

Journal of Life Economics

Cilt / Volume 6, Sayı / Issue 1, 2019, pp. 91-118

E - ISSN: 2148-4139

URL: <http://www.ratingacademy.com.tr/ojs/index.php/jlecon>

DOI: 10.15637/jlecon.6.007

Araştırma Makalesi/Research Article

İSLAMİ FİNANSAL ENSTRÜMANLARDAN BİRİSİ OLARAK SUKUK: HİBRİD SUKUK İÇERİSİNDE YER ALAN MURABAHA SÖZLEŞMELERİNİN İSLAMİ HÜKÜMLERE UYGUNLUK YÖNÜNDEN İNCELENMESİ[§]

*SUKUK AS ONE THE ISLAMIC FINANCIAL INSTRUMENTES:
INVESTIGATION OF THE MURABAHAH CONTRACTS IN THE
HYBRID SUKUK IN TERMS OF COMPLIANCE WITH THE ISLAMIC
PROVISION*

İsabet Ebru YAZICIOĞLU * & Hasan KAZAK **

* Doktora Öğrencisi, KTO Karatay Üniversitesi, TÜRKİYE, Email: ebrugltn@gmail.com
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-2560-1174>

** Öğr. Gör., KTO Karatay Üniversitesi, TÜRKİYE, Email: hkazak@hotmail.com
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-0699-5371>

Geliş Tarihi: 19 Aralık 2018; Kabul Tarihi: 27 Ocak 2019

Received: 19 December 2018; Accepted: 27 January 2019

ÖZET

Sukuk, İslami finansta kullanılmak üzere geliştirilen faizsiz sermaye piyasası araçlarıdır. Sukuk, geleneksel tahvillere alternatif olarak geliştirilen ve yapı itibariyle geleneksel finansal piyasa araçları olan bono ve tahvillerden, varlığa dayalı menkul kıymet ve gelir ortaklığı senetlerinden farklı özelliklere sahip varlığa dayalı olarak çıkarılan ve varlıklar üzerinde ortak mülkiyet hakkını temsil eden İslam'a uygun sertifikalardır. Yatırımcısı tarafından ihtiyaç duyulan finansmanın sağlanması amacıyla piyasaya sürülen sukuk sertifikaları bir yönüyle tahvillere benzer gibi görünmektedir. Ancak tahviller yapı itibariyle borç senedi hükmünde olup yatırımcısına faiz geliri sunmakta iken, sukuk bir borç enstrümanı değildir, mutlaka bir varlığa dayalı olmak zorundadır ve yatırımcısına sabit bir faiz geliri değil dayanak varlıktan elde edilecek gelirden istifade hakkı sunmaktadır. Sukuk diğer yandan şirketlere ortaklık ve yönetim hakkı tanıyan şirket hisse senetlerinden de farklıdır. Sukuk sertifika sahiplerine sukuka konu edilen dayanak varlıklar üzerinde mülkiyet hakkı tanımakla birlikte bu mülkiyet hakkı, dayanak varlıklar üzerinde yönetim vb. haklar içermeyen sınırlı bir hak yapısına sahiptir.

Bu çalışmada öncelikle olarak Sukuk kavramından ve öneminden bahsedilmiş, geleneksel finansal piyasa araçları arasındaki farklar ortaya konmuştur. Daha sonra Dünya ve Türkiye'deki sukuk ihraçlarından ve bu ihraçların çeşitlerinden bahsedilmiştir.

[§] Bu makale Rating Academy ve Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Karabük Üniversitesi, Bakü-Slavian Üniversitesi işbirliği ile organize edilen ve 13-15 Aralık 2018 tarihleri arasında Çanakkale / Türkiye'de düzenlenen 2. Uluslararası Farkındalık Kongresinde sözlü olarak sunulmuştur. Çalışmanın özeti sempozyum özet kitabında ve geniş özet olarak da tam metin kitabında yayınlanmıştır.

Çalışmanın amacı; sukuk türlerinden birisi olan ve hem Dünya'da hem de ülkemizde büyük rakamlarla ihraç edilen hibrid (hybrid) (diğer adlarıyla melez ya da karma) sukuk içerisinde yer alan murabaha sözleşmelerinin İslam'a uygunluk yönünün incelenmesidir. Yaptığımız bu çalışmada hibrid sukuk içerisine murabaha sözleşmelerinin konulması ve buna rağmen ikinci el piyasalarda işlem görebilmesinin İslam açısından uygun olduğu ile ilgili tutarlı bir fıkhi dayanak tespit edilememiştir. Buna göre önemli bir finansman kaynağı olan hibrid sukuka dayanak varlık sepeti içerisine ikinci el piyasalarda işlem görme sorunu yaşanacağından murabaha sözleşmeleri konulmamalıdır. Murabahaya dayalı sukuk ayrı bir şekilde ihraç edilmeli ve bu sertifikalar ikinci el piyasalarda işlem görmemelidir.

Sonuç olarak; Hibrit sukuk içerisine murabaha sözleşmelerinin konulması ikinci el piyasalarda işlem görme yasağı oluşturacağından uygun değildir. İslami finans konusunda çalışma yapan başta İslami bankacılık faaliyetleri olmak üzere tüm tarafların bu konuda daha hassas olmaları İslami finans piyasasının geleceği açısından oldukça önemlidir.

Anahtar Kelimeler: Sukuk, İslami Finans, Hibrit sukuk, Murabaha Sukuk

JEL Kodları: G20, G21, G23

ABSTRACT

Sukuk is an interest-free Capital market tool developed for use in Islamic finance. Sukuk is an Islamic compliant certificate, which is developed as an alternative to traditional bonds and which is based on asset-based securities with different characteristics from bond-based securities and revenue-share certificates, which are traditional financial market instruments by structure. It is seen that sukuk certificates resemble bonds in order to provide the financing required by the investor. However, while bonds are indebted to the structure while investors offer interest income, sukuk is not a debt instrument, but should be based on an asset and its investor, not a fixed interest income, but right to benefit from the income from the underlying asset. Sukuk, on the other hand, is also different from the company shares that give the company the right to partnership and management. Although the sukuk may grant the right of ownership to the holders of the underlying rights subject to sukuk, this right of ownership has a limited rights structure that does not contain any management exc. rights on the underlying assets.

In this study, firstly, types of sukuk and its importance are mentioned and the differences between the traditional financial market instruments are revealed. Then, it is mentioned about the issue sukuk and types of issues in the World and Turkey.

Purpose of the study; one of the types of sukuk, and both in the World and in our country is issued with large numbers of hybrid sukuk which is including in murabahah sukuk are examined the direction of conformity to Islam. In this study, it was found that there was no consistent legal basis for the use of murabahah in the hybrid sukuk and the fact that it was/was not suitable for Islam in the secondary markets.

According to this, an important financial source hybrid sukuk based asset pool in the secondary markets will be experienced in the process of trading problems should not be placed in murabahah contracts. Murabahah sukuk should be issued separately and these murabahah certificates should not be traded in the secondary markets.

As a result; The insertion of murabahah contracts into hybrid sukuk is not appropriate as it will create a ban on trading in the secondary markets. The fact that all parties, especially Islamic Banking activities are more sensitive about this issue is very important for the future of Islamic financial market.

Keywords: Sukuk, Islamic Finance, Hybrid Sukuk, Murabahah Sukuk

JEL Codes: G20, G21, G23

1. GİRİŞ

İslami finans ve bankacılık, sukuk alanında özellikle son on yılda büyüme kaydetmiştir. Sukuk alanında yeni finansal araçlar geliştirilmiş, sukuk ihraçlarını arttırmaya yönelik İslami finansal düzenlemeler yapılmıştır. 2002 yılında Bahreyn ve Malezya öncülüğünde başlayan sukuk ihraçları günümüzde Katar, Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri, Türkiye, İngiltere, Almanya, Endonezya gibi daha pek çok Müslim ve Gayri Müslim ülkede yapılar hale gelmiştir. Günümüzde kırka yakın ülkede hem devlet (sovereign sukuk) hem de özel sektör (kurumsal) (corporate sukuk) sukuk ihraçları yapılmaktadır.

Sukuk, İslami finans sektöründe fon ihtiyacını karşılamak amacıyla kullanılır. Sukukun ivme kazanması İslami finans pazarının genişlemesine de olanak sağlamıştır. Genellikle büyük konut projelerinde, havaalanı, otoyol, köprü ve daha birçok alanda fon temini için kullanılan sukuk, konu olduğu alışverişin türüne göre isim alır. İcara, hibrid, mudaraba, vakala, istisna sukuk yaygın olarak kullanılan sukuk çeşitleri olarak sayılabilir.

Sukukun hayata geçirilmesinde varlığa dayalı menkul kıymetlerden (VDMK) esinlenilmiştir. Hisse senetleri, bonolar ve tahviller borca dayalı menkul kıymetler oldukları için faiz içermektedirler. Dolayısıyla İslam hukukuna aykırı özelliktedirler. Menkul kıymetleştirme üzerinden fon sağlama borca dayalı olarak değil, varlığa dayalı olarak yapılmaya başlanmış ve İslami sermaye piyasası aracı olan sukuk hayata geçirilmiştir.

2. SUKUK KAVRAMI

Sukuk sözlükte ‘ticari varlıklar üzerindeki şayi hisseli mülkiyeti anlatan ve eşit değerde ihraç edilen finansal sertifikalar’ olarak tanımlanır. Sukuk, ‘bir mal, hizmet, kullanım hakkı ya da belirli bir yatırım aktivitesinin mülkiyetine dair eşit değere sahip’ belgeleri ifade etmektedir (Cebeci, 2016). Tahvillere (faizli sistemde) benzer faydalara sahip bir alternatif bulma fikri şeriata uygun finansal araç olarak sukukun gelişimine yol açmıştır (Muhammad & Ramli, 2016:9). Bu bakış açısıyla ortaya çıkan ve “İslami tahvil” olarak da ifade edilen sukuk, gerçek bir varlık üzerinde mülkiyet hakkı sağlayan ve mülkiyet hakkına dayanarak ilgili varlıktan gelir elde edilemeyei sağlayan faizsiz bir yatırım aracıdır (Yean, 2011:3).

Bir uluslararası teşkilat olan İslam Konferansı Örgütü’nün İslam Hukuku Akademisine göre; “... bir senet veya tahvile temsil eden ve bu senet veya tahvilin piyasa fiyatından satılmasına imkân verecek yapıda olan, çoğunluğu fiziki varlık ve finansal haklardan, azınlığı ise nakit ve kişilerarası borçlardan oluşan varlık topluluğuna’ sukuk denir (IIFM, 2010, s.4).

İslami Finans Kurumları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions – AAOIFI) tarafından yapılan sukuk tanımı ise; “Sukûk, mevcut mal (ayn), menfaat veya hizmet hâlinde bulunan varlıklar üzerindeki mülkiyette veya belirli bir projenin varlıklarında ya da özel bir yatırım faaliyetinde şayi payları ifade eder şekilde ve birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır” şeklindedir (AAOIFI, 2015:460). AAOIFI tanımının devamında “Ancak bu sertifikalar (sukûk), sertifika bedelleri tahsil edildikten, ihraç gerçekleşip arz tamamlandıktan ve bunlar ihraç edildikleri amaç için kullanılmaya başlandıktan sonra varlıklar üzerinde eşit değerde ortak mülkiyet ifade ederler” (AAOIFI, 2015:460) şeklinde sukuk sertifikalarının temsil ettiği ortak mülkiyet tanımlanmıştır.

Dünya’daki gelişiminin ardından finansal sertifikaların Türkiye’de 23 Aralık 2012 tarihinde SPK’nın 61/1 maddesiyle İslami sermaye piyasasındaki hareket başlamıştır (SKP, 2012:61/1). SPK’nın yayınladığı bu bildiğe, genel hatlarıyla, kira sertifikalarının ihraç ve satışıyla ilgili usul ve esasları, SPV’ ye (Özel Amaçlı Şirket) (Türkiye’deki ismiyle Varlık Kiralama Şirketleri, VKŞ) görev ve sorumluluklarını içeren 5 maddeli bir kanundur. Adı geçen kira sertifikaları, Türkiye’de sukukun ihraç edilme şeklidir. Dünyadaki diğer İslami finans

ülkelerinde farklı şekillerde de yapılan sukuk ihraçları ülkemizde kira sertifikası adıyla ihraç edilmektedir. Bu konu ilerleyen bölümlerde detaylandırılacaktır.

Sukuk ihraç işlemindeki taraflar şunlardır (Ayub, 2017: 417):

- a) Sukukun kaynağı veya sukuk ihraç eden, söz konusu malı SPV' ye satar ve kazanılan fonları kullanır. Buradaki kaynak kuruluş genellikle hükümetler, büyük şirketler, İslami finans kurumları olabilir.
- b) Sukuk ihracı süreci ve ihracın yönetilmesi için kurulan SPV tüzel bir kişiliği ifade eder. SPV bazen ihraççı olarak da adlandırılır. SPV, varlıkların kaynak kuruluştan satın alımını yapar ve satın alma bedelini sukuk ihracıyla karşılar.
- c) Yatırım bankaları; sukuk için yüklenici, potansiyel müşterilerin yönetilmesi ve kayıt altına alınma işlemlerini, bir bedel veya komisyon alarak yapan ihraç aracılarıdır.
- d) SPV' nin ihraç ettiği sukuk işlemlerine dahil olan merkez bankaları, İslami bankalar-bankacılık dışı finans kurumları ve bireysel katılımcılar sukuk ihracının katılımcılarıdır.

Sukuk yatırımcısı faiz kazancı değil, varlığın finanse edilmesi sonucu kazanılan gelir/kârdan pay alır. Bu yönüyle sukuk konvansiyonel finanstaki tahvillerle mukayese edilerek değerlendirilmektedir. Sukuk varlığa dayalı sertifikalarken, tahviller borca dayalı sertifikalardır. Yani sukuk ihracı için gerçek bir ticari ilişki ve maddi gerçekliğe sahip bir mal olması gerekmektedir (Tok, 2009:13-14). Yani sukuk genel olarak bir borcu değil, yatırımcıların belirli varlık/proje/hizmetlerde bölünmez hisse ve haklarını temsil eder. Buna karşın tahviller ihraç edenin borcudur. Sukukun maddi varlıklara dayanma borcuna karşın tahvilde bu gereklilik yoktur. Sukukta anapara ve gelir ihraç eden tarafından garanti edilemezken, tahvilde bu garanti verilmektedir.

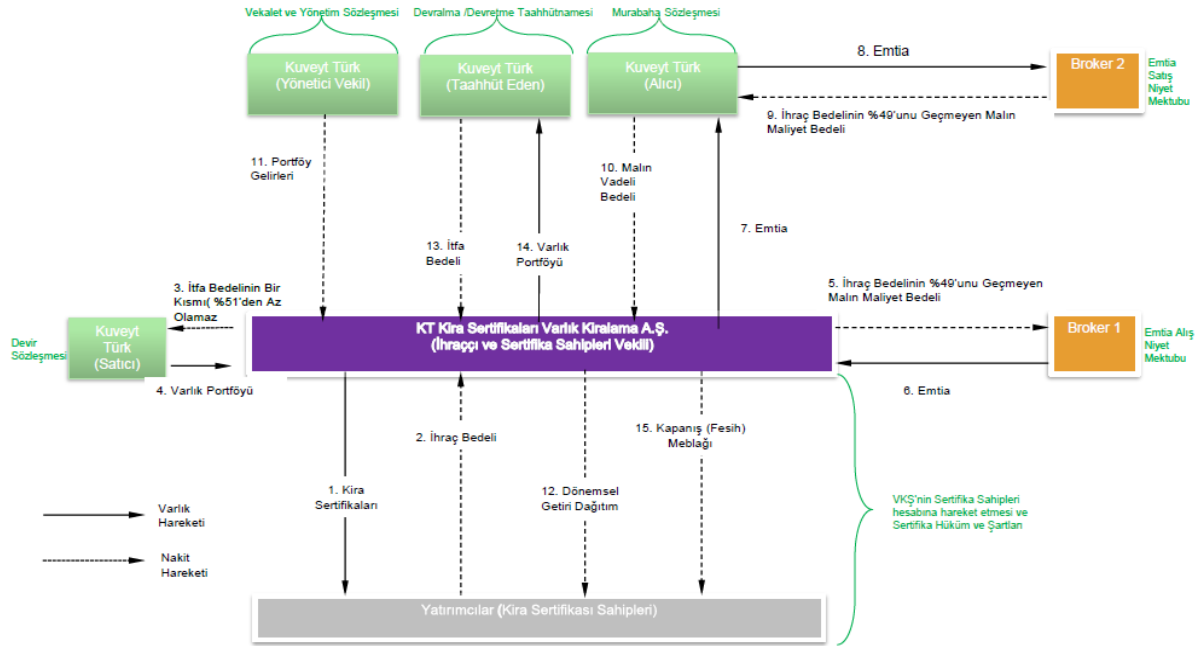
94

Sukukun yapısıyla ilgili, oluşturulma şekilleriyle ilgili ve sahip olduğu prensiplerle ilgili özellikleri şöyle sıralanabilir (Durmuş, 2010: 144, Erkuş, 2016: 249):

- a) Sukuk, bir mal, hizmet veya menfaat üzerindeki pay hakkını belirtir.
- b) Sahibinin hak ve yükümlülüklerini belirtmek amacıyla çıkarılan senetler olarak kullanılan sukuk sertifikaları, nama ve hâmiline yazılarak ihraç edilebilir.
- c) Sukuk, İslam hukukuna uygun olarak yapılan işlemlerdir.
- d) Sukukun ikinci el piyasalarda işlem görmesi bazı çeşitleri için mümkünken, bazıları için caiz değildir.
- e) Sukuk yatırımcıları sukuk ihracında ilan edilen oranlar dahilinde kâra, ortaklıktaki paylarına göre ise zarara iştirak ederler.
- f) Sukuk yatırımlarını yönetenler yatırımcılara herhangi bir sermaye ve/veya kâr garantisi vermemektedirler. Çünkü sukukta kâr oranları ile ilgili herhangi bir belirleme yapılması uygun değildir. Yani sukuk risk içeren bir enstrümandır.
- g) Sukuk işlemlerinin İslam hukukuna uygun olması için yüksek belirsizlik içeren işlemlerden uzak olmalıdır.

Sukukun (kira sözleşmesi) yapısal özellikleri ele alındığında üç taraflı bir ilişkinin var olduğu görülmektedir. Bu taraflar kaynak kuruluş, varlık kiralama şirketi ve yatırımcılar (kira sertifikası sahipleri) olmak üzere üç ana unsurdan oluşmaktadır. Bu tarafların haricinde aracı kurum ve kuruluşlarda bu ilişkide destek unsur olarak görev yapmaktadırlar. Aşağıda (Şekil 1) Kuveyt Türk Katılım Bankasına ait örnek bir kira sertifikasının taraflar ve işleyiş şeması verilmiştir.

Şekil 1. Bir Örnek Sukuk'un (Yönetim Sözleşmesine ve Alım Satım Birlikte Dayalı Kira Sertifikası) Tarafları Bazında Yapısal Akışı



(Küveyt Türk Kira Sertifikası Sunumu, Eylül 2014, <http://www.ktksvks.com.tr>, Erişim Tarihi: 15/12/2018)

3. SUKUK ÇEŞİTLERİ

Günümüzde çeşitli sukuk türleri kullanılmaktadır. Sukuk çeşitliliği İslami finanstaki sözleşmelere dayanır. İslami finanstaki sözleşmeler esas alınarak çeşitlendirilen sukuk, genellikle konu olduğu sözleşmenin ismiyle adlandırılmaktadır.

Sukuk çeşitlerinin sayısındaki artış, fon temin etmek isteyenlerin kendisine uygun sukuk yapısını seçmeleri için onları sukuk kullanımına teşvik etmede önemli faktörlerden biridir. Bu durum global sukuk pazarının genişlemesi için sağlıklı bir yoldur (Shahiha & Sapiyi, 2013: 551-573).

Sukukun AAOIFI tarafından kabul görmüş 14 çeşidi mevcuttur. Sukuk çeşitleri Tablo 1'de görülmektedir.

Tablo 1. Sukuk Çeşitleri

1- İcara (Sukuk al-ijarah)	8- Murabaha (Sukuk al-murabaha)
2- İcara movsufa bitihima (Sukuk ijarah movsufa bi-thima)	9- Muşaraka (Sukuk al-musharaka)
3- Manfa icara (Sukuk manfaa ijarah)	10- Mudaraba (Sukuk al-mudharaba)
4- Manfa icara movsufa bitihima (Sukuk manfaa ijarah movsufa bi-thima)	11- Vekâlet (Sukuk al-wakala)
5- Mülkiyet kadamat (Sukuk milkiyat al-khadamat)	12- Muzraa (Sukuk al-muzra'a)
6- Salam (Sukuk al-salam)	13- Musaka (Sukuk al-musaqa)
7- İstisna (Sukuk al-istisna'a)	14- Mukarasa (Sukuk-al-muqarasa)

Kaynak: AAOIFI, 2015

3.1. İcara Sukuk

İslami finans sektöründe ‘icara’ terimi ‘bir varlığın intifa hakkının, kendisinden talep edilen bir rant karşılığında başka bir kişiye intikalinin devri’ veya tam anlamıyla kira anlamına gelmektedir (islamicmarkes.com). Kiralama, islami finansa uygun olarak sermaye piyasasındaki şekli icara sukuktur.

İcara sukuk, islami sermaye piyasasında en çok kullanılmakta olan sukuktan birisidir. Bu sukuk türünde mülkiyet ve yararlanma hakkı birlikte bir taşınmaz üstünde uygulanma alanına sahiptir. Özel ve kamu kuruluşları sukuk ihracının sahibi olabilir. (Özel Amaçlı Kurum, Special Purpose Vehicle, SPV). Bu kuruluşlar bir taraftan sukuk ihracını gerçekleştirirken, diğer taraftan taraflar arasında uyum ve düzeni sağlar. Hatta SPV anaparanın ödenmeme riskine önlem olarak sigorta yapabilir (Kasımoğlu ve d. 2018: 21).

Tablo 2. Dünyada Kamu ve Özel Sektör Tarafından Gerçekleştirilen İcare Sukuk İhracı (Ocak 2016-Aralık2016 Dönemi, 200 Milyon \$’ dan Fazla Olan)

İHRAÇ YILI	İHRAÇÇI ÜLKE	İHRACI GERÇEKLEŞTİRİLEN KURUM/KURULUŞLAR	YEREL / ULUSLARARASI	KAMU / ÖZEL SEKTÖR	MİLYON \$	VADE (YIL)
2016	Türkiye	T.C. Hazine Müsteşarlığı	Yerel	Kamu	2.059	3
2016	Pakistan	Pakistan Hükümeti	Yerel	Kamu	1.876	3
2016	Bahreyn	Bahreyn Hükümeti	Uluslararası	Kamu	1.450	5
2016	Endonezya	Endonezya Hükümeti	Yerel	Kamu	11.385	6
2016	Türkiye	T.C. Hazine Müsteşarlığı	Uluslararası	Kamu	1.000	5
2016	Umman	Umman Hükümeti	Uluslararası	Kamu	500	6
2016	Birleşik Arap Emirlikleri	Şarika İslam Bankası	Uluslararası	Özel	500	5
2016	Suudi Arabistan	Rawabi Vallianz Offshore Hizmetleri	Yerel	Özel	267	5

Kaynak: IIFM, 2017: 18-21, TKBB, 8: 77

Tabloya bakıldığında özellikle hükümetler tarafından kullanılan icara sukuk, yerel yatırımcılar için olduğu gibi, uluslararası yatırımcılar için de ihraç edilebilmektedir. Ancak ülkemizde kamu tarafından sadece icara sukuk ihraç edilebilir. Çünkü Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanununun 7/A maddesi sadece bu sukuk türünün ihracına izin vermektedir (TKBB, Katılım Finansmanında Yeni Yaklaşımlar, 76).

Ülkemizde de en yaygın ihraç edilen ve mevzuatta yer alan sukuk türü icara (finansal kiralama) sukukudur. Bu yöntem uygulamada devret-geri kirala şeklinde gerçekleştirilmektedir. Bu işlem banka veya diğer finansal kuruluşlar aracılığıyla söz konusu gayrimenkulün (sukuka ihracına konu) alınıp sahibine tekrar kiraya verilmesi ve bu şekilde fon ihtiyacının karşılanması amacıyla sukuk ihraç edilmesi şeklinde gerçekleşmektedir. Projenin proje maliyeti ve muhtemel kira gelirleri hesaplanıp, kiralama işlemi gerçekleştirilir ve alım işlemi için gerekli fon sağlanmış olur. Vadesi geldiğinde toplanan kira gelirleri belli aralıklarla sukuk sertifika sahiplerine kazanç olarak aktarılır. Bu işlemde aracı kurum veya bankanın kazancı, vekil olarak gerçekleştirdiği işlemin işletim komisyonu veya mudarib olarak payına düşen kârdır. Eğer projeye kendisi de sermaye yatırımcıysa, bu durumda ortak olarak da kira gelirinden payına düşeni alır (Bayındır: 2015: 96,97).

3.2. Murabaha Sukuk

Murabaha bir mal alımı için kullanılan taksitli bir satış sözleşmesidir (Lackmann, 2008:7). Murabaha sukuk murabaha üzerinden mal alımını finanse etmek amacıyla ihraç edilen ve murabaha mallarının sahibi olmayı sağlayan eşit değerdeki sertifikalardır (Vishwonath ve Azmi, 2009: 65). Murabaha sukuk kısa ve orta dönem murabaha satışları ihraç etmek için kullanılır (Hassan ve Levis, 2007: 52). Hukuki olarak işlem gören murabaha sukuk sadece birincil piyasada işlem görebilir. Sukukun ciro edilmesi ya da ikincil piyasada işlem görmesine İslam hukukunda izin verilmez. Bunun nedeni sertifika sahiplerine borcu temsil eder ve borç vadeli olarak alınıp satılmış olur. Bu durum da ribayı doğurur ve caiz değildir (Tok, 2009: 21). Murabaha sukuku; toplanan fonların, malların peşin alımında kullanılmasına ve eklenen kar oranıyla vadeli olarak satılmasını ve yatırımcının bu fiyat üzerinden alacak hakkına sahip olmasını öngörür.

Murabaha sukukun işleyiş biçimi Şekil 2’de gösterilmiştir.

Şekil 2. Murabaha Sukukun İşleyişi (Aktepe, TKBB/9:206)



97

Kaynak kuruluş, almak istediği bir malın finansmanını karşılamak için SPV 'ye başvurur. SPV, işleme konu olan malı satın alabilmek amacıyla piyasaya sukuk ihraç eder ve yatırımcılar sukuka yatırım yaparak mal alımı için gerekli fonu sağlamış olur. SPV, konu olan malı kaynak kuruluş için satın alır ve kaynak kuruluşa taksitli olarak satar. Bu satım işlemi ile kaynak kuruluş SPV' ye dönemsel olarak taksitlerini öder ve bu gelir yatırımcılara SPV tarafından aktarılır. Vade bitiminde sukuka sertifikası alanlar payları oranında anapara + gelir toplamını alırlar (Aktepe, TKBB/9: 77).

Tablo 3. Dünyada Kamu ve Özel Sektör Tarafından Gerçekleştirilen Murabaha Sukuk İhracı (Ocak 2016-Aralık2016 Dönemi, 200 Milyon \$'dan Fazla Olan)

İHRAÇ YILI	İHRAÇÇI ÜLKE	İHRACI GERÇEKLEŞTİRİLEN KURUM/KURULUŞLAR	YEREL / ULUSLARARASI	KAMU / ÖZEL SEKTÖR	MİLYON \$	VADE (YIL)
2016	Malezya	Danainfa Nasioanl	Yerel	Özel	899	28
2016	Malezya	Pengurusan Havayolları	Yerel	Özel	225	7
2016	Birleşik Arap Emirlikleri	Emaar Gayrimenkul	Uluslararası	Özel	750	10
2016	Malezya	Maxis Broadband	Yerel	Özel	551	5
2016	Malezya	Malezya Hükümeti	Yerel	Kamu	9.551	11

Kaynak: IIFM (2017: 18-21)

3.3. Selem Sukuk

Selem, ödemenin nakit olarak alınıp, satın alınan malın veresiye verildiği satış şeklidir. Burada dikkat edilecek husus malın miktarının, özelliklerinin, teslimata dayalı hususların belirlenip karara bağlanmış olmasıdır (Şekeroğlu ve Özer, 2017: 12).

Selem sukuk; finansman ihtiyacı olan satıcının alacağını gelecekte tedarik edeceğini taahhüt ettiği sukuk ihraç türüdür. Burada mal teslim edildikten sonra, konu olan ürün fiyatına kâr marjı eklenmesi ile ürünün satılıp iki fiyat farkından doğan kazancı sağlamasıdır (Orhan, 2018: 6). Bu kazanç sukuk yatırımcılarına payları oranında dağıtılır. Selem sukuk ikinci el piyasada işlem göremeyen İslami finans araçlarıdır.

Şekil 3. Selem Sukuk İşleyiş Şekli (Aktepe TKBB/9:206)



3.4. İstisna Sukuk

Günümüzde genellikle inşaat, gemi inşası, toplu konut projeleri gibi büyük hacimli projelerde kullanılan istisna akdi üretim ile ilgili sözleşmelerdir. İstisna genel olarak bir ürünü belirlenen şekliyle üretilmesi için sipariş vermektir (Yanpar, 2014: 98).

İstisna sukuk yukarıda belirtilen tarzdaki projelerin finansmanı için kullanılmaktadır. Gerekli fon ihtiyacını karşılamak için sukuk ihracı yapılan proje, taahhüt edilen süre sonunda elde edilen bedelin aracı şirket tarafından sukuk yatırımcılarına aktarılmasıyla son bulur.

İstisna sukuk sertifikalarının ikinci elde satımı mümkün değildir.

Şekil 4. İstisna Sukuk İşleyiş Şekli (Aktepe TKBB/9:207)



3.5. Mudaraba Sukuk

Mudaraba sukuk mudaraba işlemini konu alan sukuk türüdür. Mudaraba taraflardan birinin emek, bilgi, tecrübe; diğerinin sermaye (para) ortaya koyduğu İslami finansal araçtır. Mudaraba şirketi, sermaye sahibinin işi yapacak kişinin uyması gereken birtakım kuralların olup olmasına göre mutlak ve mukayyet mudaraba şeklinde iki kısma ayrılır. Mutlak mudaraba sermaye sahibinin sadece kârın paylaşılma şeklini ve zamanını belirlediği mudaraba; mukayyet mudaraba ise sermaye sahibinin işletmecinin uyması gereken bazı kuralların konulduğu mudaraba çeşididir (Döndüren, 2012: 431).

Mudaraba sukuk ile yatırımcılarla fona gereksinim duyan girişimcilerin bir araya gelerek finansal yatırımın ve reel girişimin önu açılmış olur. Mudaraba sukuk aynı zamanda ikincil piyasalarda işlem görebilir (Tekin, 2017: 164).

Mudaraba sukukta dağıtılacak kârların yatırımcılara aktarımı dönemsel olarak yapılmaktadır. Ortaklık bitiminde kârlar ortaklık payına göre dağıtılır.

Şekil 5. Mudaraba Sukuk İşleyiş Şekli (Aktepe, TKBB/9: 208)



3.6. Muşaraka Sukuk

Muşarakayı iki veya daha fazla kişinin bir araya gelerek ticaret yapıp, kâr elde etmek için kurdukları adi ortaklık türü olarak tanımlayabiliriz. Muşaraka sukuk, muşaraka ortaklığı prensipleri çerçevesinde bir proje veya faaliyet üzerindeki mülkiyet belgesiyle hem ihraççı hem de yatırımcıların projenin sermayesine katkıda bulunmaktadır (Mohamad, 2012: 170).

Muşaraka sukuk ilk olarak kâr ve zarar paylaşımı temelinde yeni fon kaynaklarını temsil etmesi yönüyle önemli bir araçtır. İkinci olarak, vakıf topraklarının geliştirilmesi hayati önem taşımaktadır. İslami finans kurumlarında yeni finansal enstrümanlar tarafından değerlendirilmeyi bekleyen fazla miktarda nakit vardır. Muşaraka sukuk bu fonların sadece vakıf sektörüne değil tüm ekonomi için harcanmasına öncü olmaktadır (Hassan ve Shahid, 2010:321).

Şekil 6. Muşaraka Sukuk İşleyiş Şekli (Aktepe, TKBB/9:208)



Muşaraka sertifikaları ikincil piyasada işlem görebildikleri gibi kıymetli evrak olarak devri de mümkündür. Bu sukuk türüne konu olan projenin bitmesi ile elde edilen gelir, kâğıt sahipleri arasında sözleşmede yer aldığı şekilde bölünür. Sukuk kuponunun taahhüt ettiği tarihte ise ortaklara kâr payı ödemesi gerçekleştirilir (Aktaş, 2016:483,484).

3.7. Wakala (Vekalet) Sukuk

Wakala (Vekalet) acentecilik sözleşmesine benzer bir sukuk türüdür. Bu sukuk türünde sukuk ihraç edenler vekil konumunda, sukuk sahipleri ise müvekkil konumundadır. Sukuk çıkaranlar sukuk sertifikalarını alanlar adına çeşitli kâr/zarar ortaklıklarına vekil sıfatıyla girerler ve elde edilen kar/zarara sukuk sertifika sahipleri ortak olurlar.

Bu sukuk türünde vekil islami olan tüm yatırım ve finansman işlemlerini yapabilir. Bu nedenle wakala (vekalet) sukuk icara, istisna, selem, murabaha vb. veya bunların kombinasyonundan oluşabilir. Burada dikkat edilmesi gereken temel husus ikinci el piyasalarda işlem görmesi yapılan finansman türlerine bağlıdır.

Şekil 7. Wakala Sukuk Yapılış Şekli (Aktepe, TKBB/9:207)



100

Diğer Sukuk Türleri

Mülkiyet Kadamat (Sukuk milkiyat al-khadamat): Satış öncesi istenilen hizmet ve faydaların maliyetinde kullanılan sukuk türüdür.

Bunun yanında icara sukuktan türetilmiş sukuk türleri vardır. Bunlar:

İcara movsufa bitihima (Sukuk ijarah movsufa bi-thima): Kiralanan maddi duran varlıkların satın alma maliyetinde kullanılan sukuk türüdür.

Manfa icara (Sukuk manfaa ijarah): Seküritizasyon için mevcut kiralanan varlıkların intifası için kullanılan sukuk türüdür.

Manfa icara movsufa bitihima (Sukuk manfaa ijarah movsufa bi-thima): (İleri kira sözleşmesi) Menkul kıymetleştirmeye sahip olunacak varlıkların kiralınması ve intifasında kullanılan sukuk türüdür.

Bunların yanında bir de ziraat ortaklıklarında kullanılan sukuk türleri vardır. Bunlar (Özcan, 2015:69-73; Özcan ve Elitaş, 2015:563):

Muzraa Sukuk: Muzraa sözleşmesi tarım yapmak, tarım toprağının ekilip biçilmesine dayalı olarak yapılan ziraat sözleşmesidir. Başka bir deyişle ziraat alanındaki çalışmalar için iki ya da daha fazla kişinin bir araya gelerek anlaşma yapmasıdır. Muzraa sukuk bu işlemler için fon sağlamada kullanılır.

Müşakat Sukuk: Müsakatta toprak sahibinin bağ ve bahçenin bakımının, sulama işlemlerinin başkasına verilmesidir. Bunun karşılığında görevli olan kişi bağ ve bahçenin

hasılatından pay alır. Müsakat sukuk bu bakım ve sulama mobilizyonunu sağlamak için fon sağlamada kullanılır.

Mugarese Sukuk: Boş araziye fidan dikilmesi ile emek-tarla ortaklığı yapılmasıdır. Tarlaya dikilen fidanların üzerinde iki taraf da hak sahibidir. Mugarese sukuk arazi ve bitki bakımı tarımsal fon sağlamaya dayalı olmaktadır. Mugarese sukuk genellikle Suriye’de kullanılan sukuk çeşididir.

Yukarıda açıklanan sukuk türlerine ek olarak hibrid sukuk türü çalışmanın altıncı (6.) bölümünde detaylı olarak açıklanacaktır.

4. SUKUK ÇEŞİTLERİNİN ÖZELLİKLERİ

Sukuk çeşitleri ve özelliklerine göre gruplandırma tablosu aşağıda (Tablo 4) verilmiştir.

Tablo 4. Sukuk Çeşitlerinin Özellikleri

Sukuk Özellik	Murabaha	Müşaraka	Mudaraba	İcara	Salam	İstisna	Vekâlet
Sahiplik	Fiziki/ Kullanım	Fiziki/ Kullanım	Fiziki/ Kullanım	Mülkiyet Hakkı vermez	Fiziki/ Kullanım	Fiziki/ Kullanım	Kullanım
Likidite	Likit	Likit	Likit	Likit	Likit	Likit	Likit
Piyasa	Sadece Birincil	Birincil ve İkincil	Birincil ve İkincil	Birincil ve İkincil	Birincil ve İkincil	Sadece Birincil	Birincil ve İkincil
Getiri Oran	Sabit	Sabit / Değişken	Sabit / Değişken	Sabit / Değişken	Sabit	Sabit / Değişken	Sabit
Temsil	Varlık	Öz kaynak	Öz kaynak	Varlık	Varlık	Varlık	Varlık
Ciro	Ciro edilemez	Ciro edilebilir	Ciro edilebilir	Ciro edilebilir	Vade sonu gelmeden Ciro edilemez	Ciro edilemez	Ciro Edilemez
İhraç	Özel/Kamu Şirketleri/ Bankalar	Özel/Kamu Şirketleri/ Bankalar	Özel/Kamu Şirketleri/ Bankalar	Özel/ Kamu Şirketleri/ Bankalar	Özel/ Kamu Şirketleri/ Bankalar	Özel/ Kamu Şirketleri/ Bankalar	Özel/Kamu Şirketleri/ Bankalar

Kaynak: Özcan ve Elitaş, 2015: 567

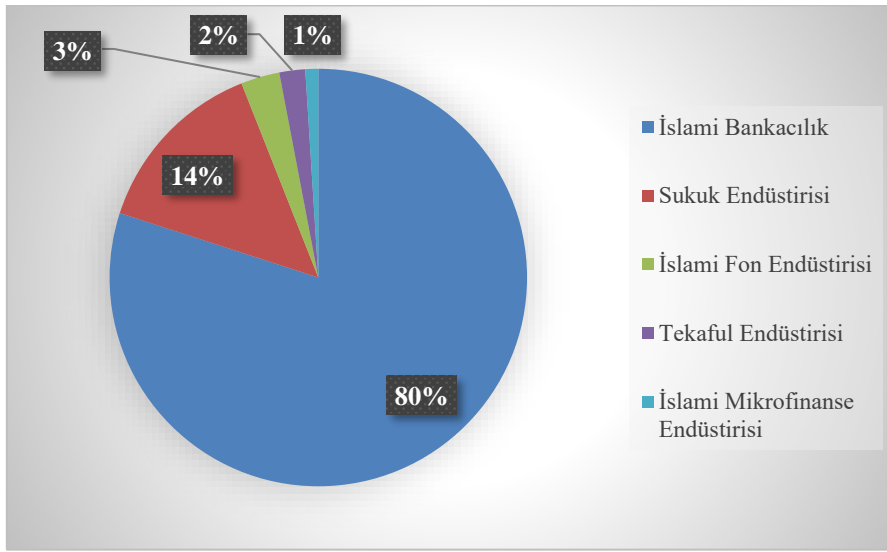
Tablo 4’de görülebileceği gibi yapıları farklı olan vekalet (vakala), istisna ve murabaha gibi sukuk türleri ikincil piyasada işlem göremezler. Bunlar dışında kalan sukuk türleri hem birincil hem de ikincil piyasalarda işlem görebilmektedir. Selem sukuksa diğerlerinden farklı olarak vade sonu gelmeden ciro edilmesi mümkündür ancak ikincil piyasada işlem göremez (Özcan, 2015: 68).

Görüldüğü gibi, sukuk ihraçları finansman modelinin türüne ve işleyişine göre gerçekleşmektedir. Sukuk piyasasının ikinci eli de mevcuttur. İkincil piyasalar elinde sukuk sertifikası bulunan yatırımcının isteği dahilinde bu sertifikayı satarak nakde dönüştürüldüğü piyasalardır. Ancak burada önemli olan konu borç finansmanına dayalı sukuk türlerinin ikinci el piyasalarda işlem görmelerinin uygun olmamasıdır. Bunun sebebi buradaki işleme konu olan alışverişin, bir varlığı değil bir borcu içermesidir. Bu durumda sukuk sertifikasının ikinci elde işlem görmesi söz konusu maldan bağlantıyı kaybettiği ve borca dönüştüğü içindir. Böyle bir durum İslami finans prensiplerine aykırıdır (Tunç, 2013:157). Sukuk sertifikalarının ikinci el piyasadaki işlemlerin detayı AAOIFI 17. Faizsiz Finans Standardı 5/2 ‘Yatırım Sertifikalarının İkincil Piyasalarda İşlem Görmesi ve Geri Alınması’ başlığı altındaki 18 maddede ilgili hükümlerle açıklanmıştır (AAOIFI, 2015: 473-477).

5. DÜNYADA SUKUK

Dünyada katılım bankacılığının yaygınlaşmasının ardından yeni İslami finansal ürünlere olan ihtiyaç artmıştır. İslami bankacılıkta fonların aktarımı için sukuk ihracı yöntemi geliştirilirken muhtemeldir ki, konvansiyonel finanstaki menkul kıymetleştirmeden etkilenilmiştir. Ancak sukuk, İslami finanstaki çeşitli fon kullandırma araçlarını kullanarak menkul kıymetleştirme yapılmasıdır. Yani sukuk, daha önceden birbirinden bağımsız olarak üretilmiş olan modern İslami sertifikaların neredeyse tümünü kapsayan karma özellikte bir üründür. Aşağıdaki grafikte 2017 yılında İslami finans sektöründeki varlıkların sektörde ne kadar kullanıldıklarını gösterilmektedir. Buna göre İslami bankacılık %80 gibi bir oranla sektördeki en büyük paya sahipken, sukuk endüstrisi %14'lük dilime sahiptir. Sektörün geri kalanını ise küçük oranlardaki İslami fon, tekafül ve mikro finanse endüstrileri oluşturmaktadır.

Grafik 1. İslami Finans Sektörü



Kaynak: URL-1, 2017

Dünyada ilk sukuk ihracı Ürdün'de 1977 yılında mudaraba sukuk şeklinde piyasaya sürülmüştür. Ardından 1981'de Pakistan, 1983'te Malezya'da mudaraba sukuk sertifikaları piyasaya sürmüştür. Malezya İslam Bankası'nın (Bank İslam) kurulmasıyla 1995 yılında günümüzdeki şekliyle ilk modern sukuk ihracı geliştirilmiş ve 350 Milyon\$ değerinde tahvil ihraç edilmiştir. Bahreyn hükümeti 2001 yılında havalimanı inşaatında icara senetlerini sukuk şeklinde piyasaya ihraç ederek İslam dünyasına bu türde bir öncülük etmiştir. Günümüzde özellikle Malezya ve Körfez ülkelerinde yaygın olarak kullanılan sukuk sertifikaları, birçok Ortadoğu ve İslam Ülkeleri ile bazı batı ülkelerinde kullanılan İslami sermaye piyasası araçlarıdır. Murabaha sukuk ihraç modelinin yaygınlaşması Malezya Devleti yoluyla olmuştur. Ancak murabaha sukuk ikinci el piyasada işlem göremediğinden dolayı diğer ülkelerde fazla tercih edilmemiştir. Ancak Malezya Borsası'nın sukuk bonolarının işlem görmesi için oluşturduğu platform, piyasanın derinlik kazanmasını sağlamıştır (Bayındır, 2015:97-98) (Özeroğlu, 2014:755,756).

2000'li yıllarda özel sektör aracılığıyla büyüme sağlayan sukuk piyasası, 2002'de ilk devlet sukukunun yapılmasıyla hızla büyümeye başlamıştır. Devlet sukuku (sovereign sukuk), İslami finans kurallarına uygun olarak sermaye piyasalarına referans fiyat oluşturması bakımından ihraç edilmeye başlamıştır. Ayrıca devlet sukuku merkez bankalarının likidite yönetimlerinin yapılmasına yardımcı olmaktadır (Ulusoy & Ela, 2016: 348-349).

Sukuk piyasasına son yıllarda Müslüman olmayan ülkeler de dahil olmuşlardır. Dünyadaki global (küresel) sukuk ihraçlarının hızlı artışının sebepleri şöyle sıralanabilir (Aktaran: Ulusoy & Ela, 2016: 348-349):

- İslami yatırımcıların şeriata uygun olan sukuka yatırım yapma isteklerinin artması ve Müslüman olmayan yatırımcıların da sukuk ihracı yapmaları,
- Yatırımcı duyarlılığının artışı ve bunun doğurduğu sukuk talebinin arzı aşması,
- İslam ülkelerindeki devlet fonlarına (ulusal varlık fonu) yapılan yatırımlardaki artış,
- Sukuk ihraçlarında yapılan vergi reformları ve altyapı çalışmaları,
- Devletlerin ihtiyacı olan likiditeyi sukukla arttırma yolunu tercih etmeleri,
- İslam ülkelerinde genişleyen ölçekteki altyapı ve gelişim projelerinin finansmanı için sukuk kullanımının artması,
- Petrol gelirlerinin artmasıyla Körfez ülkelerindeki likiditenin artması,
- Global ekonomik büyümenin uzun vadede devam etmesi,
- Girişim sermayesine olan ihtiyaç,
- Sınır ötesi bölgelerin fon elde etmek için daha çekici hale gelmesidir.

Sukuk ikinci el piyasada ilk defa 2000 yılında Bahreyn’de işlem görmüştür. Ardından Malezya, diğer İslam Ülkeleri ve gayri Müslim ülkelerde de ikinci elde işlem görmüştür. Bunun yanında 2006 yılında Lüksemburg Borsası’nda, ardından Londra Borsası’nda kullanımıyla global yatırım aracı haline gelmiştir (Tokul, 2012: 4).

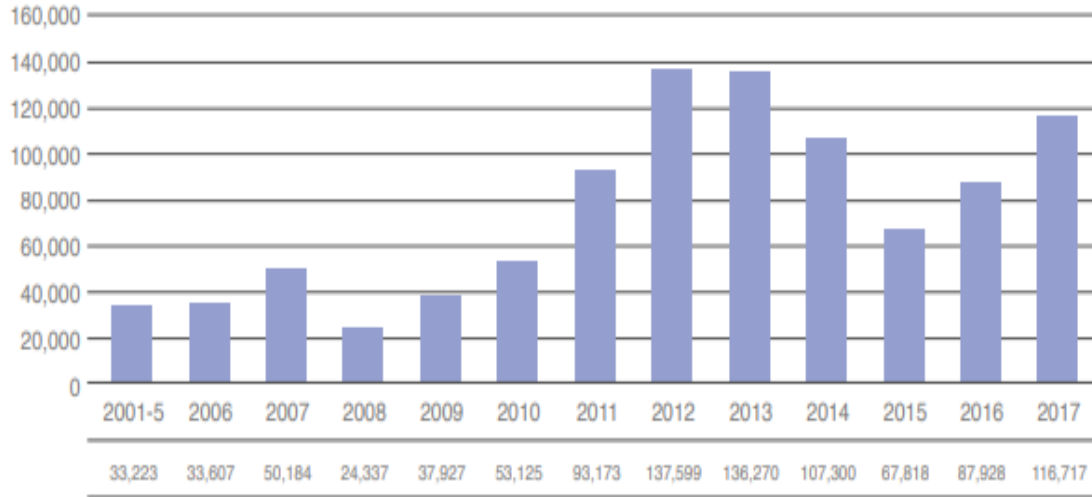
Tablo 5. Dünyadaki İlk Sukuk İhraçları ve Özellikleri

103

1990	Sheel MDS	Dünyadaki ilk yabancı ve İslami olmayan şirket tarafından ihraç edilen ilk ringgit	RM 125 (USD 33)
2001	Kumpulan Guthrie	Dünyadaki ilk küresel özel sektör sukuk	USD 150
2002	Malezya Hükümeti	Dünyadaki ilk küresel kamu sukuku	USD 600
2003	Uluslararası Sukuk Şirketi	Uluslararası kurum tarafından ihraç edilen ilk ringgit sukuk	RM 500 (USD 132)
2004	Caqamas MBS	Dünyanın ilk İslami mortgage destekli yerleşim bölgesi menkulleri	RM 2050 (USD 540)
2005	PLUS	Karmaşık ve yenilikçi yapı, PLUS'ın mevcut borçlarının İslami finansmana çevrilmesi	RM 9170 (USD 2860)
2006	Rafflesia Capital	Dünyanın ilk değiştirilebilir sukuku	USD 750
2007	AEON Kredi Servisi	Japonya şirketi tarafından yapılan ilk sukuk	RM 400 (USD 125)
2007	Nucleus Avenue Malakoff Şirketi	Dünyadaki ilk hibrid sukuk	RM8000 (USD 2500)
2007	Khazanah Nasional Cherating Capital	O zamana kadarki en yüksek aşırı talep oranı	USD 850
2007	Maybank	Birinci uluslararası destekli sukuk	USD 300
2010	Malezya Hükümeti	Dünyanın en büyük global kamu sukuk ihracı	USD 1250

Kaynak: Ahmed ve Radzi, 2011: 38

Grafik 2. Toplam Global Sukuk İhracı, Milyon \$ (Ocak 2001-Aralık 2017)

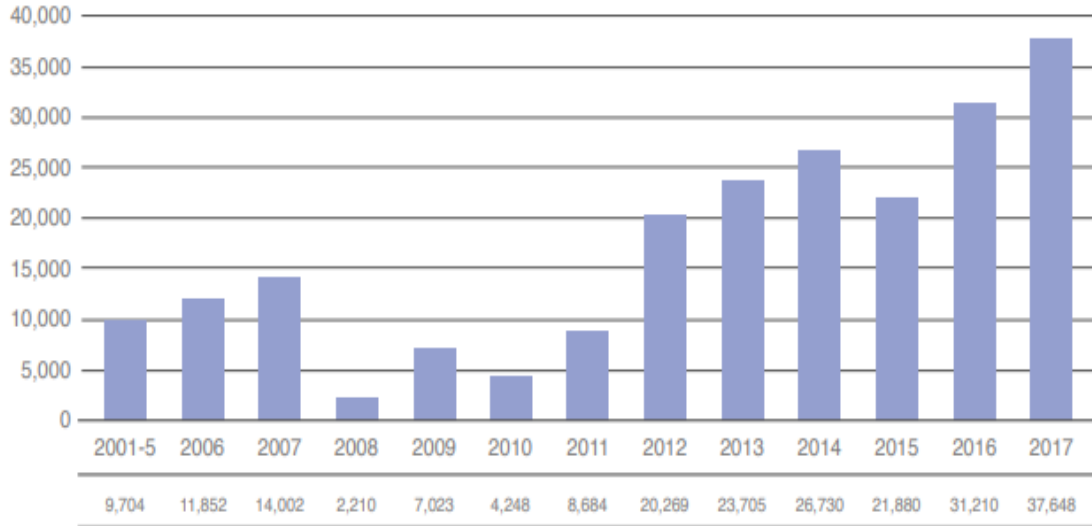


Toplam global sukuk ihracı:979.209 Milyon \$

Kaynak: IIFM Sukuk Report, 2017: 21

2001-2017 yılları arasındaki Global sukuk ihracına bakıldığında toplamda 989.209 Milyon \$ değerinde sukuk ihracı gerçekleştiği görülmektedir. İlk sukuk ihracının yapıldığı 2001 yılından başlayarak 2017 yılına kadar geline sürede global sukuk ihraçlarının arttığı gözlenirken, sektörün ulaştığı en üst nokta 2012-2013 yıllarında yaşanmaktadır. 2015 yılındaki ciddi düşüş ile birlikte, 2016 yılından 2017 yılına geçerken %32 sıçrama yaşanmıştır. Global sukuk ihraçlarının önümüzdeki yıllarda çok daha fazla olması beklenmektedir.

Grafik 3. Toplam Uluslararası Sukuk İhracı

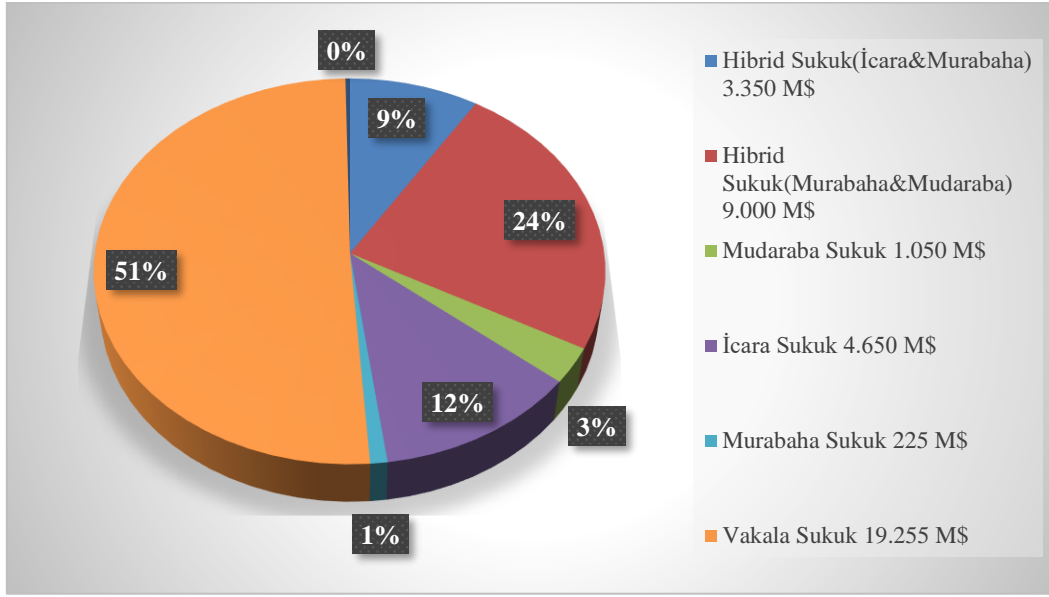


Toplam uluslararası sukuk ihracı: 219.165 Milyon \$

Kaynak: IIFM Sukuk Report, 2017: 21

Uluslararası sukuk ihracında, global piyasadaki kadar ciddi düşüşlerin yaşanmadığı ancak yine de yaşanan krizlerden ve ekonomik küçülmelerden etkilendiği görülmektedir. Özellikle 2016 ve 2017 yıllarındaki sıçramayla uluslararası sukuk ihraçları zamanın en yüksek seviyesindedir.

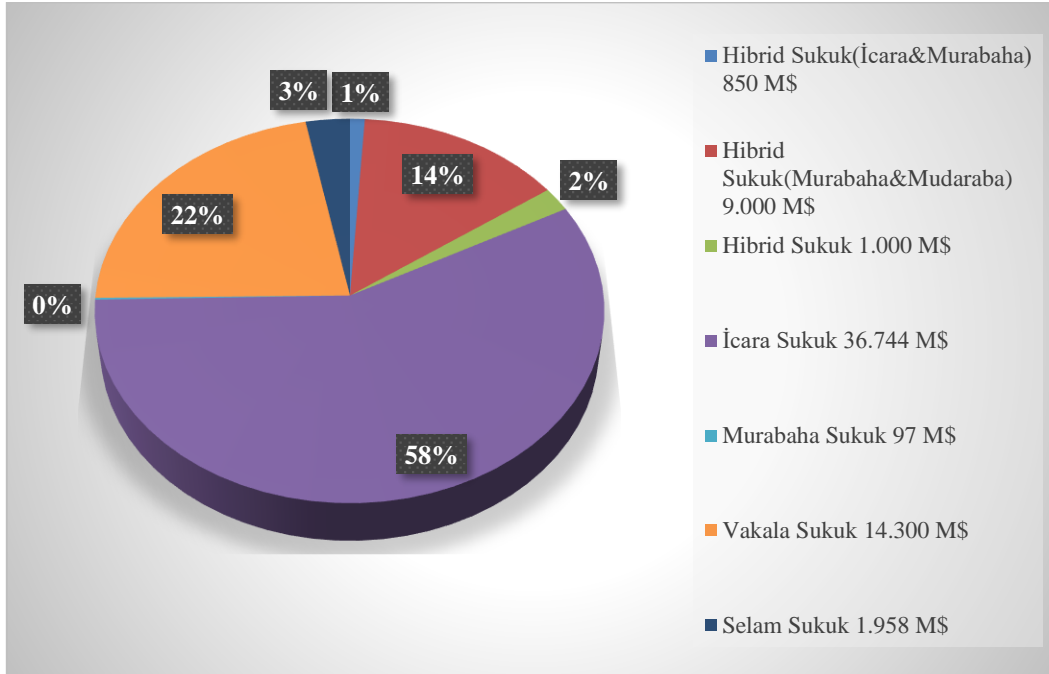
Grafik 4. Uluslararası Sukuk İhracı Ocak- Aralık 2017



Kaynak: IIFM Sukuk Report, 2017: 49

Uluslararası sukuk ihraçlarına sukuk çeşitliliği bazında bakıldığında en yüksek paya %51 değeriyle 19.255 M\$ değerindeki vakala sukukun sahip olduğu görülmektedir. Ardından %24 ile Hibrid sukuk (murabaha ve mudaraba içeren), daha sonra da Hibrid sukuk (icara ve murabaha içeren) olduğu görülmektedir. Pastada en düşük pay ise %1'lik oranıyla murabaha sukuktur.

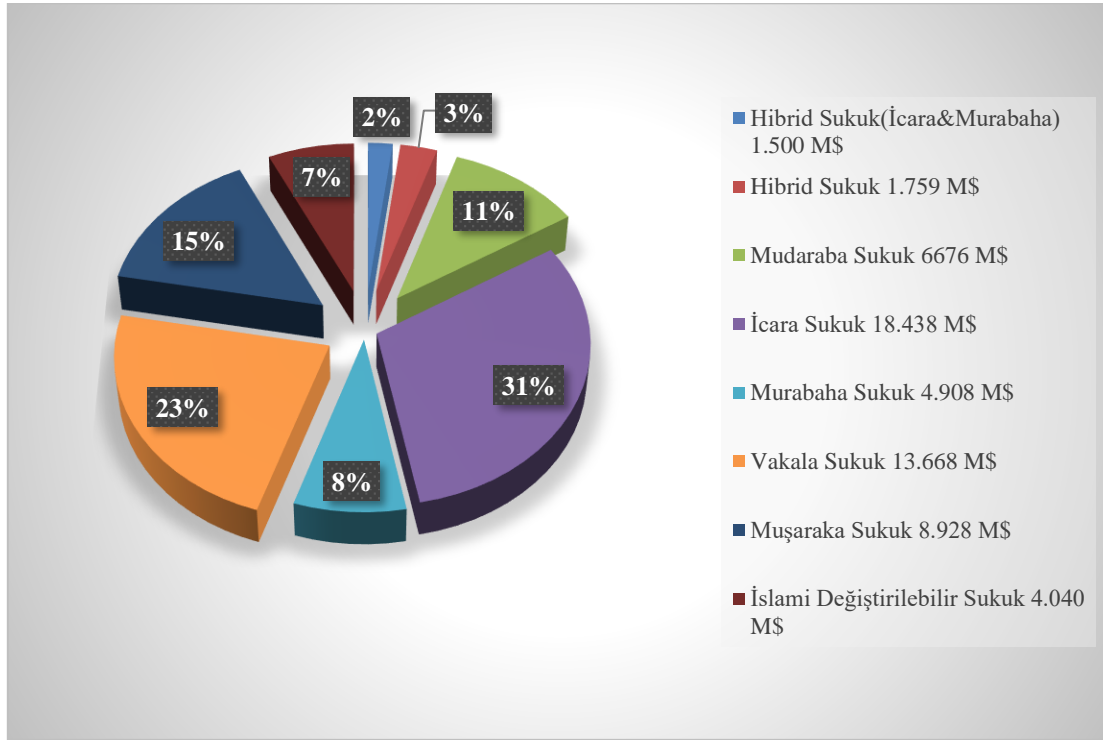
Grafik 5. Uluslararası Devlet Sukuk İhracı (Ocak 2011-Aralık 2017)



Kaynak: IIFM Sukuk Report, 2017: 51

2001-2017 yılları arasında devlet tarafından yapılan sukuk ihraçları içerisinde en yüksek oran %58'le icara sukuka, ardından %22'yle vakala sukuka aittir. Devlet ihraçları arasındaki en düşük pay payı %1'den de az olan murabaha sukuktur.

Grafik 6. Uluslararası Özel Sektör İhracı (Ocak 2011-Aralık 2017)



Kaynak: IIFM Sukuk Report, 2017: 52

2001-2017 arası dönemde özel sektör tarafından yapılan sukuk ihraçlarında en yüksek paya %31 ile icara sukuk sahip olurken, en düşük paya icara ve murabaha içeren Hibrid sukuka aittir.

106

2017 yılında uluslararası sukuk pazarında gerçekleştirilen birkaç kilometre taşı şunlardır:

- Suudi Arabistan Hükümeti'nin yaptığı yaklaşık 9 Trilyon\$ değerindeki sukuk
- Dubai Yatırım Bankası'nın 1 Trilyon \$ değerindeki yarı kamu sukuku ihracı
- Nijerya merkezli Afrika Finans Kurumu tarafından yapılan 150 Milyon \$'lık sukuk ihracı (IIFM Report, 2017: 52-55).

6. TÜRKİYE'DE SUKUK

Türkiye'de sukuk (kira sertifikaları) ile ilgili ilk yasal düzenleme 1992 yılında yapılmıştır. Ardından bu yasaya eklenen bir madde, alacak ve duran varlıklar üzerinden menkul kıymet (sukuk) ihracının yapılmasının yolunu açmıştır. 'Kira Sertifikası' adının geçtiği ilk yasal düzenleme ise 2010 yılında yapılmıştır (Bayındır, 2017:194). SPK tebliğinde sukuka benzer bir enstrüman olan Kira Sertifikalarının sermaye piyasasına sunulduğunun belirtmesiyle birlikte 2012 yılında yapılan ilk ihracıyla başlayan bu işlemlerle katılım bankalarının likidite fazlalarının İslami kurallara uygun yeni bir menkul kıymete aktarımı sağlanmıştır (Tekin, 2017: 167). 30/12/2012 tarihinde yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası kanunu ile yapılan yeniliklerle, uluslararası sermaye piyasalarındaki gelişmeleri doğrultusunda yeni düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerle uluslararası piyasada kabul görmüş 5 yeni sukuk (kira sözleşmesi) çeşidi (sahipliğe, yönetim sözleşmesine, alım-satıma, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı) tanımlanmıştır. Ayrıca Türkiye'deki aracı kurumların (VKŞ) başka şirketlerin finansman ihtiyaçları doğrultusunda kira sertifikası ihracına da olanak sağlanmıştır.

Bununla birlikte VKŞ'lere aynı anda birden fazla kira sertifikası ihraç edebilmesine olanak tanınmıştır (SPK, 2012/61.1). VKŞ tarafından, Kira Sertifikası Tebliği'ne göre a) sahipliğe, b) yönetim sözleşmesine, c) alım-satıma, d) ortaklığa, e) eser sözleşmesine dayalı olarak sukuk ihracı gerçekleştirilmektedir (katilimfinansdergisi.com.tr, Erişim tarihi: 01/12/2018).

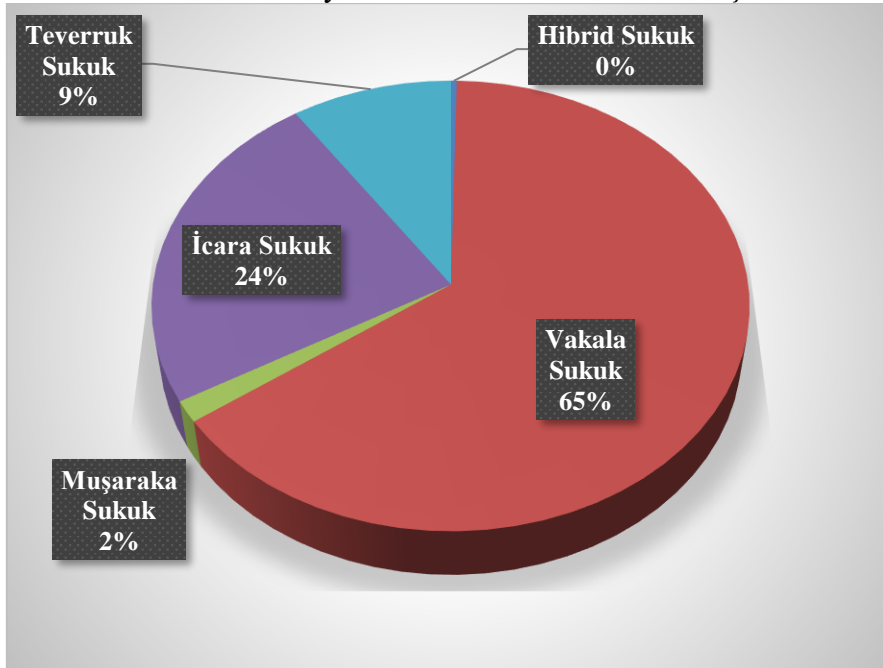
Dünyada 2000'li yılların başlarından itibaren işlem gören sukuk sertifikaları, Türkiye'de ancak 2010 yılında işlem görmeye başlamıştır. Aradan geçen 10 yıl boyunca ülkemiz sukuk piyasasına girmeyerek, piyasanın gerisinde kalmıştır (Yardımcıoğlu vd. 210).

Katılım Bankası Kuveyt Türk, 2010 yılında Türkiye'de ilk sukuk ihracını yapmıştır. Ardından 2. Sukuk ihracı 2011 yılında tekrar sukuk ihraç eden Kuveyt Türk Katılım Bankası'nın ardından 2013 yılında Albaraka Türk ve Türkiye Finans'ın sukuk ihraçlarıyla 1.405.000 Bin TL'ye ulaşmıştır. Devlet katılım bankası olarak Türkiye'de hizmet vermeye başlayan Ziraat Katılım da 2016 yılında iki sukuk ihraç etmiştir (URL-2, 2017).

Türkiye'de 2012 yılında T.C. Hazine Müsteşarlığı toplamda 4.302.483 Bin TL değerinde iki sukuk ihracının ardından yer yıl yaptığı ihraçlarla toplam ihracını 28.042.449 Bin TL'ye yükseltmiştir (2012-2016 yılları toplamında).

Türkiye'de özel sektör tarafından yapılan ilk kurumsal kira sertifikası ihracı ise 2017 yılında KT Sukuk Varlık A.Ş. aracılığıyla DRD Filo Kiralama için 50 Milyon TL değerindeki sukuk ihracıdır (URL-6, 2018).

Grafik 7. Türkiye'deki Özel Sektör Sukuk İhraçları



Kaynak: IIFM Sukuk Report, 2017: 181

Grafik 7 'de Türkiye'deki özel sektör tarafından yapılan sukuk ihraçları gösterilmektedir. Buna göre ülkemizde vakala sukuk en yüksek oranla (%65) ilk sırada yapılırken, icara sukuk %24'lük payla ikinci sıradadır.

Türkiye'deki Katılım Bankalarının Toplam Sukuk İhraçları: (01/01/2010-17/10/2018)

Yurtiçi İhraçlar (TL cinsi): ₺31.604.628.871

Yurtdışı İhraçlar (USD): 4.275.817.800\$

Türkiye Hazine ve Maliye Bakanlığı Toplam Kira Sertifikaları İhracı

Yurtiçi İhraçlar: ₺26.055.219.000

Yurtdışı İhraçlar: 6.000.000.000\$

Tablo 6. Türkiye'deki Katılım Bankalarının Toplam Sukuk İhraçları

BANKALAR	İHRAÇ MİKTARLARI (TRY)	İHRAÇ MİKTARLARI (USD)	TL CİNSİNDEN TOPLAM İHRAÇ TUTARI
ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.	₺3.350.000.000	\$890.000.000	₺5.561.581.000
ASYA KATILIM BANKASI A.Ş. (2010 - 2016)	₺654.230.824	\$0	₺654.230.824
KUVEYT TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.	₺10.654.704.800	\$2.036.704.000	₺15.551.889.800
TÜRKİYE FİNANS KATILIM BANKASI A.Ş.	₺6.395.600.000	\$1.349.113.800	₺9.147.227.000
VAKIF KATILIM BANKASI A.Ş.	₺6.098.994.047	\$0	₺6.098.994.047
ZİRAAT KATILIM BANKASI A.Ş.	₺3.689.000.000	\$0	₺3.689.000.000
TOPLAM İHRAÇ TUTARI*	₺30.842.529.671	\$4.275.817.800	₺40.702.922.671

*Katılım bankalarının iştiraki olan varlık kiralama şirketleri üzerinden ihraç edilen "1.588.510.000 TL" tutarındaki ihraçlar hesaplamalara dahil edilmiştir.

Kaynak: TKBB Sukuk İhraçları (30/11/2018)

Tablo 7. Türkiye'deki Katılım Bankalarının 2018 Yılı Sukuk İhraçları

BANKALAR	İHRAÇ MİKTARLARI (TRY)	İHRAÇ MİKTARLARI (USD)	TL CİNSİNDEN TOPLAM İHRAÇ TUTARI	YURT İÇİ İHRAÇLAR (TRY)	YURT DIŞI İHRAÇLAR (USD)
ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.	₺2.090.000.000	\$90.000.000	₺2.467.856.000	₺14.951.094.047	\$90.000.000
KUVEYT TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.	₺4.285.000.000	\$0	₺4.285.000.000		
TÜRKİYE FİNANS KATILIM BANKASI A.Ş.	₺2.458.100.000	\$0	₺2.458.100.000		
VAKIF KATILIM BANKASI A.Ş.	₺3.828.994.047	\$0	₺3.828.994.047		
ZİRAAT KATILIM BANKASI A.Ş.	₺2.289.000.000	\$0	₺2.289.000.000		
TOPLAM İHRAÇ TUTARI*	₺14.951.094.047	\$90.000.000	₺15.328.950.047		

*TL cinsinden verilen toplam rakamlarda ihraç tarihindeki TCMB kurları hesaplanmıştır.

Kaynak: TKBB Sukuk İhraçları (30/11/2018)

7. HİBRİD (MELEZ&KARMA) SUKUK

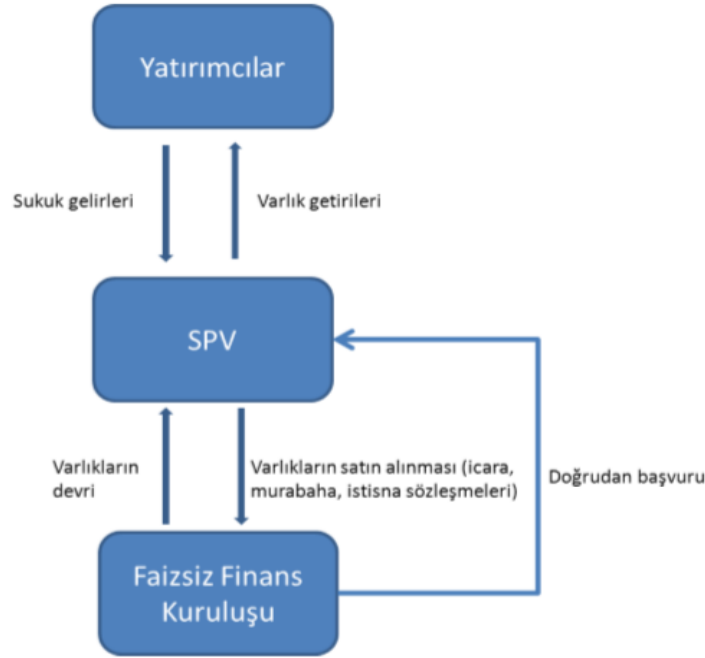
Hibrid sukuk, son zamanlarda ihtiyaç nedeniyle ortaya çıkan, farklı finansal yatırım araçlarını bünyesinde barındırın sukuk türüdür.

7.1. Hibrid Sukuk Tanımı ve Önemi

Hibrid sukuk iki veya daha fazla sukuk türünü içeren sukuktur. Genellikle icara, mudaraba, istisna sukuk gibi sukuk yapısını birleştirerek bir varlık havuzu oluşturmak suretiyle yapılandırılır (Alsaid,2013: 69). Bu tür farklı özelliklere sahip varlık havuzu, fonların daha hareketli olması (Yakar ve diğ, 2013: 83) ve yatırımcıların farklı taleplerine hitap etmesi nedeniyle, diğer sukuk türlerine kıyasla daha kapsamlı olan hibrid sukuk, dünya islami finans

piyasasında ihraç edilmeye başlamıştır. (Avcu, 2015: 50). Hibrid sukukun getirisi sabit getirili (önceden belirlenmiş) olabilmektedir (Aslan, 2012: 83).

Şekil 8. Hibrid Sukuk Yapılış Şekli (Güngören, 2011: 113)



Hibrid sukukun adımları şöyledir:

Faizsiz finans kuruluşu, maddi varlıkların ve murabaha işlemlerinin SPV' ye devrini gerçekleştirir. Ardından SPV katılım sertifikası yayımlayarak sukuk sahiplerine fon toplar. İslami finans koordinatörü toplanan bu fonları kullanır ve SPV' den bu varlıkları belirlenen bir vadede satın alır. Yatırımcılar da bu varlıklardan sabit bir getiri kazanmış olurlar (Günaydın, 2013:61,62).

109

İlk Hibrid sukuk, İslami Kalkınma Bankası tarafından ihraç edilmiştir. Bu sukukun içeriği %68 icara sukuk, %30,73 murabaha sukuk ve %3,4 istisna sukuk şeklindedir. Bu sukuk, uluslararası pazarlanabilirlik sağlamak amacıyla IDB garantörlüğünde piyasaya sürülmüştür. 400 Milyon\$' değerinde sukuk ihraç eden Solidarity Trust Services A.Ş. Jersey Kanalı Adalarında faaliyet göstermektedir. Bu varlıkların net konsolide aktif değeri üzerinden IDB'den alan Özel Sektörün Gelişimi İçin İslami İş Birliği Örgütü, Solidarity Trust Service'e satılması için aracılık görevi yapmıştır (Güngören, 2011: 113).

7.2. Dünya ve Türkiye'de Hibrid Sukuk

Dünyada ve Türkiye'de yapılan hibrid sukuk ihraçları Tablo 8, 9, 10'da gösterilmektedir.

Tablo 8. 2017 Yılı Landmark Sabit Faizli Sukuk İhraçları (Hibrid Sukuk)

Yıl	İhraç Eden	Sukuk Şekli	Uluslararası/ Yerel	Para Birimi	USD Milyon/ Eşdeğeri	Vade	Hibrid İçeriği
2017	Bahreyn Merkez Bankası	Devlet	Uluslararası	USD	850	8	İcara + Murabaha
2017	Damac (Alpha Star Holding)	Özel	Uluslararası	USD	500	5	İcara + Murabaha
2017	Suudi Arabistan Hükümeti	Devlet	Uluslararası	USD	4500	5	Murabaha + Mudaraba
2017	Suudi Arabistan Hükümeti	Devlet	Uluslararası	USD	4500	10	Murabaha + Mudaraba
2017	Darul Erkan	Özel	Uluslararası	USD	500	5	İcara + Murabaha
2017	Equate Petrokimya Şirketi	Özel	Uluslararası	USD	500	7	İcara + Murabaha
2017	Suudi Arabistan Hükümeti	Devlet	Yerel	SAR	3240	5	Murabaha + Mudaraba

Kaynak: IIFM Sukuk Report, 2017: 23

Tablo 9. Hibrid Sukuk İhraçları

(2017, 2018, 2019 Yıllarına Ciro Edilen ve Değeri 100 Milyon \$'dan Büyük Olan)

Yıl	İhraç Eden	İhraç Eden Ülke	Uluslararası /Yerel	Sukuk Şekli	Değeri	Vade	Ciro Tarihi
2013	Darul Erkan	Suudi Arabistan	Uluslararası	Özel sektör	300	5	25.11.2018
2012	Ahu Dhabi İslamic Bank	Birleşik Arap Emirlikleri	Uluslararası	Fls	1000	6	12.11.2018
2017	AL Hilal Bank	Birleşik Arap Emirlikleri	Uluslararası	Fls	100	2	07.08.2019
2014	Kuveyt Türk Katılım Bankası	Türkiye	Uluslararası	Fls	500	5	26.06.2019
2013	Bgsm Managemnet Sdn Bhd	Malezya	Yerel	Özel sektör	232	4	18.04.2017
2012	Çagamas Berhad	Malezya	Yerel	Özel sektör	173	5	25.06.2017
2010	Celcom Transmissin Sdn Bhd	Suudi Arabistan	Yerel	Özel sektör	1867	7	05.05.2017
2013	Çagamas Berhad	Malezya	Yerel	Özel sektör	105	5	28.10.2018
2013	Gamuda Berhad	Malezya	Yerel	Özel sektör	127	5	28.10.2018
2013	Marafiq Sukuk	Suudi Arabistan	Yerel	Özel sektör	667	5	21.05.2018
2013	Almarai Company	Suudi Arabistan	Yerel	Özel sektör	347	5	31.03.2018
2013	Gamuda Berhad	Malezya	Yerel	Özel sektör	126	5	21.03.2018
2014	Gamuda Berhad	Malezya	Yerel	Özel sektör	122	5	13.03.2019
2013	Malakoff Power Sdn Bhd	Malezya	Yerel	Özel sektör	232	6	18.04.2019
2012	Al Marai Company	Suudi Arabistan	Yerel	Özel sektör	266	7	07.03.2019

Kaynak: IIFM Sukuk Report, 2017: 60-72

Tablo 10. 2017 Yılı Toplam Global Hibrid Sukuk (Değeri 100 Milyon \$' dan Büyük)

Yıl	İhraç Eden	Sukuk Şekli	Uluslararası/ Yerel	Para Birimi	USD Milyon/ Eşdeğeri	Vade	Hibrid İçeriği
2017	Suudi Arabistan Hükümeti	Devlet	Yerel	SAR	15755	7	Murabaha+Mud araba
2017	Suudi Arabistan Hükümeti	Devlet	Uluslararası	USD	9000	7.5	Murabaha+Mud araba
2017	Bahreyn Hükümeti	Devlet	Uluslararası	USD	850	8	İcara+Murabaha
2017	Equate Petrokimya Şirketi	Özel	Uluslararası	USD	500	7	İcara+Murabaha
2017	Darul Erkan	Özel	Uluslararası	USD	500	5	İcara+Murabaha
2017	Damac Properties	Özel	Uluslararası	USD	500	5	İcara+Murabaha
2017	Suudi Aramco	Yarı Devlet	Yerel	SAR	30375	7	Murabaha+Mud araba

Kaynak: IIFM Sukuk Report, 2017: 38-40

2001-2017 yılları arasındaki Hibrid Sukuk ihraç rakamları şöyledir (IIFM Sukuk Report, 2017: 48-60):

Global Kısa Dönem Hibrid Sukuk İhraçları (Milyon \$)

01/2001-12/2017: 2.789 (%1)

01/2017-12/2017: İhraç yok.

Uluslararası Hibrid Sukuk İhraçları (Milyon \$)

01/2010-12/2015: 8.322 (%8)

01/2017-12/2017: Hibrid (icara+murabaha) 3.350 (%9)

: Hibrid (murabaha+mudaraba) : 9.000 (%24)

Yerel Hibrid Sukuk İhraçları (Milyon \$)

01/2010-12/2015: 17.950 (%4)

01/2016-12/2016: Yok

01/2017-12/2017: 18.870 (%24) Hibrid (murabaha+mudaraba)

Sukuk Şekline Göre Uluslararası Hibrid Sukuk İhraçları (Milyon \$)

a) Devlet Sukuk:

01/2001-12/2017: Hibrid 1.000 (%2)

: Hibrid (icara+murabaha) 850 (%1)

: Hibrid (murabaha+mudaraba) 9.000 (%14,07)

01/2017-12/2017: Hibrid (icara+murabaha) 850 (%5)

: Hibrid (murabaha+mudaraba) 9.000 (%50)

b) Yarı Devlet:

01/2001-12/2017: Hibrid (icara+murabaha) 1.000 (%1)
: Hibrid 600 (%1)

01/2017-12/2017: Yok.

c) Özel Sektör

01/2001-12/2017: Hibrid 1.759 (%3)

01/2017-12/2017: Hibrid (icara+murabaha) 1.500 (%52)

d) Fls

01/2001-12/2017: Hibrid 5.450 (%23)

01/2017-12/2017: Yok

Sukuk Şekline Göre Yerel (Domestic) Hibrid Sukuk İhraçları (Milyon \$)

a) Devlet Sukuk:

01/2001-12/2017: Hibrid 1.738 (%0)

: Hibrid (murabaha+mudaraba) 15.756 (%3,31)

01/2017-12/2017: Hibrid (murabaha+mudaraba) 15.756 (%36)

b) Yarı Devlet:

01/2001-12/2017: Hibrid (murabaha+mudaraba) 3.038 (%6)

: Hibrid 974 (%2)

01/2017-12/2017: Hibrid (murabaha+mudaraba) 3.038 (%50)

c) Özel Sektör

01/2001-12/2017: Hibrid 20.244 (%10)

01/2017-12/2017: Yok

d) Fls

01/2001-12/2017: Hibrid 2.995 (%11)

: Hibrid (murabaha+mudaraba) 77 (%0,29)

01/2017-12/2017: Hibrid (murabaha+mudaraba) 77 (%1)

112

7.3. Murabaha Sukukun Hibrid Sukuk İçerisinde Yer Alması

7.3.1. Genel Değerlendirme

Murabaha akdine dayalı olarak ihraç edilen sukuk ikinci el piyasalarda işlem görme yasağına sahip olan sukuk çeşididir. Bu şekilde ihraç edilen sukukun temel özelliği malın nihai tüketiciye satılması sonucu oluşan ticari kârdan sukuk hissedarlarının kazanç elde etmesidir. AAOIFI Faizsiz Finans Standardı 17. bölüm Madde 5/1/5/5-Murabaha Sukuk bahsinde ..."Arz sonucunda sukuk satın alan yatırımcılar, sukuklaştırılarak satılan murabaha malının maliki olurlar ve bu mal satıldığında satış bedelini hak ederler." denilmektedir. Bu nedenle murabaha akdinin sukuk ihracına konu olabilmesi için nihai satıcıya satış işleminin yapılmamış olması

gereklidir. Nihai satıcıya satış gerçekleştikten sonra artık işlem nihai satıcının aldığı mal karşılığı ödeme yükümlülüğünü belirten borç senedine dönüşmüştür. Bu durumda olan yani nihai işlem gerçekleşmiş olan murabaha sözleşmeleri sukuka konu olamaz.

Murabahaya dayalı sukuk sertifikaları ikinci el piyasalarda işlem görme yasağı olan sertifikalardır. Bunun nedeni yukarıda açıklandığı gibi nihai satıcıya satış gerçekleştikten sonra artık işlem nihai satıcının aldığı mal karşılığı ödeme yükümlülüğünü belirten borç senedine dönüşmüş olmasıdır. Bu konuda AAOIFI Faizsiz Finans Standardı 17. bölüm Madde 5/2/15’de “Murabahaya konu mal müşteriye teslim edildikten sonra murabaha sukukun ikincil piyasalarda işlem görmesi caiz değildir. Ancak bu tür sertifikaların, ilgili mal satın alınıp henüz müşteriye satılmadan önce ikincil piyasalarda işlem görmesi caizdir.” denilmektedir. Bu maddeye göre murabahaya dayalı sukukun ikincil piyasalarda işlem görmesi ve aynı zamanda ihraç için temel şart malın nihai müşteriye satışının yapılmamış olmasıdır. Murabahaya dayalı sukuk işleminde malın nihai müşteriye vadeli satışını gerçekleştiren (malın sahibi olan) sukuk sertifikası sahipleridir. Sukuk sertifikası sahiplerinin geliri de bu vadeli satıştan elde edilecek olan kârdır.

Yukarıda açıklandığı gibi hibrid sukuk, sukuk ihracına konu olan varlık sepeti içerisine birden fazla çeşit sukuk çeşidinin yer almasıdır. Bu sukuk türünde yine yukarıda detayı verildiği gibi çoğu zaman murabaha sukuku da yer almaktadır. Bu konuda herhangi bir sorun yoktur. Nasıl ki tek başına murabaha sözleşmelerine dayalı sukuk ihracı mümkün ise, hibrid sukuk içerisinde de murabahaya dayalı sukuk yer alabilir. Burada dikkat edilmesi gereken husus, nihai satışının gerçekleştiği murabaha sözleşmeleri ne murabahaya dayalı sukuk ihracına ne de hibrid sukuk içerisindeki varlık sepetinde yer almasına uygun olmamasıdır. Bu tür murabaha sözleşmeleri alışveriş akdi hükmünden çıkıp, borç-alacak hükmüne dönüştüğünden hiçbir sukuk ihracına konu olamaz.

Burada sorun bu tür sukukun ikinci el piyasalarda işlem görüp göremeyeceği ile ilgilidir. Daha önce yukarıda açıkladığımız gibi murabaha sözleşmelerine dayalı sukukun ikinci el piyasalarda işlem görmesi caiz değildir. Fakat uygulamada hibrid sukuk içerisinde murabaha sözleşmeleri yer almasına rağmen ikinci el piyasalarda işlem görmektedir.

113

7.3.2. Hibrid Sukuk İçerisinde Murabaha Sukukun Yer Alması Halinde İkinci El Piyasalarda İşlem Görme Durumu

Hibrid sukuka dayanak oluşturan varlık sepeti içerisinde murabaha sözleşmelerinin de yer alması halinde ikinci el piyasalarda işlem görme yasağının söz konusu olup olmadığı konusunda kafa karışıklığı söz konusudur. Dünya ve Türkiye’deki uygulamalarda hibrid sukuk içerisinde murabaha sözleşmeleri yer almasına rağmen ikinci el piyasalarda işlem görmektedir.

Bu konu hakkında şunlar söylenebilir.

- a) Öncelikle AAOIFI ‘nin Faizsiz Finans Standartları Sukuk bahsinin işlendiği 17. Bölümde bu konuda herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Yukarıda verdiğimiz ilgili standardın 5/2/15. maddesinde murabaha sukukun müşteriye satış aşamasından sonra ikinci el piyasalarda işlem görmesinin caiz olmadığı açıkça belirtilmektedir. Hibrid sukuk içerisinde yer alması halinde bir istisna olacağından bahsedilmemektedir.
- b) Uygulamada hibrid sukuk içerisine murabaha sukukun konulması halinde de ikinci el piyasalarda işlem görme yasağının olmayacağı görüşünün dayanağı AAOIFI ‘nin Faizsiz Finans Standartları Menkul Kıymetler bahsinin işlendiği 21. Bölüm 3/19 maddesidir. Bu maddede standart şöyle demektedir:

“Eğer şirketin varlıkları mal, menfaat, para ve alacaktan müteşekkil ise şirkete ait hisse senetlerinin alım satımına dair hüküm, şirketin faaliyet alanı ve kuruluş amacına göre değişir. Eğer şirketin kuruluş amacı ve ana faaliyet alanı mallar, menfaatler ve haklar üzerine ise hisse senetlerini alıp satmak, sarf (döviz alım satımı) ya da alacaklar üzerinde tasarrufta bulunma hükümlerine riayet gerekmeksizin caizdir. Ancak bunun için malların, menfaatlerin ve hakların piyasa değeri mal, menfaat, hak, para ve para hükmünde varlıklara (başkalarındaki alacaklar, başka bankalardaki cari hesaplar, alacağı temsil eden vesaik) sahip şirketin toplam varlığının %30’undan aşağı olmamalıdır. Bu şart gerçekleştiği takdirde nakit ve alacakların miktarına bakılmaz; çünkü onlar tabi hâlde kabul edilirler.

Şirketin ana faaliyet alanı ve kuruluş gayesi altın, gümüş veya para ticareti ise hisse senetlerinin satımında sarf hükümlerine riayet gerekir. Şirketin faaliyet alanı ve kuruluş gayesi alacaklar (kredi, finansman) üzerine ise hisse senetlerinin alım satımında alacaklarla ilgili hükümlere uymak gerekir.”

Görüldüğü gibi bu maddede hisse senetlerinin devri bahsi işlenmekte ve varlıkları mal, menfaat, para ve alacaktan müteşekkil bir şirketin kuruluş amacı ve ana faaliyet alanı mallar, menfaatler ve haklar üzerine ise bu şirketin sahip olduğu para ve alacaklarının olması sebebiyle bunların sarf ve alacak devri hükümlerine bağlı olmaksızın hisse devrinin yapılabileceğini belirtilmektedir. Burada sadece temel şart “malların, menfaatlerin ve hakların piyasa değeri mal, menfaat, hak, para ve para hükmünde varlıklara (başkalarındaki alacaklar, başka bankalardaki cari hesaplar, alacağı temsil eden vesaik) sahip şirketin toplam varlığının %30’undan aşağı olamayacağı” hükmüdür.

Uygulamada hibrid sukuk içerisine murabaha sukukun konulması halinde de ikinci el piyasalarda işlem görme yasağının olmayacağı görüşünü savunanlar hibrid sukuk içerisinde ikinci el piyasalarda işlem görme yeteneğine sahip olan sukuk çeşitlerinin minimum %30 olması halinde yukarıdaki hükümden kıyasla ikinci el piyasalarda işlem görebileceğini savunmaktadırlar.

Bize göre bu görüşün tutarlı bir tarafı yoktur. Öncelikle yukarıdaki düzenleme üretim işletmeleri dışında varlıkları mal, menfaat, para ve alacaktan müteşekkil ticari işletmelerin hisse senetlerinin devri ile ilgilidir. Burada amacı alacakların veya hazır değerlerin (para ve benzerleri) devri değil, şirketin hisse senetlerinin satılması, el değiştirmesi olan sermaye piyasası işlemlerinin bir düzenlemeye tabi tutulması bu konuda bir standardın oluşturulmasıdır. Bu tür şirketlerin hisse senetlerinin devrinde malların, menfaatlerin ve hakların piyasa değerinin toplam şirket varlığı içerisinde %30’dan aşağı olması halinde durum para ve alacakların devri niteliği taşıyacağından hareketle %30 sınırı konmaktadır. Oysa hibrid sukuk ihracı bir şirket hisse senedi devri değildir. Ortada bir şirket faaliyeti söz konusu değildir. Şirketin kuruluş amacı bahsi dahi anlamlı değildir.

Tüm bu nedenlerle AAOIFI ‘nin Faizsiz Finans Standartları Menkul Kıymetler bahsinin işlendiği 21. Bölüm 3/19 maddesi hibrid sukuk için uygulanamaz.

- c) Günümüzün fıkıh konusunda önemli otoritelerinden sayılan Âlimlerden bazıları çeşitli platformlarda hibrid sukuk içerisine murabaha sukukun konulması halinde ikinci el piyasalarda işlem göremeyeceğini açıkça söylemektedirler (Örneğin; Prof. Dr. Hayrettin KARAMAN, Prof. Dr. Hamdi DÖNDÜREN).

8. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Günümüzün en önemli problemlerinden birisi İslami hassasiyete sahip olan firmaların finansman ihtiyacının çözülmesi, bireylerin ellerindeki tasarrufları helal yollarla değerlendirebilmesi sorunudur. Varlığa dayalı olarak çeşitli şekillerde ihraç edilen ve menkul kıymet borsalarında işlem görek İslami finans piyasasına canlılık katan sukuk önemli bir finansman enstrümanıdır.

Sukuk çok önemli bir İslami finansman enstrümanı olmakla birlikte hakkında oluşacak şaibeler ve şüpheler bir taraftan yatırımcıların ondan kaçmasına sebep olmakta diğer taraftan da sukuk ihraç edenlerin manevi sorumluluklarına sebep olabilmektedir. Bu konuda en önemli sorunlardan bir tanesi hibrid sukuk ihracına dayanak varlık sepeti içerisinde murabaha sukukun konulmasıdır.

Bu çalışmamızda bu konu ele alınmış ve şu sonuçlara ulaşılmıştır.

- Öncelikle murabahaya dayalı sukuk ihracı mümkündür.
- Murabahaya dayalı sukuk ihracında temel şart murabahaya konu edilen sukuk sertifikalarında müşteriye malın teslim edilmemiş olması şartıdır. Müşteriye malın teslim aşaması gerçekleşmiş ise artık bu murabaha işlemi sukuka konu edilemez. Çünkü murabahaya dayalı sukukta malı alıp mülküne sahip olan ve vadeli olarak nihai alıcıya satan sukuk sertifikası sahipleridir. Nihai alıcıya satış işlemi gerçekleşmiş bir murabaha işlemi artık satışa konu edilemez, işlem borç-alacak hukukuna dönüşmüştür.
- Murabahaya dayalı sukuk ihracı yapıldıktan sonra ikinci el piyasalarda işlem görmesi caiz değildir. Her ne kadar halen nihai tüketiciye yapılmamış satışları içeren murabaha sözleşmeleri olsa da bunların durumunu takip etmek ihraçtan sonra mümkün değildir. Bu nedenle murabahaya dayalı sukuk ikinci el piyasalarda işlem görmemelidir.
- Hibrid sukuk ihracında, ihraca dayanak varlık sepetinde murabahaya dayalı sukukun da eklenmesinde bir sakınca yoktur. Burada sakınca bu sukukun ikinci el piyasalarda işlem görüp göremeyeceği ile ilgilidir.
- Hibrid sukuk içerisinde murabahaya dayalı sukukun yer alması halinde oranı ne olursa olsun ikinci el piyasalarda işlem görmesi doğru değildir. Bu durum hibrid sukuk içerisindeki diğer sukuk çeşitlerini de etkileyeceğinden ve ikinci el piyasalarda işlem yasağı doğuracağından hibrid sukukun içerisinde murabaha sukuku konulmamalıdır. Murabahaya dayalı sukuk ayrı şekilde ihraç edilmeli ve ikinci el piyasalarda işlem görmemelidir.

İslami finans ve bunu gerçekleştirecek enstrümanlar oldukça önemlidir. Bu konuda tüm tarafların kâr ve ticaret gayesinin üzerinde daha ulvi gayelerle hareket etme zorunlulukları vardır. Sırf ticari kâr adına İslami hükümlerin zorlanması ve uygun olmayan yöntemlerin ortaya konulması doğru değildir. Bu çalışma ile biz bu konuya dikkat çekerek önemli bir sorunu ortaya koymaya çalıştık. Bu konuda fıkıh Âlimi değil, finans uzmanı, İslami finans okuyucusu ve araştırmacısı olmamız hasebi ile yanlış bir değerlendirme yapmış isek bu konunun fıkıh uzmanları tarafından yapılacak olan ilmi çalışmalarla makalemizin tenkit edilerek doğrunun ortaya konulması oldukça önemlidir. Aslında bu düzenlemenin AAOIFI tarafından ele alınarak standart halinde getirilmesi ve sukuk başlığı altında yer alması en doğrusu olacaktır.

KAYNAKÇA

- AAOIFI, Yayın No:10/2015. *Faizsiz Finans Standartları*, s.l.: TKBB Yayınları.
- Abul , H. & Shahid, A., 2010. *Management and Development of the Awq of Assets*. Bangi, 7. International Conference- Zakat and Waqf Economy.
- Aktaş, M. M., 2016. *Ortaklığa Dayalı İslami Yapılandırılmış Finansman Ürünü- Muşaraka Sukuk*. s.l., Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 12016 Afro- Avrasya Özel Sayısı.
- Aktepe, A. E., Yayın no:9. *Katılım Finans*, s.l.: TKBB Yayınları.
- Alpaslan, H. İ., 2014. Yeni Bir Finansman Aracı Olarak Sukuk (Kira Sözleşmesi ve Muhasebeleştirilmesi). *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 6(11), pp. 15-31.
- Avcu, E. C., 2015. *Katılım Bankacılığı ve Sukuk Modelleri*, Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilimdalı Yüksek Lisans Tezi.
- Ayub, M., 2017. *İslami Finansı Anlamak*. s.l.:İktisad Yayınları.
- Bayındır , S., 2015: 97,98. *Fıkhi ve İktisadi Açından İslami Finans*. s.l.:s.n.
- Bayındır, S., 2017. 2. *Uluslararası İslam Hukuku Kongresi 'Günümüzdeki Meseleler'*. Konya: KTO Karatay Üniversitesi Yayınları.
- Döndüren, H., 2012. *Delilleriyle Tiraret ve İktisat İlmihali*. İstanbul: Erkam Yayınları.
- Durmuş, A., 2010. Modern Bir Finansal Araç Olarak Sukuk ve Fıkhi Açından Tahlili. *İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi*, Issue 16, pp. 141-156.
- Erkuş, H. & Çenberlitaş, İ., 2016. İslami Finansal Araçlardan Olan Sukukların Muhasebeleştirilmesi. *Dicle Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(11).
- Günaydın, F., 2013. *Yapılandırılmış Finansman Modeli Olarak Sukuk ve Proje Finansmanında Kullanımı*. Ankara: s.n.
- Güngören, M., 2011. Katılım Bankalarında Menkul Kıymet İhracının (Seküritizasyon) Yapısal Farklılık Gösteren Finansal Piyasalarda Uyum Modellemesi; Sukuk Örneği.
- International Islamic Financial Market (IIFM), Sukuk Report, 2010
- Katılım Finansmanında Yeni Yaklaşımlar, Yayın No:8. s.l.: TKBB Yayınları.
- Muhammad, D. M. & Ramli, R., 2016:9. s.l.:COMCEC Standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of The Organization of Islamic Cooperation.
- Ola, A., 2013. Sukuk Risk Analysis and Management. *EJASSR*. 1(3).
- Özcan, S., 2015. *Finansman Aracı Olarak Sukuk ve Muhasebe Sistematiği*, Yalova: Yalova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.
- Özcan, S. & Elitaş, C., 2015. Finansman Aracı Olarak Sukuk ve Muhasebeleştirilmesi. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi* , 17(3), pp. 559-586.
- Özeroğlu, A. İ., 2014. Sukuk ve Türkiye'de Sukukun Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi. *Tarih Okulu Dergisi (TOD)*, 7(19), pp. 751-772.
- Shahiha, S. & Sapiyi, S., 2013: 551-573. Why do Firms Issue Sukuk Over Bonds? Malaysian Evidence. *EKONIS- UKIM Faculty of Economics and Management*.

- Shamsiah, M., 2012. Case Study On Sukuk Musharakah Issued in Malaysia. *Department of Fiqh and Usul Academy of Islamic Studies. University of Malaya, Malaysia*, pp. 168-175.
- Şekeroğlu, S. & Özer, K., 2017. Bankacılık Sektöründe Yükselen Değer: Katılım Bankacılığı. *Bankacılık ve Finansal Araştırmalar Dergisi (Bafad)*, 4(2).
- TDV, 2016. *İslam Ansiklopedisi*. www.tdv.org/sukuk dü. s.l.:s.n.
- Tekin, A., 2017. Türkiye Kira Sertifikaları İle İslami Finans Piyasalarındaki Eşdeğer Ürünler Arasında Bir Karşılaştırma. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi*, 20(2), pp. 160-174.
- Tokul, E., 2012. *Proje Bazında Finansman Kaynağı: Sukuk*. İstanbul: s.n.
- Tokul, E., 2012. *Proje Bazında Finansman Kaynağı: Sukuk*, İstanbul: Fatih Üniversitesi Yüksek Lisans Projesi.
- Tunç, H., 2013. *Katılım Bankacılığı Felsefesi, Teorisi ve Türkiye Uygulaması*. İstanbul: s.n.
- Ulusoy, A. & Ela, M., 2016. *Türkiye'den Devlet Sukuku İhraçları ve İhtiyacı*. s.l., 2. Uluslararası Çin'den Adriyatik Sosyal Bilimler Kongresi.
- Wahida, A. & Rafisah, R., 2011. Sustainability of Sukuk and Conventional Bond during Financial Crisis: Malaysia's Capital Market. *Global Economy and Finance Journal*, 4(2), pp. 33-45.
- Yakar, S., Kandır, S. & Önal, Y., 2013. Sukuk-Kira Sertifikası ve Vergisel Boyutunun İncelenmesi. *Bankacılar Dergisi*, Issue 84.
- Yanpar, A., 2014. *İslami Finans İlkeler, Araçlar ve Kurumlar*. İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Yardımcıoğlu, M., Ayriçay, Y., Sabuncu, İ. & Gerekli, İ., 2014. Türkiye'de Sukuk: Kira Sertifikaları. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi*, 4(1), pp. 199-222.
- Yean, Tan Wan, "Sukuk: Issues and the way Forward", International Lawyers Network Articles, (http://www.iln.com/articles/pub_1674.pdf, erişim tarihi: 10/12/2018).

İnternet Kaynakları:

- URL-1: <http://www.alhudacibe.com/> E.T: 20/11/2018
- URL-2: <http://www.tkbb.org.tr/> E.T: 29/11/2018
- URL-3: http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20%287th%20Edition%29_0.pdf E.T: 30/11/2018
- URL-4: <http://katilimfinansdergisi.com.tr/islam-hukuku-acisindan-yatirim-sertifikalari> E.T: 2/12/2018
- URL-5: <https://www.isra.my/> E.T: 20/11/2018
- URL-6: <https://www.kuveytturk.com.tr/> E.T: 15/11/2018
- URL-7: <http://aaofii.com/> E.T: 30/11/2018
- URL-8: <http://www.ticaretkanunu.net/spk-madde-61/> E.T: 16/11/2018
- URL-9: http://www.ktksvks.com.tr/Assets/DocumentPool/20140919_KT_SUKUK_Ihrac_Sunumu.pdf
E.T: 15/12/2018