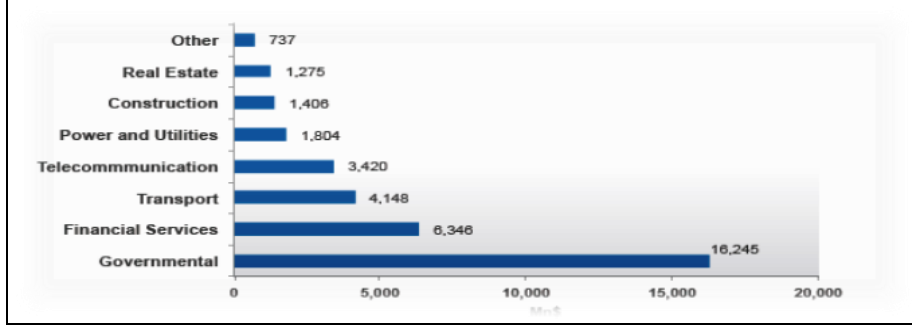


Kaynak: <http://www.iifm.net/documents/iifm-sukuk-report>, e.t. 24.02.2014

Sukuk ihracı konusunda Grafik 3'e baktığımızda Malezya sukuk piyasasının %65 payla ana pazarını oluşturduğu söylenebilir. Malezya'nın ardından %9 payla Birleşik Arap Emirlikleri, %7 payla Suudi Arabistan, %4 payla Katar, %3 payla Endonezya'nın sukuk piyasasında yerleri görülecektir. Türkiye'nin dünya sukuk ihraç piyasasında sahip olduğu pay %1'dir. Diğer yandan, Sukuk sadece İslam dünyasında değil, uluslararası piyasalarda da global bir yatırım aracı olarak kullanılmaya başlamıştır. Nitekim Lüksemburg Borsası'ndan sonra 20.7.2006 tarihinde ilk defa Londra Borsası'na da kote edilmiştir. Dow Jones Endeksi ve CitiGroup Mart 2006'da Dow Jones Citigroup Sukuk İndeksi'ni

hesaplamaya başlamış olup, İslami düzenlemeler çerçevesinde ihraç edilen finansman sertifikası sukukların performansını ölçmek amacıyla kullanılmaktadır (Küçükçolak, 2008:27).

Grafik 4: Sektörlere Göre Küresel Sukuk

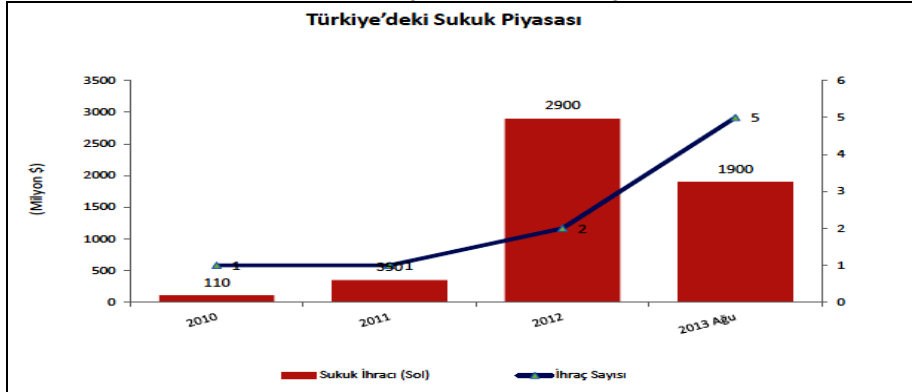


Kaynak:<http://www.zawya.com/sukuk/perception-and-forecaststudy/2013/>
e. t. 07.03.2014

Ayrıca sektörlere göre sukuk işlemlerini incelediğimizde, Grafik 4'de kamunun çıkarmış oldukları sukukların yüksek oranda olduğu, ardından finansal amaçlı sukukların, taşımacılık, iletişim, kamu hizmetleri ve inşaat sektörleri için çıkarıldığı görülecektir.

Türkiye açısından sukuk piyasası ve sukuk işlemleri incelendiğinde daha çok sukuk çeşitleri içerisinde icara sukuk "finansal kiralama" kendisine yer bulmuştur. Kira sertifikaları sistem olarak icara sukuka benzemektedir. İcra sukuk'ta da, sukukun getirisi, finansman aracının temelindeki varlığın kira geliridir. Getiri önceden kararlaştırılıp belirli olduğundan ve kira konusu varlık maddi olduğu ve menkul kıymete bağlanabildiğinden, icara sukukların ikincil piyasada tedavül kabiliyetleri oldukça yüksektir. Türkiye de sukuk piyasası için Grafik 5 incelediğimizde 2010 yılında düşük bir işlem hacmi ile başlayan ihraçların 2012 ve 2013 yılları Ağustos sonu itibariyle artarak devam ettiği görülecektir.

Grafik 5: Türkiye'deki Sukuk Piyasası



Kaynak:<http://borsaistanbul.com/docs/default-source/research/orhanerdem.pdf> e.t.: 10.03.2014

Türkiye’de Sukuk çıkarılmasına ilişkin olarak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 2010 yılında tebliğ hazırlanmıştır. SPK tebliğine göre Türkiye’de sukuk bir kira sertifikası olarak tanımlanmıştır. Tebliğde, özel sektör şirketlerinin Kira Sertifikası ihracı yoluyla sermaye piyasalarından fon temin etmelerine imkân verildiğinden, küresel bir yatırım aracı haline gelen ve "faizsiz tahvil" olarak da tanımlanan Sukuk’a benzer bir enstrüman olarak Kira Sertifikası sermaye piyasamıza sunulduğundan bahsedilmiştir. SPK’nın tebliğinde Kira sertifikası, özel sektör şirketlerinin (kaynak kuruluş), bir "Varlık Kiralama Şirketi" (VKŞ) aracılığı ve devret-kirala-devral yöntemiyle, mülkiyetlerindeki veya kiralamak suretiyle devralacakları varlıkları kullanarak finansman sağlamalarına imkân veren bir enstrüman olarak tanımlanmıştır. VKŞ, yurt dışında özel amaçlı kuruluş (trust) olarak bilinen yapının, ülkemiz hukuk sisteminde bulunmaması sebebiyle asgari yükümlülüklerle kurulacak bir anonim şirket olarak düzenlendiği belirtilmiştir. Tebliğ ile yatırımcıların haklarının korunmasını ve VKŞ tarafından yatırımcılar hesabına devralınmış olan varlıkların veya bu varlıklardan elde edilen gelirlerin amacı dışında kullanılmasının önlenmesini teminen, VKŞ esas sözleşmesinin belirli şartları taşıması ve SPK tarafından onaylanmış olması zorunlu tutulmuştur.

Kira sertifikası ihraç sistemi temel olarak, kaynak kuruluşun VKŞ’ye devrettiği varlıkları daha sonra geri kiralaması suretiyle fon temin etmesi üzerine dayanmaktadır. VKŞ ilk etapta devraldığı bu varlıkların finansmanını ihraç edeceği kira sertifikası ile karşılamakta, söz konusu sertifikaların dönemsel ödemelerini ise kaynak kuruluştan gelen dönemsel kira gelirleri ile gerçekleştirmektedir. Vade sonunda ise kaynak kuruluşa geri devredilen söz konusu varlıklardan elde edilen gelir, kira sertifikası sahiplerine payları oranında dağıtılarak ihraç edilmiş olan kira sertifikası itfa edilmektedir. Kira sertifikası, varlık kiralama şirketinin satın almak veya kiralamak suretiyle devraldığı varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlediği ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymeti, kira sukukunu ifade eder. Bu tanımda geçen varlık kiralama şirketi (VKŞ); aracı kurumlar, bankalar ve kaynak kuruluşlar tarafından münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere kurulmuş olan anonim şirkettir. Varlık ile kast edilen ise; Varlık kiralama şirketinin satın alacağı veya kiralayacağı her türlü menkul veya gayrimenkul malları ve maddi olmayan varlıklardır. Kaynak kuruluş ise; sahip olduğu veya kiralandığı varlıkları, kiralamak üzere varlık kiralama şirketine devreden anonim şirkettir (SPK, Tebliğ, 2010). Türkiye’de sukuk uygulamalarına ilişkin çalışma 17 Ağustos 2010’ da Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş tarafından gerçekleştirilen ilk ihraç 100 milyon dolar değerindedir ve senetler %5.25 sabit getiri oranlı olarak Ağustos 2013 tarihine kadar vadeli olacak şekilde işleme tabi tutulmuştur. Nüfusunun büyük bir çoğunluğu Müslüman olan Türkiye’ de İslami kurallara uygun bir tahvil olan sukuk ihracının bu ilk uygulaması büyük ilgi görmüş ve ülkenin alternatif İslami finansal yapılara açık ve hazır olduğunun bir göstergesi sayılmıştır (Büyükkakın ve Önyılmaz, 2012:10). Diğer yandan Hazine Müsteşarlığı tarafından 18 Eylül 2012 tarihinde Citigroup, HSBC ve Liquty house üçlüsüne yetki verilerek 1,5 milyar dolar tutarında sukuk satışa çıkarılmıştır. İlk gerçekleştirilen ihalenin sonucunda 5 kat talep gelmiştir. Sukukun %58’i Ortadoğu, %13’ü Avrupa, %12’si Asya, %9’u

Türkiye ve %8'i de ABD'deki yatırımcılara satılmıştır(Halıcı ve Halıcı, 2013:238).

Türkiye'de Sermaye Piyasası Kurulu verilerine göre ihraç edilen kira sertifikaları ile varlığa dayalı menkul kıymetler, şirket adları ve ihraç bedelleri Tablo 3'de verilmiştir.

Tablo 3: İhraç Edilen Kira Sertifikaları ve VDMK

Şirket Adı	Grubu	Sermaye Piyasası Aracının Türü	İzahname / İhraç Belgesi	Satış Yöntemi	İhraç Limiti Nominal Tutar (TL)
Aktif Yatırım Bankası A.Ş. (5) Nolu Emek Varlık Finansmanı Fonu	Fonlar	VDMK	19.11.2012	Nitelikli Yatırımcı	300.000.000,00
Asya Varlık Kiralama A.Ş.	Finansal Kurum	Kira Sertifikası	23.10.2012	Halka Arz	125.000.000,00
TF Varlık Kiralama A.Ş.	Finansal Kurum	Kira Sertifikası	28.12.2012	Halka Arz	100.000.000,00
TF Varlık Kiralama A.Ş.	Finansal Kurum	Kira Sertifikası	05.04.2013	Yurtdışında Satış	901.200.000,00
Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama A.Ş.	Finansal Kurum	Kira Sertifikası	21.03.2013	Nitelikli Yatırımcı	100.000.000,00
Aktif Yatırım Bankası A.Ş. (6) Nolu Emek Varlık Finansmanı Fonu	Fonlar	VDMK	21.02.2013	Nitelikli Yatırımcı	300.000.000,00
Asya Varlık Kiralama A.Ş.	Finansal Kurum	Kira Sertifikası	23.08.2013	Nitelikli Yatırımcı/ Tahsisli	1.250.000.000,00
Kabtek Varlık Kiralama A.Ş.	Finansal Kurum	Kira Sertifikası	04.09.2013	Yurtdışında Satış	32.936.914,56
KT Kira Sertifikaları Varlık Kiralama A.Ş.	Finansal Kurum	Kira Sertifikası	18.09.2013	Halka Arz	200.000.000,00
Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama A.Ş.	Banka	Kira Sertifikası	20.09.2013	Nitelikli Yatırımcı/ Tahsisli	200.000.000,00
Yüksel Varlık Kiralama A.Ş.	Finansal Kurum	Kira Sertifikası	06.05.2013	-	-
Turyap Varlık Kiralama A.Ş.	Finansal Kurum	Kira Sertifikası	16.09.2013	-	-
İFM İstanbul Finans Merkezi İnşaat Taahhüt A.Ş.	Reel Sektör	Gayrimenkul Sertifikası	21.03.2013	-	-
Asya Varlık Kiralama A.Ş.	Finansal Kurum	Kira Sertifikası	11.10.2013		
Asya Varlık Kiralama A.Ş.	Finansal Kurum	Kira Sertifikası	19.11.2013		
TF Varlık Kiralama A.Ş.	Finansal Kurum	Kira Sertifikası	02.12.2013		
Asya Varlık Kiralama A.Ş.	Finansal Kurum	Kira Sertifikası	16.12.2013		
Ağaoğlu Varlık Kiralama A.Ş.	Finansal Kurum	Kira Sertifikası	30.12.2013		

Kaynak:<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=downloadfile&pageid=910>, e. t. 10.03.2014

2.1. Türkiye'deki Kamu Projeleri Finansmanında Sukuk Uygulanabilirliği

İslami finans enstrümanlarının başında gelen sukuk, Türkiye'de gelir ortaklığına dayalı bir tahvil (varlığa dayalı tahvil) yöntemi olarak bilinmekte olup, köprü, baraj, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile deniz ve hava limanları ile benzerlerinden kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanların yani birtakım düzenli gelir üreten varlıkların gelirleri karşılığı çıkarılan ve bu gelirlere gerçek ve tüzel kişilerin ortak olmasını sağlayan sertifikalar olarak kabul edilmektedir (Tok,2009:56).

Başta ABD ve Avrupa olmak üzere dünyada birçok ülke, bugün 2,5 trilyon dolarlık fon potansiyeli olan Körfez borsaları ve yatırımcılarına yoğunlaşırken, Türkiye'nin de yükselen ekonomik performansı ile bu kaynaklardan pay alabileceği açıktır. Türkiye için en önemli ihtiyacın büyük altyapı projelerinin finansmanı olduğunu düşünüldüğünde, sukuk önemli bir alternatif finans kaynağıdır. Nitekim Türkiye'deki büyük ölçekli projelerin finansmanında örneğin, üçüncü köprü projesi, kanal İstanbul projesi, üçüncü hava limanı, enerji santralleri projeleri, yerli uçak üretimi projesi, Toplu Konut İdaresi'nin yapacağı yeni projeler ve Türk Hava Yollarının uçak filosunun genişletilmesi gibi projelerin finansmanında kullanılması açısından önemlidir. Burada belki asıl dikkat edilmesi gereken unsur, hangi sukuk çeşidinin seçileceği nasıl uygulanacağı hangi proje için hangi sukuk modelinin daha uygun olacağı konusudur. Öte yandan hukuki alt yapısı, finansal alt yapısı, aracı kuruluşlar ve vergi mevzuatı açısından yapılması gerekenlerin kamu otoritesi tarafından düzenlenmesi gerekmektedir. Sukuk çeşitlerine baktığımızda öneri olarak, özel altyapı finansmanına endeksli sukuk, diğer bir ifade ile İstisna sukuk modeli yukarıda saydığımız projeler için uygulanabilir. Bu modelde sertifika sahibinin sahip olduğu ürünleri imal için gerekli fonların sağlanması amacıyla ihraç edilen ve eşit değer taşıyan sertifikalardır. Üyelikten elde edilen fonlar ürünün maliyetiyken, sertifikaları ihraç edenler üreticiler (satıcı/tedarikçi) ve üyeler ise planlanan ürünün alıcılarıdır. Sertifika alıcıları ürüne sahip olurlar ve sertifikanın satış bedeline veya paralel istisna ile satılan ürünün satış bedeline hak kazanmaktadırlar. Altyükleniciyle paralel istisna sözleşmesi yapması için İstisnadaki yükleniciye izin vermesinden dolayı İstisna finansal aracılığa uygundur. Bu nedenle bir finansal kuruluş kar amaçlı bir inşaat işlemini yüklenebilir ve altyüklenici sözleşmesiyle inşa işlemini uzmanlaşmış bir firmaya devredebilir (Tok,2009:22).

Bu sukuk çeşidinin işlem adımlarına baktığımızda;

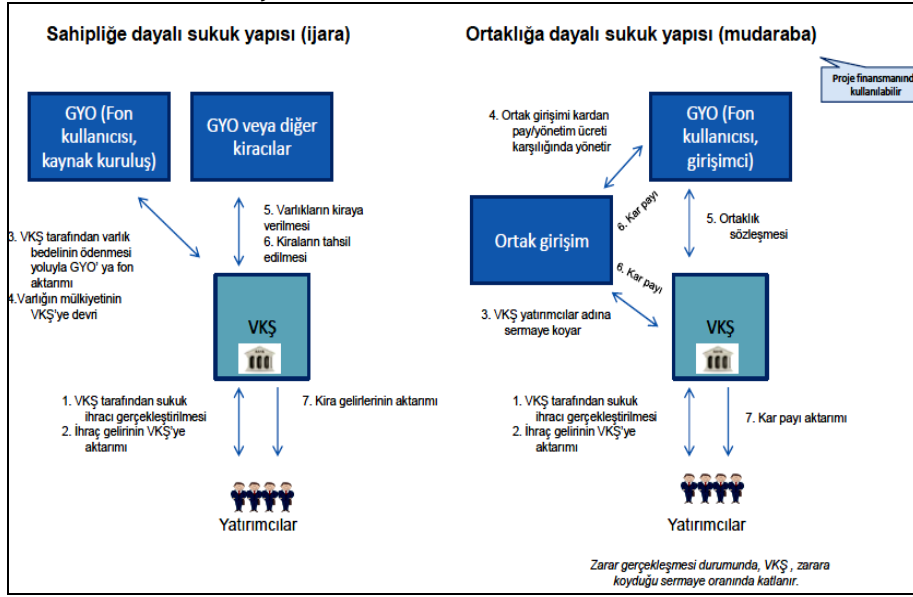
- SPV, projeye fon temin etmek amacıyla sukuk ihraç eder.
- Sukuk ihraç getirisi yüklenici/inşacı tarafından inşa ve projeyi gelecekte teslim etmek için kullanılır.
- Malın mülkiyeti VKŞ'ye devredilir.
- Mülkiyet/proje nihai alıcıya kiralanır veya satılır. Nihai alıcı VKŞ'ye aylık taksitlerle ödeme yapar.
- Getiri sukuk alıcıları arasında dağıtılır (Dede, 2013:24).

İstisna sukuk uygulamaları için Dünya örneklerine baktığımızda İstisna sukuk kullanılarak yapılan büyük proje olarak, Bahreyn Krallığının Durrat Al Bahrain olarak bilinen en büyük konut projesinin finansmanı için bir milyar

USD tutarındaki ilk aşamasının alt yapı çalışmaları için ihraç ettiği, beş yıl vadeli sukukları örnek olarak verebiliriz (cgscenter.org, 2014).

Büyük ölçekte finans kaynağı gerektiren projeler için sadece istisna sukuk alternatif değildir. Ayrıca İcra ve Mudaraba sukuklarında büyük projelerin finansman kaynağı olarak kullanılabilir. Bu bağlamda İcra ve Mudaraba sukuklarının işleyişine baktığımızda şekil 2’de görüleceği üzere icra sukuk ve mudaraba sukukların temelde bir varlığı finanse ettikleri ve yatırımcılara Varlık Kiralama Şirketleri aracılığı ile kar payı aktarımı gerçekleştirdikleri görülecektir.

Şekil 2: İcra ve Mudaraba Sukuk



Kaynak: <http://borsaistanbul.com/docs/default-source/research/orhan-erdem.pdf> e. t.10.03.2014

SONUÇ

Değişen ekonomik dengelerle birlikte günümüz dünyasında finansal ekonomik sınırların kaybolduğu ve finansal entegrasyonun gerçekleştiği görülmektedir. Son yıllarda dünya genelinde önemli bir finansal araç haline gelen sukuk, işlem hacmindeki yükseliş trendiyle önemini gittikçe artırmaktadır. Sukuk esas itibarıyla çeşitli varlıklara sahip olduğu halde likidite ihtiyacı olan iktisadi birimlerin ve yeni bir iş yapma isteğinde olup gerekli fona sahip olmayan kişilerin fon temin etmelerinde kullandıkları bir araç olarak görülmektedir. Finansal piyasalarda İslami kesimin fonlarını haram kılınan faizden yoksun olarak değerlendirebilmesini mümkün kılan sukuk, faiz yerine gelir ödenmesini gerektirdiğinden düzenli nakit akımları olan, büyük ölçekli arazi, emtia alım – satımı, enerji, su, petrol, gaz, madenler en önemli menkul kıymetleştirilecek varlıklar üzerinden düzenlenebilmektedir. Zaman içinde sadece İslami kesim tarafından değil aynı zamanda İslami olmayan kesim tarafından da en çok tercih edilen finansal enstrüman haline gelmiştir. Nitekim Körfez ülkelerinin trilyonlarca dolarlık sermayelerini ülkelere

çekmek isteyen A.B.D, Japonya ve batı Avrupa ülkeleri de sukuk piyasası ile ilgili düzenlemeler yapmaktadırlar.

Türkiye’de sukuk piyasasını incelediğimizde, mevcut hukuki mevzuat ve vergisel boyut açısından henüz olgunlaşma aşamasındadır. Diğer yandan gerek ihraç ediciler gerekse yatırımcılar tarafından her geçen gün daha fazla ilgi görmektedir. Bu nedenle Türkiye’de devlet, mahalli idareler veya özel sektör tarafından ihraç edilen klasik anlamdaki borçlanma araçlarının yanı sıra yatırımcılara İslami esaslara uygun yatırım yapabilecekleri yeni bir finansal yatırım aracı olarak görülen sukuk önemli bir alternatif yatırım aracıdır. Bu bağlamda faizle çalışan geleneksel tasarruf kurumlarına yatırım yapmayan İslami esaslara uygun yatırım yapan yatırımcıların, mâli kurumlar dışında, altın, döviz, bina, arsa şeklinde veya atıl bir şekilde saklanan fonların ekonominin hizmetine sunulması açısından sukuk işlemlerinin yaygınlaşması önemlidir. Türkiye geliştirmekte olan bir ülkedir ve gelecek yıllarda kendisine vizyon kazandıracak uluslar arası alanda rekabet edebilme gücünü artıracak,yeni köprü projesi, kanal İstanbul, yeni hava limanı projeleri, hızlı tren projeleri, enerji santralleri, yerli uçak üretimi gibi Türkiye ye çağ atlatacak dışa bağımlılığı azaltacak dev projeleri yatırım planlarına almıştır. Bu açıdan bakıldığında, bu projelerin yapılması ve devam ettirilebilmesi için elbetteki kamunun kaynakları yetersiz kalacaktır. Bu bağlamda, ciddi anlamda finansal kaynaklara ihtiyaç olacaktır. Sukuk burada önemli bir alternatif finansal kaynaktır. Çünkü sukuk için, sadece iç piyasadaki yatırımcının yatırım yapacağı bir alan olarak düşünülmemelidir. Yurtdışından özellikle zengin Körfez ülkelerindeki fon kaynaklarının ülkemize çekilmesi söz konusu olacaktır. Nitekim sukuk reel anlamda bir yatırımı finanse ettiği için doğrudan işsizlik oranlarının düşürülmesinde ve dışa bağımlılığı azaltacak projelerin finansmanında kullanılarak da dış ticaret açığının azaltılmasında önemli etkisi olabilecektir. Sonuç olarak büyük projelerin finansmanı için gerek yurtdışında gerekse yurtçinde özellikle dini hassasiyetlerinden dolayı geleneksel bankacılık sisteminin dışında kalan yatırımcıların ciddi büyüklükteki bu kaynaklarının ekonomiye kazandırılması için bazı düzenlemelere ihtiyaç vardır. Bu bağlamda, bu çalışmanın sonucunda sukuk ile ilgili mevcut Türkiye’deki yasal mevzuatlar ve vergi sistemi tekrar gözden geçirilmesi, uluslar arası sukuk piyasalarında rekabet edici sukuk çeşitlerine göre işlevsel olarak yeniden düzenlenmiş, hukuki ve vergisel mevzuatlara ihtiyaç olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca, İstanbul finans merkezi projesi kapsamında, sukuk piyasası için bir üst kurul yada ayrı bir birim oluşturulması ve İslami finans ürünlerinin piyasada daha iyi anlaşılabilmesi için, yatırımcı ofisleri açılması ihtiyacı olduğu bulgulanmıştır.

KAYNAKÇA

- AUSAF, A., 1993. Contemporary Practies of Islamic Financing Techniques, Islamic Development Bank, s.33
- COMMERZBANK CORPORATES & MARKETS. 2012. "The Sukuk Market", Emerging Market, 28 Ağustos, s.8
- DEDE, K., 2013. Sukuk Kira Sertifikaları. Türkiye Katılım Bankaları Birliği, <http://www.tkbb.org.tr/onemli-basliklar.aspx?pageID=87> (Erişim Tarihi: 07.03.2014)
- ELGARİ, M. A., 1997. "Short Term Financial Instruments based on Salam Contracts, in Ausaf Ahmad and Tarigullah Khan, Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, 1997, s. 66.
- GÜNGÖREN, M., 2011. Katılım Bankalarında Menkul Kıymet İhracının (Seküritizasyon)Yapısal Farklılık Gösteren Finansal Piyasalarda Uyum Modellemesi: Sukuk Örneği. Yayınlanmamış Doktora Tezi, T.C. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul-2011.
- HALICI, Ü. A. ve HALICI A., 2013. "Finansman Temininde Yeni Bir Argüman: Sukuk (Varlığa Dayalı Kira Sertifikası), Lebib Yalkın Dergisi, Sayı 117, ss.238-245.
- KHAN, M. A., 2003. Islamic Economics and Finance: Glossary. 2.Edition. London: Routledge, s,129.
- KÜÇÜKÇOLAK, N., 2008. "Faizsiz Finansman Sertifikası Sukuk'un Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi", Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı 520, ss.23-37
- ÖZEL, A., 2013. İslami Yatırım Fonları, 2013, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü.
- ROBERT G. ve İsmail, Arshad 2007. Regulating Islamic Capital Markets, Islamic Finance The Regulatory Challenge, Simon ARCHER ve Rifaat Ahmed Abdel Karim (Ed.), John Wiley&Sons (Singapore), s.283
- SEVİNÇ, E., 2013. Sukuklardan Oluşan Eşit Ağırlıklandırılmış Portföy ile Türkiye'de İhraç Edilmiş Eurobondlardan Oluşan Eşit Ağırlıklandırılmış Portföyün Riske Maruz Değerinin Karşılaştırması. Türkiye Bankalar Birliği Dergisi, 86:78-100.
- TOK, A., 2009. İslami Finans Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirme, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü.
- TUNÇ, H., 2010. Katılım Bankacılığı: Felsefesi, Teorisi ve Türkiye Uygulaması. 8. Basım. İstanbul: Nesil Yayınları
- UÇAR, M., 1993. Türkiye'de Dünyada Faizsiz Bankacılık ve Hesap Sistemleri 1. Basım. İstanbul: Finansal Eğitim ve Yardımlaşma Vakfı Yayınları
- USMANİ, M. T., 1998. An Introduction to Islamic Finance. <http://www.muftitaqiusmani.com/images/stories/downloads/pdf/an%20introduction%20to%20islamic%20-finance.pdf> (Erişim Tarihi: 24.02.2014)
- WILSON, R. 2004. "Overview of the Sukuk Market", ADAM, N. ve THOMAS, A. (eds), Islamic bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk, (3-17), Londra, Euromoney Books.

İnternet Kaynakları

- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) (2014). Islamic Financial Definitions <http://www.aoifi.com/aoifi/-IslamicFinancialDefinitions/tabid/209/language/en-US/Default.aspx> (Erişim Tarihi: 09.03.2014).
- Borsa İstanbul (2010). www.borsaistanbul.com/docs/defaultsource/research/orhanerdem.pdf (Erişim Tarihi: 10.03.2014)
- Cgscenter (2012). "Sukuk Nedir, Nasıl Oluşturulmaktadır, Geleneksel Bono ve Sekürütizasyondan Farkı Nedir?" <http://www.cgscenter.org/doc/SUKUK%20NEDIR.pdf>(Erişim Tarihi:04.03.2014)
- Ernst&Young(2012). Günümüzün gözde finansman aracı: Sukuk Report,[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Sukuk/\\$FILE/sukuk%20makalesi8.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Sukuk/$FILE/sukuk%20makalesi8.pdf)(Erişim Tarihi: 22.02.2014)
- International Islamic Financial Market(2013).<http://www.iifm.net/-documents/iifm-sukuk-report>(Erişim Tarihi: 24.02.1014)
- Sermaye Piyasa Kurulu (2010). Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" Hakkında Basın Duyurusu. Sermaye Piyasa Kurulu <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx-?aid=201041-&subid=0&ct=c>. (Erişim Tarihi:10.03.2014)
- Sermaye Piyasası Kurulu (2010). Kira Sertifikalarına Ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ. Resmî Gazete.27539. (Erişim Tarihi:10.03.2014).
- Sermaye Piyasası Kurulu(2013). İzahname İhraç Belgesi Onaylanan Borçlanma Ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları Özet Durum Tablosu, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=downloadfile&pageid=910> (Erişim Tarihi: 10.03.2014)
- Türkiye Katılım Bankaları Birliği (2010). Önemli Başlıklar, <http://www.tkbb.org.tr/onemli-basliklar.aspx?pageID=87sukukkira-sertifikaları> (Erişim Tarihi:09.03.2014)
- Zawya (2013). Sukuk Perception and Forecast Study, <http://www.zawya.com/-sukuk/perception-and-forecast-study/2013/> (Erişim Tarihi: 07.03.2014)