YATIRIM VE PROJE FİNANSMANINDA KİRA SERTİFİKALARININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

Geliş Tarihi:18.01.2018 Kabul Tarihi:21.02.2018

Recep Ali KÜÇÜKÇOLAK[*]
ORCID: 0000-0001-7959-1242

Murat KASIMOĞLU[**]
ORCID: 0000-0002-7407-5991

ÖZET

Bu çalışmada, yatırım ve proje finansmanı süreçlerinde yeni bir alternatif sunan İslami fonlama enstrümanları içerisinde sukuk ve Türkiye'deki tanımlamayla kira sertifikalarının ihracının yasal dayanak kazanmasından sonra kavramsal çerçevesinin irdelenmesi, önceki ve yeni kira sertifikaları tebliğinin karşılaştırmalı olarak analizinin ardından bundan sonraki ihraçlarda ihracın başarılı olmasını etkileyen ve dikkat edilmesi gerekli hususların üzerinde durulmuştur. Çalışmamız uluslararası alanda ve Türkiye uygulamasında kira sertifikalarının modellenmesi ve işleyişi üzerinde durduktan sonra, proje finansmanı süreci ve özelliklerinin irdelenmesi, kira sertifikalarının proje finansmanında kullanımı, özel sektörün büyüme finansmanı ve Türkiye'de kira sertifikası piyasasının gelişimi incelenmiştir. Kira sertifikası piyasasının Türkiye'de büyütülmesi ve derinleştirilmesi için öneriler yapılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kira Sertifikası, Sukuk, Proje Finansmanı, Varlık Kiralama Şirketi, Faizsiz Finans

PROJECT FINANCE AND THE CONCEPTUAL FRAMEWORK OF SUKUK (LEASE CERTIFICATES)

ABSTRACT

The purpose of this study is to explore and discuss the conceptual framework of sukuk (lease certificates) and local legislation experiences . To compare previous and new the Capital Market Board Communique is the other important purpose of this study . The study has been focused the factors that affect the success of sukuk issuances. The study also discuss local and international developments on the sukuk markets. Different sukuk models and practices has been examined. One of the other main part of the study is to explore role of sukuk on the project finance. The study also suggest the recommendations to develop of the sukuk market in Turkey.

Keywords: Lease Certificate, Sukuk, Project Finance, Special Purpose Vehicle, Islamic Finance

[*] *Dr. Öğretim Üyesi, İstanbul Ticaret Üniversitesi*
[**] *Prof. Dr. İstanbul Ticaret Üniversitesi.*

1. KİRA SERTİFİKALARI (SUKUK) GENEL YAPISI

1.1. Uluslararası Gelişim

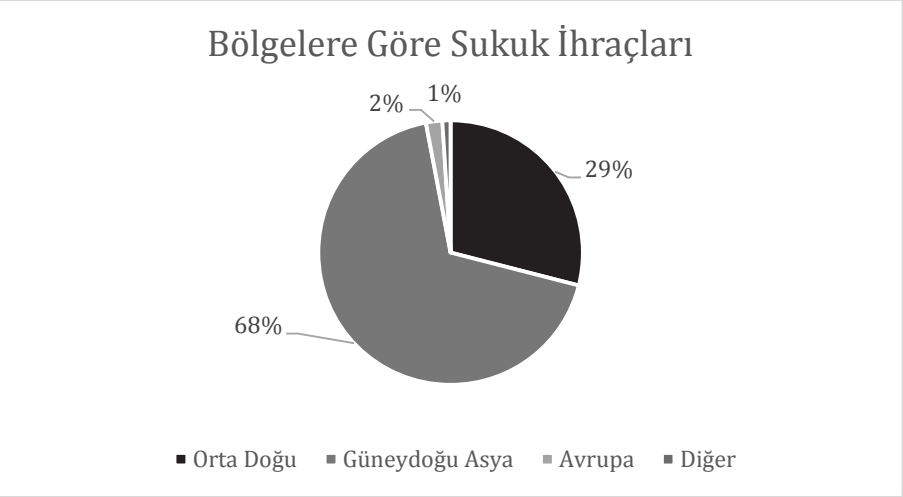
Modern anlamda İslami Finans Sisteminin (İFS) temeli Malezya'da 1983 yılında İslami Bankacılık Kanunu çıkarılarak, ilk İslami prensiplere göre çalışan bankanın kurulmasıyla atılmıştır. İzleyen dönemde Malezya'da ilk takaful (İslami usullere uygun sigortacılık) şirketinin kurulmasına yol açan Takaful Kanunu 1984 yılında kabul edilmiştir. Yapısal finansal çerçevenin kurgulanması amacı ile 1993 yılında İslami Bankalararası Para Piyasası kurularak İslami finansal enstrümanlar için yapısal İslami bankacılık pencereleri oluşturulmuştur. İlk sukuk ihracı 1990-1991 yıllarında gerçekleşmiştir. 1996 yılında Menkul Kıymetler Düzenleyici Otoritesi'ne bağlı olan İslami esaslara uygunluk onayını veren bir danışma kurulu kurulmuştur. Yasal ve idari çerçevenin ana noktalarının oluşturulması ile 1997 yılında, İslami fonların gelişmesini hızlandıran ilk faizsiz finans prensiplerine uyumlu hisse senetleri listesinin oluşturulması sağlanmıştır.

Yeni milenyum ile birlikte global sukuk ihraçları önemli ölçüde artışlar kaydetmiştir. Sukuk ihraçlarında önde gelen piyasalar halihazırda Malezya ve Körfez ülkelerinde yoğunlaşmış olmakla beraber, bu finansal enstrümanlara olan ilginin artması nedeni ile Afrika, Doğu Asya ve Avrupa'da kurumsal ve perakende yatırımcının ilgisi ile yeni ihraçlarla çeşitlilik giderek artmaktadır. İhraçlar genelde Malezya Ringit'i ve ABD Doları bazlıdır. Arz ve talep dinamikleri açısından irdelendiğinde sukuk talebi, arz miktarının üstünde gerçekleştiğinden ihraç aşamasında arzın üstünde taleple karşılaşılmaktadır. Sukuk yatırımcılarının genel yatırım tutumu ve stratejisi vade sonuna kadar "Satın al ve Tut" yaklaşımı olarak şekillenmektedir.

Finansal derinlik ve çeşitlilik açısından bakıldığında ise, sukuk ihraçlarının ciddi oranda büyüme potansiyeli bulunmaktadır. Yeni ve dinamik bir yatırımcı talebi dikkate alındığında altyapı yatırımlarının finansmanında sadece müslüman ülkelerde değil Anglo-Sakson eğilimli ülkelerde de potansiyel bir finansman aracı olabileceği göz önünde bulundurulmaktadır. Dolayısıyla, piyasa gelişiminin hızlanması ve olgunlaşması için sınır ötesi yatırım değerlendirmeye yönelik yorum ve uygulama farklılıklarının bir koordinasyon çerçevesinde ele alınması yerinde olacaktır.[1] Sukuk piyasası, özel sektörün finansman ihtiyacı ve alt yapı yatırımlarının finansmanı ile birlikte kamu finansmanı ve borç yönetiminde önemli bir taktiksel araç olarak kullanılabilir. [2]

[1] *Skully, Michael T., Securitization Issues and Islamic Financial Products With Reference to Sukuk, 2012.*
[2] *Saidi, Nasser,H., Stylized Facts About Islamic Sukuk Markets, 2012.*

Tablo 1: Bölgelere Göre Sukuk İhraçları Dağılımı



Kaynak: IFSB, HSBC, Kuwait Finance House Research, Zaywa,2014

Sukuklar ihraççılara varlık çeşitlendirmesi kanalı ile orta ve uzun vadeli finansman imkanları sağlamaktadır. Makro seviyede devletlerin altyapı ve proje finansmanı için ihraç ettikleri sukuklar (sovereign sukuk) bir yandan sermaye piyasalarında islami fonlama esaslarına uygun bir araç imkanı sunarken diğer yandan özel sektör ihraçları için referans fiyat oluşumunun temel alındığı bir temel platform oluşturmaktadır. Buna ilave olarak sukuklar ayrıca ülke merkez bankalarına likidite yönetiminde yeni alternatifler sunmaktadır. Bahreyn, Malezya ve Katar bu likidite imkanını etkin kullanan ülke piyasaları arasındadır.

Bankacılık kesimi kaynaklarının daha sınırlandırıcı yapısına karşılık sukuk kaynaklı finansman imkanları altyapı finansmanına yönelik enstrüman açığını kapatmak için esneklik sağlamaktadır. Özellikle Malezya, hava alanları, limanlar ve karayolları gibi altyapı yatırımlarının finansmanında sukuk ihraçlarını ciddi oranda kullanmaktadır. Körfez ülkeleri de bu finansman yöntemini tercih etmektedirler. Finansal enstrümanların likidite ve mobilitesinde kalite göstergesi olan geçerli teminat olabilme özelliği kapsamında altyapı projelerinde sukuklar tercih edilen bir teminat yapısını ortaya koymaktadır. İslami yapıda çalışan finansal kurumlar için için önemli bir tespit, İslami finans esaslarına uygun çalışan para piyasalarının olgunlaşma sürecinde sukuk tabanlı finansal ürünlerin büyüme potansiyelidir. Uygulamaya yönelik yapıda IFSB (The Islamic Financial Services Board) tarafından 2014 yılında yapılan bir araştırmada 24 ülkeden sadece 6'sında islami esaslara uygun bir nihai ödünç verme mekanizması (last resort) bulunması, gelecek dönemde koordinasyon ve uyumun sağlanması halinde bu sayının artabileceğine işaret etmektedir

Global ölçekte sukuk ihraçlarının üçte ikisi halihazırda Malezya'da ihraç edilmekte olup, Malezya'daki ihraçlar ise nicelik olarak yerel para cinsinden gerçekleşmektedir. İhraçlar açısından Malezya'yı Körfez bölgesi ülkeleri takip etmekte (Gulf Cooperation Council/GCC) dolar bazında ve uluslararası piyasalar odaklı gerçekleştirilmektedir. Endonezya, Pakistan ve Türkiye sukukun finansman aracı olarak gelişmeye başladığı diğer ülkeler olarak öne çıkmaktadır. Rekabet ve göreceli avantaj imkanlarını korumak amacı ile konvansiyel finansman yöntemlerinin oldukça güçlü olduğu İngiltere, Hong Kong, Lüksemburg, Güney Afrika ve Çin'de de sukuk ihraçları başlamış durumdadır.

Kamu/Özel sektör sukuku ayrımı incelendiğinde devletlerin ihraç ettikleri sukukların kısa vadede daha fazla pay aldığı, özel sektör şirketlerinin ihraç ettikleri sukukların ise 2014 yılı itibariyle toplam piyasanın % 40'ına ulaştığı görülmektedir.

Sukukların ana nitelikleri itibari ile İslami Finans prensipleri açısından belirli hususlara uygunlukları sağlanmalıdır:

i. Sukuk aracılığıyla artırılan fonların, helal kabul edilen faaliyet kaynaklı olması gereklidir.
ii. Elde edilen fonların maddi varlıkların finansmanında kullanılması mümkündür. Varlıkların özelliği önemli olduğundan, sukuklar tahvillerden farklılaşarak ihraççının genel finansal ihtiyaçlarının karşılanması için kullanılamaz.
iii. Sukuk yatırımcılarının elde ettiği gelirler dayanak varlıktan kaynaklı gelirler olması gereklidir.
iv. Sukuk yatırımcıları dayanak varlığın sahiplik hakkına ve ondan kaynaklı nakit akışına sahiptirler.
v. Diğer tüm İslami finans enstrümanlarında olduğu gibi getirilerde sabit bir garanti bulunmamalıdır.

1.2. Farklı Modellemeler

Sukukların dayanak varlığa yönelik olarak ihracının modellenmesindeki farklılıklar aşağıdaki şekildedir.

Varlığa Dayalı Sukuklar (Asset Backed Sukuk)	**Varlık Bazlı Sukuklar (Asset Based Sukuk)**
SPV'ye (Special Purpose Vehicle/Özel Amaçlı Kuruluş) varlıklar nihai gerçek satış niteliğinde yapılır	SPV'ye geri alınmak üzere varlık satışı yapılır
Sukuk sahipleri dayanak varlığa rücu etmek hakkına sahiptirler	Sukuk sahipleri dayanak varlığa tamamen veya kısmen rücu hakkına sahip değildirler

Dayanak varlık üçüncü taraflara satılabilir.	Kaynak kuruluş tek alıcı konumundadır.
Varlıklar vade sonunda piyasa değeri üzerinden satın alınır.	Geri alım değeri olarak belirlenen değer üzerinden satın alınır.
Sukuk sahipleri varlıkların değerlenmesinden yararlanırlar.	Sukuk sahipleri dayanak varlıkların değerindeki yükselişten yararlanmazlar.
Dayanak varlığın türü ve değerine göre teminatlandırılmıştır.	Teminatlandırılmamıştır. Kaynak kuruluşun teminatsız borcu gibi derecelendirilir.

Islamic Finance and Sukuk, Bacha, O.I. 2013

İcara sukuk yapısında sukuk sahiplerinin İslami finans açısından sukukun dayanağı olan maddi varlığın mülkiyetine sahip olması zorunlu olmakla birlikte uygulamada var olan sukuk sahibi/sahiplerinin adına mülkiyet kaydının zorluğu nedeniyle fon ihtiyacı bulunan kaynak sahibinin (originator) kurduğu SPV dayanak varlık açısından sukuk sahiplerinin yediemini gibidir. [3] bazı özel uygulamalarda ise vergisel ve devlet mallarının bölünemezliği gibi nedenlerle kaynak kuruluş (originator) tarafından dayanak varlığın SPV'ye transfer edilmesi de mümkün olamayabilir. Bu durumda mülkiyetin SPV'ye geçirilememesi durumunda bunu telafi edici şekilde kaynak kuruluştan teminatlar ve diğer garantiler alınması seçeneği kullanılabilir. Ayrıca böyle bir örnekte sukuk sahipleri dayanak varlıklar yerine kaynak kuruluşa(originator) başvurabilirler. Bu gelişmeler sukuk uygulamalarında varlığa dayalı sukuklardan (asset-backed sukuk) varlık bazlı sukuklara (asset based sukuk) geçişe yol açmıştır.[4]

Yine uygulamada finansmanda çeşitlilik ve esneklik öncelikli ihtiyaçları karşılamak üzere sukuk türlerinden biri de hibrid (karma) sukuk ihraçlarıdır. Böyle bir durumda dayanak varlık havuzunda sadece icara sukuk sözleşmeleri değil, murabaha ve istisna sözleşmeleri de yer alır. Bu yapı fonların mobilizasyonuna daha fazla imkan verir. [5] Dolayısıyla Hibrid Sukuklar daha ziyade sözleşmelerin yeniden finansmanı aracı niteliğindedir. Bu yönü ile menkul kıymetleştirmeye benzemekte olup yatırımcı açısından seçim esnekliği sağlamaktadır. Hibrid sukuk yapısının işleyişinde, önce kaynak kuruluş (originator) dayanak varlıklarla birlikte murabaha ve istisna sözleşmelerini de SPV'ye transfer eder. [6] SPV, sukuk ihraç eder ve sukuk alıcılarından topladığını kaynak fonları kuruluşa yönlendirir. Ayrıca icara, murabaha ve istisna sözleşmelerinden gelen gelirleri de sukuk sahiplerine

[3] Saeed, Abdullah, Salah, Omar, History of Sukuk, Pragmatic and İdealist Approaches to Structuring Sukuk, 2012.
[4] Saeed, Abdullah, Salah, Omar, age s. 55, 2012; Haneef, R., "From Asset-Backed to Asset Light Structures: The Intricate History of Sukuk, s. 66, 2009.
[5] Tariq, A.A., Dar, H., "Risks of Sukuk Structures: Implications for Resource Mobilization", s.205, 2007.
[6] ,Istithmar, Dar Al, "Sukuk, An Introduction to the Underlying Principles and Structure, s.33, 2006.

öder. Belirlenen vade tarihinde de kaynak kuruluş varlıklarla birlikte murabaha ve istisna sözleşmelerini SPV'den geri satın alır.[7] Genelde hibrid sukuklarda varlık havuzunun % 51'inin icara sukuk kaynaklı maddi varlıklardan oluşması istenir. Zira murabaha ve istisna sözleşmeleri borç yaratma özellikleri nedeniyle İslami finans prensiplerine göre ikincil piyasalarda işlem görememektedir. [8]

2. PROJE VE YATIRIM FİNANSMANI

2.1. Proje Finansman Süreci ve İşleyişi

Proje finansmanı, genel anlamda amaca yönelik altyapı projelerinin finanse edilmesi şeklinde tanımlanabilir. Bu çerçevede proje finansmanının bileşenleri açısından değerlendirildiğinde, organizasyonel yapının net olarak kurgulanması, finansal mekanizmanın işleyişinde zaman/vade ve maliyet/getiri bileşenleri ön plana çıkmaktadır.

Proje finansmanında ele alınan projelerin devamlılığı ve tamamlanması ile faaliyete geçmesi aşamalarında maliyet unsurları ve buna bağlı nakit çıkışları/finansman ihtiyaçlarının proje harcamaları ile uyumlandırılması hayati öneme sahiptir.

Proje başlamadan önce öngörülen nakit akışları ile operasyonel aktivitelerin tamamlanma planları ve bir sonraki aşamaya geçmek için ortaya çıkabilecek finansman darboğazlarını (yatırım için kredi sağlamadan önce) finansal bakış açısıyla değerlendirmek esastır.

Proje finansmanında ticari amaçlı ve/veya kamusal dışsallığın ön planda olduğu altyapıların tesis edilmesine ve gelişmesine yönelik olarak yapılan projeler öne çıkmaktadır.

Özel sektör açısından bakıldığında 1990'lardan 2000'li yıllara kadar proje finansmanını daha çok endüstriyel projeler için kullandıkları görülmektedir. Madenler, boru hatları ve petrol sahaları, ücretli yollar, enerji santralleri ve telekomünikasyon sistemleri bunlara verilebilecek örneklem içinde önde gelmektedir. 2000'li yıllarda ise özel sektör endüstriyel projelerin yanında sosyal altyapı projelerinin finansmanına da yönelmiştir. Bunlar arasında okul, hastahane, vb. gibi ekonomik dışsallığın pozitif olduğu alanlar bulunmaktadır.

Makroekonomik anlamda ekonomik büyüme ve kaliteli gelişim ile ilgili yapılan çalışmalarda, altyapı yatırımlarının, bir ülkenin Gayrisafi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'sı ile arasında lineer ilişkinin olduğu sonucuna varılmıştır. Çarpan etkisi bazında son yıllarda altyapıya harcanan her bir dolar yatırımın, GSYİH da 1.59 $'lık

[7] *İstithmar, Dar Al, age, s. 33., 2006.*
[8] *Tariq and Dar, age, s.205., 2007.*

bir artış sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Ülkeler açısından kendine özgü icra edilen gelişmişlik çalışmaları incelendiği zaman ise yetersiz (uygun olmayan) altyapının ekonomik büyümede önemli engel teşkil ettiği sonuçlarına ulaşılmıştır.

Bu açıdan irdelendiğinde, planlı bir ekonomi değil ancak fayda/maliyet analizi açısından büyümede pozitif ivmelenme için birçok ülke, geleceğe yönelik olarak altyapı çalışmalarına olan ihtiyaçlarını tahmin etmeye çalışmaktadır. Bu anlamda önde gelen ülkelerin makro ölçekte 2030 yılına kadar altyapı harcamaları için 24 ila 34 trilyon $'a ihtiyaç duyulacağı tahmin edilmektedir. Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Teşkilatı (OECD), 2030 yılına kadar altyapı yatırımlarının (harcamalarının) 70 trilyon $'a mal olacağını öngörmektedir. Bu tür yatırımların hem dünya ekonomisi hem de küresel ticareti geliştirmede önemli bir rolünün olacağı görülmektedir. Bu nedenle, özellikle gelecek açısından gerek altyapı yatırımcı firmalar gerekse devletlerin bu projeleri gerçekleştirmede çözüm odaklı yaklaşımlar geliştirmeleri büyük önem taşımaktadır.

Güncel perpektifte bakıldığı zaman hem Türkiye açısından hem de İstanbul özelinde bu tür yatırımların kayda değer oranda finansman ihtiyacının olacağını söyleyebiliriz. Özellikle İstanbul bağlamında önümüzdeki süreçte sadece altyapı ve raylı sistem yatırımlarının finansman ihtiyacının 30 milyar dolar civarında olması beklenmektedir.

Bütün bu projelerin finansman süreci kısaca şu şekilde ifade edilebilir: Projenin işleyiş finansman güvenliğinde sürdürülebilirlik ve içselleşme olarak karşımıza çıkmaktadır. Ekonomik olarak ayrışabilir sermaye yatırımı projesini finanse etmek için

I. Sınırlı rücu edilebilir (limited recourse) ya da
II. Rücu edilemez (non-recourse) temelli fon

sağlamak olarak tanımlanmaktadır.

Bu tanımda can alıcı nokta olan "sınırlı rücu edilebilir" ya da "rücu edilemez" kavramlarını açıklamaktır.

Sınırlı rücu edilebilir (limited recourse) ya da rücu edilemez (non-recourse) kavramı, finansman sağlayan bankanın/ kurumun geri ödemelerini kredi verdiği yatırımın nakit akışlarından tahsil edebileceği ve kredi alan yatırımcının/kurumun bu iş dışındaki varlıklarına dokunamayacağı finansman modelini ifade etmektedir.

Her iki analizde de rücu edilemez (kredi/borç geri ödemelerinin başka hiçbir kaynaktan değil, sadece proje yatırımında sağlanan nakit akışlarından yapılan) kavramlarının kullanılması proje finansmanının temel özelliğini "İçselleştirme" ortaya koymaktadır. Proje finansmanı kaynağı olmayan, borçlarla/ kredilerle finanse edilen ve sponsor olarak adlandırılan bir ya da daha fazla kurumsal firmadan öz

sermayesini alan, yasal ve bağımsız bir şekilde projelendirilen yeni bir şirketin (special purpose vehicle-SPV) tek amaçlı sermaye/ duran varlık yatırımının finansmanını amaçlamaktadır.

2.2. Proje Finansmanının Özellikleri

Proje finansmanının üç kritik özelliği bulunmaktadır:

I. Birincisi, maddi duran varlık anlamına gelen sermaye varlıklarına yapılan bir yatırımın olduğu, bu noktada sermaye varlıkları (capital assets) terimi ile endüstriyel ve altyapı projelerini kapsadığı belirtilmektedir.

II. İkinci olarak, proje varlıklarını elinde bulunduran yasal bağımsız bir kuruluş (SPV) kavramının kullanılması ile proje finansmanına yönelik organizasyonel bakış açısı vurgulanmaktadır. Proje finansmanı ile varlıklar ve yükümlülükler "Sponsor" diye adlandırılan kredi alan şirketin bilançosunda değil, alınan kredi ile yeni bir kuruluş (SPV) kurularak, bu yeni kuruluşun bilançosunda gösterilmektedir.

III. Üçüncü olarak, finansmanın rücu edilemez olmasının altı çizilmektedir, proje ile yeni kurulan şirket resmi olarak sponsor firma(lar)dan bağımsızdır. Kredi borcu sponsorun kaynakları dışında şekillenecektir. Dolayısıyla tüm bu özellikler proje finansmanını diğer finansman şekillerinden ayırmaktadır.

2.3. Kamu Özel Ortaklığı Modeli

Proje finansmanında kamu ve özel sektör işbirliğinin somut bir uygulaması olan PPP (Public Private Partnership/Kamu Özel Ortaklığı) modeliyle başta altyapı projeleri olmak üzere büyük ölçekli yatırım projeleri hayata geçirilebilmektedir. Yap İşlet Devret (Build, Operate, Transfer) yöntemiyle özel sektörün de büyük ölçekli projelerde yer alması giderek artmıştır. Bunu etkileyen çeşitli faktörler bulunmaktadır.

i.Artan nüfus ve ekonomik büyüme ilave altyapı ihtiyacını ortaya çıkarmaktadır.

ii. Uluslararası önemli taahhüt şirketleri azalan gelirlerine karşılık yeni projelere yönelme ihtiyacı duymuşlardır.

iii. Global piyasalardaki rekabet önde gelen tedarikçilerin başta enerji ve ulaşım sektörleri başta olmak üzere ekipmanlarını ve ürünlerini satmak için projelerin yüklenicisi olma isteklerini artırmıştır.

iv. Pekçok devlet ve uluslararası kredi kuruluşları özel sektörün de gelişimine hassasiyet göstermişlerdir. [9]

3. FİNANSMAN ARACI OLARAK SUKUKLAR

3.1. Özellikleri ve İhraçlar

Sukuk genel itibariyle sadece likiditeyi ve nakit akışını değil, aynı zamanda mülkiyet hakkı ve yararlanma hakkını birlikte ihtiva eder. Bu, sukuku geleneksel borçlanma araçlarından ve bonolardan farklılaştıran en önemli noktadır.

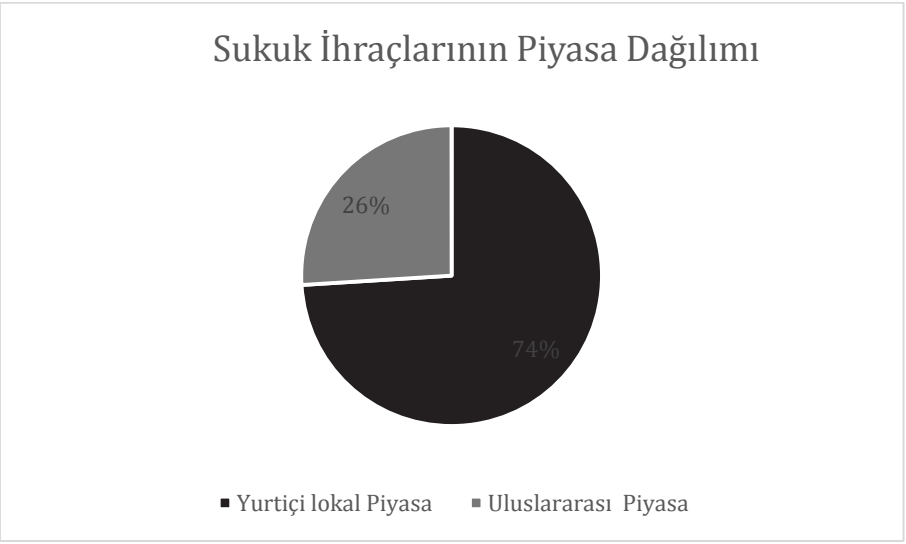
Bonolar belli bir vade ve belli bir faiz oranı taşıyan borçlanma araçlarıyken, sukuk sahipleri dayanak varlıklar üzerinde tam tasarruf hakkını elde etmektedirler. Sukukların borçlanma araçlarıyla benzerlikleri arasında ise pazarlanabilirlikleri, farklı tiplerde olabilmeleri ve derecelendirilebilmeleri sayılabilir. [10]

Sukukların temel prensiplerinden biri varlığa dayalı olarak ihraç edilmesidir. Eğer varlığa dayalı bir yapı bulunmuyor ise, o zaman fonlama da yoktur şeklinde özetlenebilecek bu prensip, sukuk modellemelerinin temelini teşkil eden hususlardan biridir. [11]

Geleneksel tahvil ihraçlarında ödünç alınan tutarın geri ödenmesi söz konusu iken, sukuk ihraçlarında alacaklarda kısmen sahiplik (murabaha), kiralama (icara), inşaat ve imalat (istisna), varlıkların taksitli olarak teslimi (salam), ortak girişim (mudaraba), yatırım (istitmar), ana sermayenin garanti edilmediği ve getirinin dayanak varlığın performansına göre değiştiği yapıları kapsamaktadır.

[9] *Payne, Helen, Financial Risk Distribution in Build, Operate and Transfer Projects, 1995.*
[10] *Nathif J. Adam, Thomas, Abdulkader, Islamic Bonds, Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk, Euromoney Books, 2004.*
[11] *Ariff, Mohamed, Safari, Meysam, Mohamad, Shamsher, The Islamic Debt Market for Sukuk Securities, EE, 2012.*

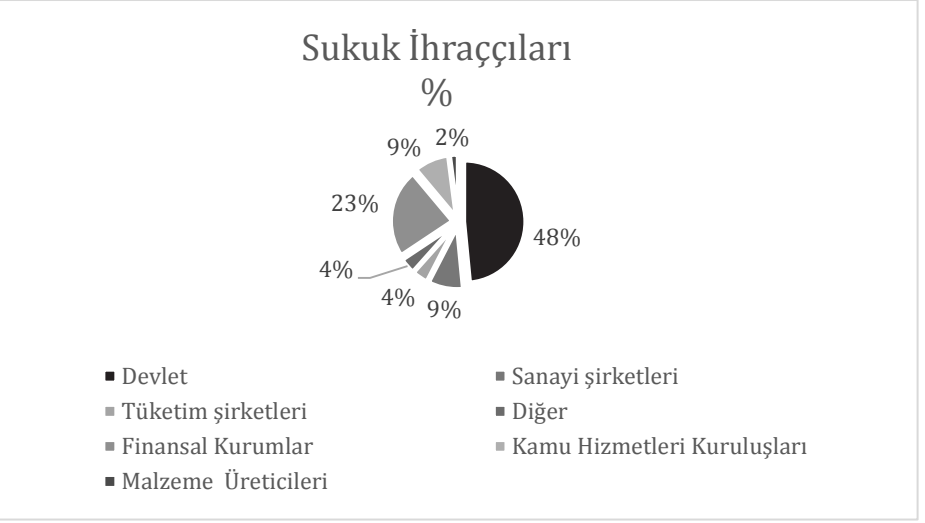
Tablo 2: Sukuk İhraçlarının Piyasa Dağılımı



Kaynak: IFSB, HSBC, Kuwait Finance House Research, Zaywa,2014

Faizsiz bankacılık uygulamaları temelinde şekillendirilmiş ve uluslararası piyasalarda giderek artan bir önem kazanan sukuk sermaye piyasası aracı olarak ülkemizde de hem kamu hem de reel sektör borçlanmalarında öneminin artması beklenen bir finansal üründür. Sabit getiri, faiz taşıyan borçlanma araçlarına İslami finans sisteminde izin verilmemektedir.

Tablo 3: Sukuk İhraççıları



Kaynak: IFSB, HSBC, Kuwait Finance House Research, Zaywa,2014

Sukuk ihraçlarına yönelik piyasa altyapısının güçlendirilmesi ihraçların hacminin artırılmasında kritik ağırlığa sahiptir. Sukukların vergilendirilmesinde piyasanın oluşumunun desteklenmesi, İslami Finans esaslarına uyum ve doğru menkul kıymetlendirme amaçlarıyla giderek daha sofistike hale gelen yapıları nedeniyle sağlam bir piyasa altyapısına sahip olunması öncelikli önem taşımaktadır.

3.2. Özel Sektörün Büyüme Finansmanı

Özel sektör şirketlerinin büyüme finansmanında sukuk ihracına yönelmeleri yavaş bir gelişim göstermektedir. Bu durumda özel şirketlerin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık konularında çekinceleri ile birlikte ürünler ve sağlayacağı faydalar konusunda yeterince bilgi sahibi olmamaları da önemli etkenler arasındadır. Özel sektör şirketlerinin sukuk ihraçlarından sağlayabileceği yararlar arasında; [12]

i. Geleneksel bankacılık kesiminden finansman alternatifleri dışında yeni bir finans kanalına ulaşarak şirket finansman alternatiflerini genişletmek,
ii. Bilanço dışı finansman yoluyla şirketin borçluluk oranlarının yükselmesini önlemek,

[12] *Nathif J. Adam, Thomas, Abdulkader, Islamic Bonds, Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk, Euromoney Books, 2004.*

iii. Geleneksel bankacılık kesiminden sağlanan fonlamaya göre daha az maliyetle fonlama yapmak,
iv. Bankacılık kredilerine göre daha uzun vadeli fon kullanabilmek,
v. Şirketin piyasadaki repütasyonunu katkıda bulunmak,
vi. Banka kanallarının yoğun kullanımını önlemek nedeniyle diğer stratejik yatırımlara daha fazla imkan bulabilmek sayılabilir.

3.3. İhraçlarda Karşılaşılan Güçlükler

Sukuk ihraçlarında pek çok ülkede halen güçlük doğuran hususlar aşağıdaki gibi belirtilebilir:

i. Yeddiemin ve menkul kıymet düzenlemelerinin ya yeterince gelişmemiş olması veya henüz olmaması,
ii. İflas ve ödeme aczi rejimlerinin yeterince gelişmemiş olması,
iii. Vergilendirme sistemlerinin sukuk sözleşmelerinin özelliklerini dikkate almaması,
iv. Kredi ve borç değerlendirme araçlarının yeterince gelişmemiş olması,
v. Merkezi bir kurulun bulunmaması nedeniyle İslami esaslara uygunluk konusundaki yorumların farklı olması,
vi. Hukuk sisteminin geçmişte yaşanmış ödeyemezlik (default) durumlarında güçlük yaşamış olması,
vii. Bankalararası para piyasalarının ve merkez bankası açık piyasa işlemlerinin eksikliğinin ve yeterince gelişmemiş olmasının piyasa likiditesini olumsuz etkilemesi

Sukuk piyasasının gelişimini etkileyen unsurlar arasında finansal enstrümanın standardizasyonu, yatırımcının korunması, yönetim ve likidite zayıflığı uluslararası düzeyde üzerinde durulan konular arasındadır.

Literatürde uluslararası uygulama ve standart uyumunu sağlamak için AB'deki "European Financial Passport" uygulamasına benzer bir "İslami finansal pasaport" uygulaması üzerinde çalışılması önerilmektedir.[13]

Sukuk piyasalarının regüle edilmesinde önem taşıyan hususlardan önde gelen kriter faizsiz finans prensiplerine uygunluğu sağlayacak yapının kurulmasıdır. Mevcut sukuk piyasalarında İslami esaslara uygunluk veren yapılanmalar üç şekilde kurgulanmaktadır.

I. Batılı ülkelerde düzenleyici otoriteler doğrudan bu alana girmeden şeffaflık ve yatırımcının doğru bilgilendirilmesiyle ilgilenmektedir.

[13] *Saidi, Nasser H. , age, s.152, 2012.*

II. Malezya gibi modellerde ise bu uygunluğu kontrol etmekle yükümlü merkezi bir kurul görev yapmaktadır.
III. Dubai modelinde ise İslami finans konularında çalışan firmaların bünyelerinde bir gözetim kurulu bulunması gerekli görülmektedir. [14]

Özel sektör sukuk ihraçlarında özellikle farklılık taşıyan konuların başında, herhangi bir nedenle yüklenicinin/kurucunun iflası veya ödeyemezlik durumu karşısında yatırımcıların sukukun dayanağı olan varlıklar üzerindeki haklarını kullanma süreci gelmektedir. Uluslararası uygulama örneklerinin bir kısmında, bunlar "varlık bazlı (asset based) yapılar" olarak adlandırılmaktadır. Sukukun dayanağı olan varlıkların yasal mülkiyeti yasal ve vergisel sınırlamalar nedeniyle yüklenici/kurucudan SPV'ye geçirilememektedir. Bu durumda herhangi bir ödeyemezlik (default) durumunda, yatırımcılar otomatik olarak sukukun dayanağı olan varlıkların kontrolünü elde edememektedir.Onun yerine yüklenici/kurucuya yönelik tazmin girişiminde bulunabilmektedir. Yatırımcı korunması açısından, "varlığa dayalı (asset backed) sukuk'' adlandırılan ve sukuk ihraçlarının dayanağı olarak varlıkların mülkiyetinin de geçirildiği ve gerçek varlıkların yer aldığı yapılanmalarında ise sukuk ihraçlarının hacmini daraltabileceği endişesi bulunmaktadır.

Yatırımcılar cephesini ilgilendiren diğer bir husus sukukların yönetimidir. Bu kapsamda ihraç öncesi ve sonrası şeffaflık ve kamuyu aydınlatma düzeyi ile yatırımcı erişebilirliği önemli noktalardır. Sukukların nitelikli yatırımcılara satılması durumunda ise, riskleri daha iyi değerlendirilebilecek bu yatırımcı profiline özgü şeffaflık ve kamuyu aydınlatma çerçevesinin belirlenmesi önemlidir.

Sukuklar açısından likidite sukukun türüne göre değişmektedir. Bazı sukuk türleri, islami fonlama kurallarına göre ikincil piyasa işlemlerine uygun görülmemektedir. Bu kapsamda sukuk yatırımcılarının büyük çoğunluğunun satın al ve tut yaklaşımını tercih ettiklerini söylemek doğru olur. İkincil piyasa işlemlerinin ve referans alınacak bir fiyatın olmaması yatırımcıların portföylerindeki sukukların değerlemesini yapmada güçlük doğurmaktadır.

Sukukların içerdiği risk gruplandırması olarak piyasa riski, dayanak varlık riski, düzenleme ve operasyonel riskler belirtilebilir. Genelde sukuk ihraçlarında gerçek bir varlık satışı ve menkul kıymetlendirme olmadığından, pek çok sukuk ihracı ihraççının ve yüklenicinin kredi riskiyle bağlantılı olarak "senior unsecured debt" diğer bir deyişle teminatsız rüçhanlı borç olarak gruplandırılmaktadır.

Sukuklar nisbeten zayıf düzenleyici altyapı ve ihraççı/ yatırımcı tabanının yoğunlaşmasından kaynaklı risklere de maruz kalabilirler. İkincil piyasaların ve para piyasalarının göreceli likidite düzeyinin düşük olması, ihracın faizsiz finans

[14] *Casey, Peter, Regulatory Lessons on Sukuk Financial Products, an opinion, 2012.*

fonlama esaslarına uygun görülmemesi, ortaklıktan kaynaklanacak hissedarlık riskleri de karşılanması gerekli riskler arasında listelenebilir.

İflas ve ödemeden acizlik rejimlerinin güçlendirilmesi, sınır ötesi çözümlerinin geliştirilmesi ve tüketici/yatırımcı bilgi düzeyinin artırılması öncelikli önemdedir.

Belirtilen güçlüklerin aşılmasında menkul kıymetleştirmenin ve işlem görebilir (tradable) yapıların desteklenmesi, ikincil ve para piyasalarının derinleştirilmesi, merkezi bir faizsiz finans esaslara uygunluk kurulunun oluşturulması, faizsiz finansmana uygun bir derecelendirme metodolojisinin geliştirilmesi, şeffaflığın artırılması ve doğru fiyatlamanın temini yararlı olacaktır. Basel III sermaye ve likidite düzenlemelerine uygunluğun sağlanması da ürüne olan talebi pozitif etkileyecektir. Uluslararası standart koyucu kuruluşların global standartlar getirmeye yönelik çalışmalarının desteklenmesi sukuk ihraçlarının artışında önem taşımaktadır.

Diğer yandan, yurtiçi lokal sukuk ihracı gerçekleştiren ülkeler giderek artmaktadır.

Tablo 4: Yurtiçi Lokal Sukuk İhracı Gerçekleştiren Ülkeler

Devlet ve Devlet Kuruluşlarının Yurtiçi Sukuk İhraçları	*Özel Sektör Şirketlerinin Yurtiçi Sukuk İhraçları*
Bahreyn, Bangladeş, Brunei, Gambia, Hong Kong, Endonezya, Lüksemburg, Malezya, Pakistan, Katar, Suudi Arabistan, Türkiye, Birleşik Arap Emirlikleri, İngiltere, Yemen	Fransa, Hong Kong, Endonezya, Malezya, Nijerya, Suudi Arabistan, Türkiye, Birleşik Arap Emirlikleri, ABD

Kaynak:Bloomberg, World Bank Policy Research Working Paper, 7133

Sukuk piyasalarının geliştirilmesi için yasal düzenleme yapılması yeterli değildir. Piyasalaşma açısından çeşitli hususların tamamlanması da gereklidir. Sukuk ihracını talep edecek ihraççıların yanı sıra yurtiçinde bu alana yatırım yapacak finansal yatırımcıların da bulunması gereklidir. Katılım bankacılığının yanı sıra bu ürünlere yönelik çalışan sigortacılığın ve fonların da gelişmiş olması elzemdir.

Tablo 5: Sukuk Piyasalarının Geliştirilmesi

Hukuki ve Düzenleyici Çerçeve	Sukuk ihraçları ve yatırımcı güveninin sağlanması, iflas, anlaşmazlık çözümü Şeffaflık, yatırımcı güveni, kamu yararı, istikrarlı finansal yapı
Para Piyasaları	Uzun vadeli finansal ürünlere olan talebin desteklenmesi ve likidite

	yönetimi, repolardaki teminat yapısı vb.
Referans Fiyat	Daha fazla sayıda ürün ve ihraççı için fiyatlama ve değerleme yapmada referans fiyat oluşumu Kamu politikaları ve yatırım kararları ile desteklenmesi
Birincil Piyasalar	Etkin ihraç düzenlemeleri ve sistemleri ile piyasa erişimin hızlandırılması Sukuk ihracının alternatif bir finansman kaynağı olarak benimsenmesinin desteklenmesi
Yatırımcı Tabanı	Birincil ve ikincil piyasalardaki talep ve likiditenin teşvik edilmesi
Piyasa yapısı, takas ve saklama, ikincil piyasalar	Güvenilir ve etkin bir takas ve saklama sistemi temini Fiyat oluşumu, şeffaflık ve likiditenin desteklenmesi
Vadeli piyasalar	İhraççılar ve yatırımcılar için risk yönetim araçlarının sağlanması Spot ve vadeli piyasalar fiyat oluşumunun temini

Kaynak:World Bank Finance and Markets Global Practice Group, Policy Research Working Paper, 7133.

Uluslararası piyasalarda sukuk ihraçları bir yandan bu alanda yatırım yapan uluslararası yatırım fonlarına erişimi sağlarken diğer yandan özellikle altyapı yatırımları başta olmak üzere stratejik yatırımlara kaynak bulmada önemli bir potansiyeli barındırmaktadır. Yurtiçi lokal sukuk piyasaları ile uluslarası sukuk piyasaları işleyişinde benzerlikler bulunsa da öncelikler farklıdır. Örneğin kredi derecelendirme uluslararası piyasalardaki ihraçlar için daha kritik önemdedir. İhracın gerçekleştirileceği hukuk sistemi de özellikle vergilendirme ve tabi olunacak hukuki rejim açısından önem taşımaktadır.

Uluslararası sukuk ihraçlarına giderek Avrupa ve ABD merkezli kurumsal yatırımcılar da ilgi göstermektedirler. Özellikle sigorta ve hedge fonlar uluslararası sukuk ihraçlarının aktif yatırımcıları konumundadırlar. İhraççılar cephesi açısından da İslam ülkeleri dışındaki ülke merkezli ihraççılar da artmaktadır. Almanya, Hong Kong, Lüksemburg, Güney Afrika, İngiltere, Güney Kore bu ülkeler arasındadır. Büyüklük ve yatırımcı güveni açısından bugüne kadar uluslararası sukuk ihraçları çoğunlukla devletler ve devletle bağlantılı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmiştir. Türkiye

açısından bakıldığından gerek kamu ve gerekse özel sektör kuruluşlarınca gerçekleştirilen uluslararası sukuk ihraçlarında, ihraç ve kotasyon yeri olarak genelde Dublin, Londra ve Frankfurt'un tercih edildiği görülmektedir. Pek çok uluslararası sukuk ihracında genelde düşük maliyetler ve vergilendirme nedenleriyle offshore merkezlerde (Cayman adaları, New Jersey vb) kurulu SPV'ler (Special Purpose Vehicle, Özel Amaçlı Şirket) kullanılmaktadır.

İslami Finans konusunda çalışan düzenleyici kurum niteliğindeki uluslararası kuruluşların yukarıda belirtilen konularda kendi alanlarına giren konularda çözüm alternatifleri üretmeleri gerekmektedir.[15]

i. The International Islamic Fiqh Academy –Jeddah (IFFA)
ii. The Islamic Financial Services Board (IFSB)
iii. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)
iv. The International Islamic Financial Market (IIFM)
v. The Islamic International Rating Agency (IIRA)
vi. The Malaysia International Islamic Financial Centre(MIFC)
vii. The International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA)

4. TÜRKİYE'DEKİ PİYASA HACMİ

Katılım Bankaları Birliği'ne göre, 2017 yılı itibari ile son yedi yılda sukuk ihraçlarının toplam tutarı 44,4 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu tutarın %63'ü Hazine, %37'si bankalar ve şirketler tarafından ihraç edilmiştir. Global ölçekte ulusal para birimi bazında sukuk ihraçları, döviz bazındaki ihraçların 3 katıdır. Türkiye'de ise 2016 yılı baz alındığında döviz bazlı sukuk ihraçları lokal bazlı sukukların 2,6 katına ulaşmaktadır. Hazine Müsteşarlığı 2016 yılında altı adet sukuk ihracı gerçekleştirmiştir. Bunlardan bir tanesi 1 milyar dolar ihraç büyüklüğünde olup uluslararası niteliktedir, diğer beşi ise lokal bazlıdır. Toplam ihraç tutarı 9,2 milyar TL'dir. Eylül 2016'da Türkiye'de ilk defa Hazine Müsteşarlığı tarafından enflasyona dayalı sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Özel sektör tarafından 2016 yılında gerçekleştirilen sukuk ihracı sayısı 33 iken toplam ihraç tutarı ise 5,9 milyar TL'ye ulaşmıştır.

[15] *Bacha, Ismath, Obiyathulla, Islamic Finance and Sukuk, INCEIF, SPL, 2013*

2010 - 2017 Yılları Arası Toplam Sukuk İhraçları				
2010-2017 Yılları Arası	**USD (Bin USD)**	**MYR (Bin MYR)**	**TL (Bin TL)**	**TL Karşılığı Toplamı (Bin TL)**
Özel Sektör	3.600.000	1.960.000	6.848.705	16.391.605
Kamu	4.750.000		17.782.449	28.042.449
TOPLAM	**8.350.000**	**1.960.000**	**24.631.154**	**44.434.054**

T.Katılım Bankaları Birliği, 2017

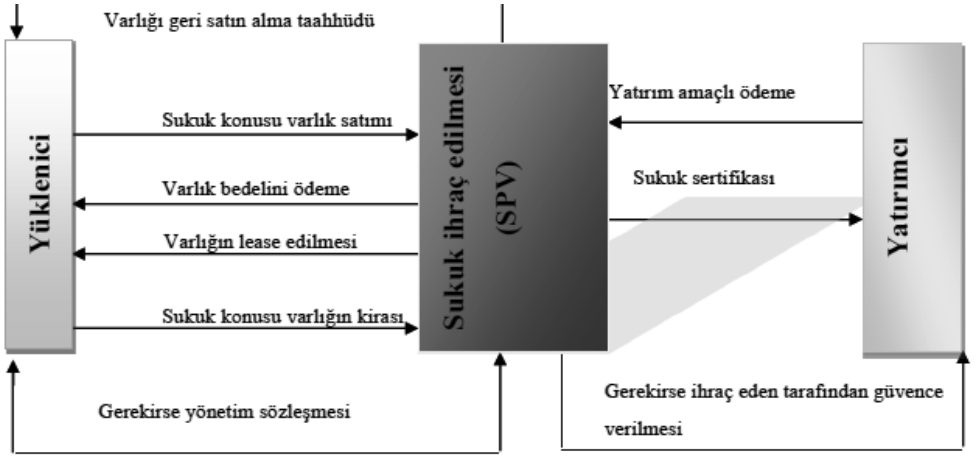
5. İCARA SUKUKLARIN İŞLEYİŞİ VE İHRAÇ SÜRECİ

Uygulamada yoğun kullanılmakta olan sukuk çeşitlerinden biri icara sukuktur. En fazla uygulama alanı bulan sukuk çeşitleri arasındadır. Literatürde genelde kiralama/leasing bazlı satış ve geri kiralama işlemleri şeklinde tarif edilmektedir.

Bu sukuk çeşidinde kiralanan bir taşınmaz üstünde mülkiyet ve yararlanım hakkı birlikte uygulama alanı bulur. İcara sukukları ihraç için mutlaka bir SPV'ye ihtiyaç duyulması bu sukuk türünün özelliğidir.[16] SPV'nin tek amacı sukuk işlemini gerçekleştirmektir.

İcara Sukukun İşleyişi:

Şekil 1: İcara Sukuku' nun İşleyişi



[16] *Saeed, Abdullah, Salah, Omer, History of Sukuk, 2012*

Sukuk ihracına dayanak olan varlığın sahibi özel ve kamu kuruluşları olabilir. Özel amaçlı kurum (Special Purpose Vehicle- SPV) bir yandan sukuku ihraç ederken diğer yandan tüm taraflar arasında eş güdümü sağlar.

Sukuklar SPV tarafından anaparanın ödenememe riskine karşın sigorta ettirilebilir ve finansal kurumlar gibi 3.üncü kişiler tarafından garanti de verilebilir.

İhraç süreci aşağıdaki gibi işlemektedir:

(1) Yüklenici, dayanak varlığı üzerinde mutabık kalınan fiyattan ve belirlenen vade sonunda geri alma şartıyla SPV'ye satışını gerçekleştirir.
(2) SPV, satış fiyatını karşılayacak şekilde sukuk ihracını gerçekleştirir ve satış bedelini yükleniciye öder.
(3) Yüklenici ile SPV arasında belirli süreli bir kira sözleşmesi yapılır ve yüklenici dayanak varlığın kiracısı durumuna girer.
(4) Yüklenici SPV'ye düzenli olarak kira bedeli öder.
(5) Sukuk yatırımcılarına yatırım payları oranında belirlenen dönemlerde SPV tarafından ödemeler yapılır.
(6) Vade bitiminde SPV dayanak varlığı önceden anlaşılan bedelden yükleniciye geri satışını gerçekleştirir. Bu satıştan elde ettiği tutarı SPV, sukuk yatırımcılarına anapara olarak öder.

6. TÜRKİYE'DE KİRA SERTİFİKASI İŞLEMLERİNİN YASAL ÇERÇEVESİ

Bu bölümde Türkiye'de kira sertifikası işlemlerini başlatan ilk tebliğ ile yenilenen ikinci tebliğ hükümleri karşılaştırmalı şekilde incelenmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından ülkemizin sermaye piyasalarının derinleşmesine ve ürün yelpazesinin genişlemesine katkı sağlanması temel amacıyla hazırlanan ve 1 Nisan 2010 tarihli Resmi Gazete' de yayımlanan *Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ*, finansal kurumlar ve kurumsal firmalar için özellikle uluslararası piyasalardan orta ve uzun vadeli kaynak temininde yeni bir ürünü ülkemize kazandırmıştır. Üç yıl sonra uygulamada karşılaşılan hususlar ile birlikte farklı sukuk türlerini de kapsamak üzere 07.06.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren III.61.1 nolu Kira Sertifikaları Tebliği çıkarılmış ve önceki tebliğ (Seri:III, No.43) yürürlükten kaldırılmıştır. Yeni tebliğin bir önceki tebliğe göre getirdiği değişiklikler aşağıda irdelenmiştir.

Yeni kira sertifikaları tebliği ile sahipliğe, yönetim sözleşmesine, alım satıma, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı olmak üzere beş yeni kira sertifikası türü tanımlanmıştır.

Varlık kiralama şirketlerinin (VKŞ) başka işletmelere de kira sertifikası ihracı mümkün hale gelmiştir. Ayrıca varlık kiralama şirketlerinin birden fazla ihracı aynı zamanda yapabilme imkanı da getirilmiştir.

Yeni tebliğ ile varlıklar ile birlikte haklar da uygulama alanına alınmış, VKŞ yönetim kurulunda bağımsız üye bulundurma zorunluluğu getirilmiş ve bu üyenin etkinliği artırılarak önemli kararlarda bu üyenin olumlu oyu aranmıştır.

Yeni düzenleme ile VKŞ tarafından gerçekleştirilen her ihracın ayrı kayıtlarda takibi prensibi getirilmiştir. Ayrıca ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı kira sertifikalarında varlık ve hak rehni öngörülmüş, yönetim sözleşmesine ve alım satıma dayalı kira sertifikalarında ise kaynak kuruluş veya fon kullanıcısı olabilecek ortaklıklar sınırlı olarak belirtilmiştir.

Ülkemizin kamu kuruluşları, bankaları ve kurumsal firmalarının ağırlıklı olarak fon temin amacıyla başvurduğu piyasalar, faizli esaslarla faaliyet gösteren piyasalardan oluşmaktadır. Kira sertifikaları ile faizsiz esaslarla faaliyet gösteren piyasalara ulaşım imkânının önü açılmıştır. Bu bağlamda, Kira Sertifikaları Tebliği'nin sermaye piyasalarında önemli bir ihtiyaca yanıt verdiği ve ülkemizin özellikle yabancı sermaye kaynaklarına ulaşması alanında bir boşluğu doldurduğu söylenebilir.

Önceki Tebliğ kapsamında Kuveyt Türk Katılım Bankası 2011 yılında USD 350 milyon tutarında 5 yıl vadeli bir ihraç gerçekleştirmiştir. İşlemin geniş bir katılımcı listesine ulaşması ve Londra Borsası'na kote edilmiş olması, ilgili SPK tebliğinin uluslararası arenada kabul gördüğünün göstergesi olarak belirtilebilir. Öte yandan ilgili özel tebliğinde genel çerçevesi çizilen yapıları kullanan T.C. Hazine Müsteşarlığı, hem TL hem de yabancı para cinsi üzerinden kira sertifikası ihracı gerçekleştirmiş olup, TL ihraç katılım bankaları ve emeklilik fonları temel olmak üzere yerel bir yatırımcı kitlesine hem yatırım hem de yeni likidite yönetim imkânı sağlarken, yabancı para ihracı ise ülkemizin ilk defa hitap ettiği yeni bir yatırımcı kitlesinin (Körfez Ülkeleri başta olmak üzere Uzakdoğu Ülkeleri) kazanılmasını beraberinde getirmiştir.

Önceki Tebliğ, uluslararası arenada birçok farklı uygulama ve yapılandırma çeşidi bulunan ve küresel piyasalarda giderek ilgi gören faizsiz menkul kıymetler açısından iki temel yapılandırmaya imkân tanımakta ve bu iki farklı yapılandırma için gerekli düzenlemeleri ortaya koymakta iken yeni tebliği ile beş yeni kira sertifikası türü tanımlanmıştır.

Önceki Tebliğ özellikle faize karşı hassasiyet taşıyan yerli ve yabancı yatırımcıların ilgisini çekebilecek, orta-uzun vadeli ve yüksek tutarlı kaynak teminine imkân sağlayacak , güçlü bir likidite ile ikincil piyasa işlemlerinin oluşmasına uygun yeni bir sermaye piyasası ürününün yasal zemini kurulmuş olmakla birlikte sınırlı sayıda

yapılandırmaya imkân vermesinin yarattığı sınırlamalar yeni sözleşme türleri ile ortadan kaldırılmış bulunmaktadır.

7. SERMAYE PİYASASI DÜZENLEMELERİNİN YENİLENMESİ

Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlükten kaldırılan önceki kira sertifikasına ilişkin 43 no lu Tebliğinde (Md.5/6) "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"* şeklinde tanımlanmış iken Seri:III-63.1 nolu yeni tebliğ, kira sertifikası tanımını yeni getirilen kira sertifikası türleri ve varlıkların yanı sıra hakları da kapsayacak şekilde yenilemiştir. Yeni tanıma göre, "*kira sertifikası her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymet"* şeklinde tanımlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kanunu tarafından sahipliğe dayalı kira sertifikası işlem adımları şu şekilde özetlenmiştir: *Sistem 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*.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun eski kira sertifikasına ilişkin 43 no lu Tebliğinde (Md.5/6) *Kendi nam ve kira sertifikası sahipleri hesabına her türlü varlığı devralmak, kiralamak* ibaresi yer almaktadır. Bu bağlamda eski Tebliğ'in iki farklı sukuk yapılandırmasına imkân verdiği anlaşılmaktadır. Bunlar sat ve geri kirala (*sale& leaseback*) ve uzun vadeli ve kısa vadeli kiralama (*headlease & sublease*) yöntemleri ile yapılabilmekte iken yeni tebliğ ile artık kira sertifikasının uluslar arası uygulamada sıkça karşılaşılan farklı yöntemlere de yer verilmiştir. Ayrıca yeni tebliğ ile varlık tanımı yeni Sermaye Piyasası Kanunu'na uygun olarak hakları da kapsayacak şekilde genişletilmiştir.

Varlık tanımının hakları da kapsayacak şekilde genişletilmesi, ihraçların hacminin artırılması açısından olumlu bir katkı sağlayacaktır. Eski Tebliğin 3. maddesinin (l) bendinde varlık, "*Varlık kiralama şirketinin satın alacağı veya kiralayacağı her türlü menkul veya gayrimenkul malları ve maddi olmayan varlıkları ifade eder"* şeklinde tanımlanmış iken yeni tebliğ varlığı kira sertifikası ihracına dayanak haklar dışındaki her türlü varlık şeklinde tanımlamıştır. Tebliğlerin sözkonusu tanımlarından her türlü sabit ve döner varlıklar, hak ve alacakların kira sertifikası işlemlerine konu olabileceği anlaşılmaktadır.

Önceki tebliğde yer alan tanımlamada, gayrimenkul malın ne olduğu çok açıktır ve *maddi olmayan varlık* ifadesi de patent, fikri hak, telif vb. gayri maddi hakları ifade etmektedir.

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 Kurulca onaylanmış olması zorunlu tutulmuştur. 6362 sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun 61.maddesi çerçevesinde VKŞ, münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere anonim şirket şeklinde kurulmuş olan sermaye piyasası kurumu şeklinde tanımlanmıştır.

Eski Tebliğ'de VKŞ'nin faaliyet alanı açık ve net bir biçimde düzenlenmiştir: (Md. 5) Yeni kira sertifikası tebliğinde ise (madde 12.5) benzer bir düzenleme ile birlikte kapsam yatırımcılar lehine genişletilmiştir. Buna göre, VKŞ, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından uygun görüş verilen esas sözleşmesinde belirtilen faaliyetler dışında herhangi bir ticari faaliyette uğraşamayacağı gibi sahip olduğu varlık ve haklar üzerinde esas sözleşmesinde izin verilenler hariç olmak üzeri üçüncü kişiler lehine hiçbir ayni hak tesis edemez ve bu varlık ile haklar üzerinde kira sertifikası sahiplerinin menfaatlerine aykırı bir şekilde tasarrufta bulunamaz. VKŞ ayrıca her ne ad altında olursa olsun kredi kullanamaz, borçlanamaz, sahip olduğu varlık ve hakları esas sözleşmesinde belirtilen faaliyetlerin yürütülmesi dışında kullanamaz.

Yeni Tebliğin 4.3 maddesi ile de kira sertifikaları itfa edilinceye kadar VKŞ'nin portföyünde yer alan varlık ve haklar VKŞ' nin yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi halinde dahi teminat amacı dışında tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dahil olmak üzere haczedilemez, iflas masasına dahil edilemez, ayrıca bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı verilemez.

Eski Tebliğ, kira sertifikalarının devrinde taraflar arasındaki sözleşmeyi esas almaktadır. Taraflar arasındaki sözleşme ise *sözleşme serbestisi* genel kuralına tabidir. Sözleşmelerde yer alması gereken kısıtlamalar ile şartlar da keza tebliğde zikredilmiş olmasına karşın, bilanço içi veya dışı gibi bir ayrım bulunmamaktadır. Yeni kira sertifikaları tebliğ, ihraca dayanak varlığın gayrimenkul olması durumunda ve kaynak kuruluşun talep etmesi halinde geri alım hakkının tapu kütüğüne şerh edilmesini zorunlu tutmuştur. Yeni kira sertifikaları tebliği her sertifika türünü özgü özel hükümler getirmiştir.

8. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Türkiye uygulamasında kira sertifikaları olarak tanımlanan sukukların birincil ve ikincil piyasalarının derinleştirilmesinin getireceği yararların başında sadece faiz duyarlılığı olan değil tüm özel sektör şirketlerine ve büyük altyapı projelerine ilave finansman alternatifleri sağlaması gelmektedir. Varlık ve haklara dayalı olması

belirsizliği azaltan işlemlerden uzak durulmasını sağlarken, şirketlerin atıl duran varlıklarına menkul kıymetleştirme yoluyla likidite kazandırmakta ve bu varlıkların finansal sistem içine girmesini sağlamaktadır. Kira sertifikası ihraçları ile kaynak kuruluşlar sahip oldukları varlık ve hakları değerlendirme ve yeni finansman kanallarına ulaşma fırsatını elde etmektedirler. Yatırımcılar cephesi açısından bakıldığında ise, kira sertifikası ihraçlarının dayanağı belirlenen varlık ve haklar olduğundan, belirsizliğin daha az olduğu bir yapıya yatırım yapma imkanına kavuşmaktadırlar. Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun kira sertifikası sahiplerine yönelik getirdiği güçlü koruma düzenlemeleri bu alana yönelik yatırımcılar açısından oldukça önemlidir. Kamu sektörü açısından da önemli altyapı projelerine yönelik ilave ve yeni finansman alternatifleri oluşturmaktadır.

Bu kapsamda kira sertifikaları (sukuk) piyasasının ülkemizde genişletilmesi ve derinleştirilmesi için aşağıdaki aksiyonlar önerilebilir:

a. Kamu ve özel sektör altyapı projelerinin finansmanında sukukları daha fazla kullanma imkanı değerlendirilmelidir.
b. Referans fiyat oluşumu için devlet sukuku (sovereign sukuk) ihraçları düzenli olarak gerçekleştirilmelidir.
c. Kamu finansman ve borç yönetiminde sukuklar da alternatif finansman kaynağı olarak kullanılmalıdır.
d. Piyasa altyapısı geliştirilmelidir. Özellikle iflas ve benzeri ödeme sıkıntısı durumlarında yatırımcıların izleyecekleri yol ve hakların tahsili güçlendirilmelidir.
e. Vergi düzenlemelerinin ihraçları caydırıcı etkide bulunmaması gereklidir.
f. Sukuk ihraçlarına özgü değerlendirme ve derecelendirme modelleri ve sistemleri geliştirilmelidir.
g. Bankalararası para piyasası ve açık piyasa işlemlerinde sukukların likiditesi desteklenmelidir.
h. Sukuk ihracını talep edecek ihraççıların yanı sıra yurtiçinde bu alana yatırım yapacak finansal yatırımcıların da bulunması gereklidir. Katılım bankacılığının yanı sıra bu ürünlere yönelik çalışan sigortacılığın ve fonların da gelişmiş olması gereklidir.
i. Yatırımcıların sukuklar ile ilgili bilgi düzeyi yükseltilmelidir.
j. Global düzeyde likidite düzeyinin ve standardizasyonun sağlanmasına öncülük edici çalışmalar başlatılmalıdır. Düzenlemelerde eşgüdüm ve uyum sınırötesi ihraçları ve piyasa hacmini genişletecektir.
k. İslami finans prensiplerine uygunluk noktasında yaşanabilecek belirsizlikleri ortadan kaldırıcı modeller üzerinde çalışılmalıdır.
l. Yetişmiş insan kaynağı yetersizdir, bu ürünün ihracında ve modellenmesinde yetkin insan kaynağı düzeyi artırılmalıdır.
m. Ülkemizde gayrimenkul projeleri ve şirketlerin gayrimenkul stoğu sukuk piyasasının geliştirilmesi için alternatif kanallardan biri olarak değerlendirilmelidir.

n. Tekafül (İslami sigortacılık) şirketlerinin kurulması sukuk ihraçlarındaki teminat yapısını destekleyecektir.
o. Sukukların likiditesini artırmak için piyasa yapıcıların, merkez bankalarının, ve kurumsal yatırımcıların aktif olması için regülasyon altyapısı desteklenmelidir.
p. Risk ve sermaye yeterliliği konularında diğer finansal ürünlere benzer şekilde ilerleme kaydedilmelidir.
q. Düzenleyici kurumlarca ürünler ve piyasalar konusunda daha fazla eğitim ve araştırma yapılmasına yönelik çalışmalar artırılmalıdır.

Kaynakça

Ahmed Habib, Mohieldin Mahmoud, Verbeek Jos, Aboulmagd, Farida Wael, On the Sustainable Development Goals and the Role of Islamic Finance, May 2015

Ahmet Gökgöz, Sukuk ve Muhasebesi, Kira Sertifikalarına İlişkin Teori, Mevzuat, Uygulama, 2015.

Alfred Kammer, Mohamed Norat, Marco Pinon, Ananthakrishnan Prasad, Christopher Towe, Zeine Zeidane, Islamic Finance: Opportunities, Challlenges and Policy Options, IMF, April 2015.

Ali, Rahail, Sukuk and Capital Markets: A Practical Guide: Globe Law and Business, 2011.

Ahmet Akgündüz, Studies in Islamic Economics, (*Islamic Banking and Development*), IUR yayınevi, 2007.

Ahmet Tok, İslami Finans Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirme, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2009.

Ali Andar, Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS): As An Option of Raising Capital For Issuer/Companies/Banks Etc., Royal Institute of Technology, Stockholm, 2004.

Ali Hepşen, Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**,** İstanbul Ticaret Odası Yayını, İstanbul, 2005.

Andreas A. Jobst, The Economic of Islamic Finance and Securitization, IMF Working Paper, Ağustos 2007.

Angelo Venardos, Currents Issues in Islamic Banking and Finance, Hasan Aznan-Islamic structered Products; Issues and Challange, World Scientific, 2009

Bacha, Obiyathulla Ismath, Islamic Finance and Sukuk, 2013.

Brian Kettel, Introduction to Islamic Banking and Finance, Wiley Finance, 2011.

Brain Kettel, Frequently Asked Questions in Islamic Finance, John Wiley and Sons, 2010.

Charles Austin Stone and Anne Zissu, The Securitization Markets Handbook, USA, 2005.

Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss and Laurent Weill, Are *Sukuk* Really Special?Evidence from the Malaysian Stock Exchange, 2010, http://www.em-strasbourg.eu/docs/iw/papers/Godlewski-Turkariss-Weill.pdf

Clement M. Henry, The Politics of Islamic Finance, Edinburgh University, 2004.

Değer Alper, *Menkulleştirme,* İlker Parasız, Ali Ceylan ve Ufuk Başoğlu (Ed.), Finans: Teori Kuram Uygulama, Bursa, Ekin Kitabevi, 2001.

Dünya İslami Bankacılık Rekabet Raporu, 2013-2014, Ernst&Young, 2014.

Erdal Yılmaz, Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi, 2014.

Erdem Bafra, İslami Bankacılıkta Sukuk (Kira Sertifikaları) ve Uygulaması, 2016.

Erişah Arıcan, Proje Finansmanı Kapsamında Proje Bankacılığı ve Türkiye Üzerine Öneriler, 2013.

E.R. Yescombe, Principles of Project Finance, 2014.

Fitchratings, Fitch's Approach to Rating Sukuk, Criteria Report, 5.3.2007.

Frank E. Vogel, Islamic Law and Finance: Religion, Risk, and Return. CQ Press, U.S. 1998.

Frank Fabbozi, Henry Davis and Moorad Choudhry, Introduction to Structured Finance, John Wiley & Sons, New Jersey, 2006.

Figen Büyükakın, Onur Önyılmaz, Faizsiz Finansman Bonosu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 2012.

Gary Gorton, Nicholas S. Souleles, Special Purpose Vehicles and Securitization, Federal Reserve Bank of Philadelphia Research Department Working Papers, Paper No: 05-21, 2005.

Godlewski, C.J., R. Turk Ariss, and L. ,Weill. Sukuk vs Conventional Bonds: A Stock Market Perspective, Journal of Comparative Economics, 2013

Gökben Altaş, İslami Finans Sistemi, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Sayı 69, Mayıs, 2009.

Gökben Altaş, Malezya Sermaye Piyasası, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Sayı 89, Ocak, 2010.

Global Sukuk Market 2016: A Record Year for Corporate Issuance , Bank Negara Malaysia, 2017.

Halil İ. Bulut ve Bünyamin Er, Katılım Bankacılığında İki Yeni Finansal Teknik Önerisi: Mudaraba-Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Mudaraba-Risk Sermayesi Yatırım Fonları, Finansal Yenilik ve Açılımları ile Katılım Bankacılığı, İstanbul, Katılım Bankaları Birliği, 2009.

Hakan Aslan, Alternatif Bir Yatırım ve Finansman Aracı Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi ve Türkiye Piyasası için Öneriler, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2012.

Hatice Uzun, Securitization and Risk, Journal of Risk Finance, Vol:8, Issue: 1, 2007.

Hijazi Faisal, Global Sukuk Issuance: 2008 Slowdown Mainly Due to Credit Crisis, But Some Impact from Shari'ah Compliance Issues, http://www.institutfrancaisdefinanceislamique.fr/docs/docs/doc_id57.pdf (2010).

Hossein Askari, Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, Globalization and Islamic Finance, Newyork, Wiley Finance, 2010.

İlhami Söyler, Hukuki ve Mali Boyutlarıyla Sukuk (Kira Sertifikaları), 2014.

Iraj Toutounchian, Islamic Money and Banking: Integrating Money in Capital Theory, Wiley, 2009.

International Islamic Financial Market (IIFM), Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market, IIFM:Manama, Bahrain, 2013.

Islamic Finance Information Service (IFIS), Yıllık Raporlar ve İstatistiksel Veriler,

Islamic Finance, A Catalyst for Shared Prosperity, Worldbank, 2016

İslami Finans Sektöründe Büyüme Fırsatları, Experian Decision Analytics, 2013.

İshak Emin Aktepe, İslam Hukuku Çerçevesinde Finansman ve Bankacılık, İstanbul, Erkam Matbaası, 2010.

Jaffer, Sohail, Global Growth, Opportunities and Challanges in the Sukuk Market., Euromoney Institutional Investor, 2011.

Jobst, Andreas, Peter Kunzel, Paul Mills and Amadou, Islamic Bond Issuance, What Sovereign Debt Managers Need to Know, IMF.

Krasicka, O., and S. Nowak 2012, What's in It For Me? A Primer on Differences Between Islamic and Conventional Finance in Malaysia. IMF, 2012

Kym Brown, M. Kabir Hassan and Michael Skully, Operational Efficiency and Performance of Islamic Banks, Handbook of Islamic Banking, M. Kabir Hassan, Lewis Mervyn (Ed.), Edward Elgar Publishing, 2007.

Kusuma, Ketut Ariadi, Silva, Anderson Caputo, Sukuk Markets: A Proposed Approach for Development, 2014.

Margaret Cole and Mohammed Al-Sheikh, The Growth of Sukuk in the Global Capital Markets, AsiaLaw, 2004.

Masahiko Egami and Kaoru Hosono A Model for Bank's Optimal Asset Securitization Program, 2010, http://ssrn.com/abstract=1593524

Maziad, S. and K. AlSaeed, 2015. Sukuk Market: Overview and Financial Aspects, IMF, 2015.

MIFC (Malaysia International Islamic Financial Center), Sukuk:Growing Relevance in Infrastructure Development, 2013.

Monzer Kafh, The Use of Icara Bonds for Bridging the Budget Gap, Islamic Development Bank, Seminar Proceedings Number 39, 1997.

Mostafa El Qorchi, Islamic Finance Gears Up, Finance and Development Magazine IMF, Volume 42, Number 4.

Muhammad Akram Khan, Islamic Economics and Finance, London, Routledge, 2003.

Muhammad Ayub, Understanding Islamic Finance, Wiley, 2007.

Mohamed Ariff, Munawar Iqbal, Shamsher Mohamad, The Islamic Debt Market for Sukuk Securities, 2012.

Murat Çizakca, Risk Sermayesi, Özel Finans Kurumları ve Para Vakıfları, İlmi Neşriyat, 1993.

Nagaoka Shinsuke, Beyond the Theoretical Dichotomy in Islamic Finance: Analytical Reflections on *Murāba'ah* Contracts and Islamic Debt Securities, Kyoto Bulletin of Islamic Area Studies, Sayı;1, Kyoto, 2007.

Nathif J. Adam, Thomas, Abdulkader, Islamic Bonds, 2006.

Nazım Ekren, Değişen Çevre Koşulları ve Özel Finans Kurumları, Türkiye'de Özel Finans Kurumları Teori ve Uygulama, Albaraka Türk Yayınları, İstanbul, 2000.

Necla Küçükçolak, Faizsiz Finansman Sertifikası Sukuk'un Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi, Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Haziran, 2008.

Rashwan M.H. and G. Shabsigh , Islamic Banking and Sukuk Market: Enabling Environment, 2013.

Rifat Ahmed Addel Kerim, Simon Archer, Islamic Finance The Regulatory Challenge, John Wiley and Sons., 2007.

Robert Gray and İsmail Arshad, Regulating Islamic Capital Markets, Islamic Finance The Regulatory Challenge, Simon ARCHER ve Rifaat Ahmed Abdel Karim (Ed.), John Wiley&Sons (Singapore), 2007.

Rodney Wilson, Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk: Overview of the sukuk market, Euromoney, 2004.

Saeed, A. , O. Salah, Development of Sukuk:Pragmatic and Idealist Approaches to Sukuk Structures, Journal of International Banking Law and Regulation, 2014.

Senan Uyanık, Proje Finansmanında Finansal Kiralamanın Rolü: Türkiye Örneği, 1990.

Serkan İmişiker, Altyapı Yatırımlarının Sermaye Piyasaları Yoluyla Finansmanı: Gelir Ortaklığı Senetleri Modeli, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 2007.

Shabsigh, Ghiath, Developing the Government Sukuk Market, World Bank, 2011.

Shaughnessy, Haydn, Project Finance in Europe, 1995

Stephen G. Ryan, Financial Instruments and Institutions, ABD, John Wiley and Sons, 2007.

Syed Ali Salman, Introduction to Ijara Sukuk: Current Structures and Future Prospects, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, 2005.

Sunderarajan, V., Simon, A., R. A. Abdel Karim, Risk Characteristics of Islamic Products Implications for Risk Measurement and Supervision, Islamic Finance? The Regulatory Challenge, 2007

Standard Poor's Rating Services, Sukuk Issuance in the Corporate and Infrastructure Sector Should Remain Solid in 2014.

Tarun Sabarval, Common Structures of Asset-Backed Securities and Their Risks http://129.3.20.41/econ-wp/fin/papers/0512/0512012.pdf (10.12.2008).

Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB), Yıllık Raporlar ve İstatistiksel Veriler, 2016

Uluslararası Para Fonu (IMF), Yıllık Raporlar ve İstatistiksel Veriler, 2015, http://www.imf.org

Ümit Arif Halıcı, Ayşe Halıcı, Finansman Temininde Yeni Bir Argüman: Sukuk (Varlığa Dayalı Kira Sertifikası), Lebib Yalkın Dergisi, 2013.

Van Wijnbergen, Sweder and Sajjad Zaheer, Sukuk Defaults: On Distress Resolution in Islamic Finance, 2013.

Vinod Kothari, Securitization: The Financial Instrument of the Future, John Wiley & Sons, 2006.

Viral V. Acharya, Philipp Schnabl, and Gustavo SuarezAcharya, Securitization without Risk Transfer, NBER Working Papers, No: 15730, 2010.

World Bank Islamic Finance Bulletin, 2017.

Yavuz Akbulak ve Erkan Özgüç, Alternatif Finansman Yöntemi Olarak İslami Finansal Araçlar ve Türkiye'de Uygulanabilirliği Üzerine Düşünceler, Aktive Finans Dergisi, Kasım- Aralık, 2004.

Yavuz Akbulak, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi, Aralık, 2005.

Yener Çoşkun, Yapılandırılmış Finans ve Küresel Finansal Kriz, Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, Cilt: 47, Sayı: 545, 2010.

Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, An Introduction to Islamic Finance, Theory and Practice, Wiley, First Edition, November, 2006.

Zamir, Igbal and Abbas Mirakhor, Economic Development and Islamic Finance, 2013.