



KARJIEF

KARATAY JOURNAL OF ISLAMIC ECONOMICS AND FINANCE

İslami Finansal Bir Araç Olarak Sukuk

Sukuk as an Islamic Financial Instrument

Lebibe Nur KÜÇÜKARPACI¹, Kamola ERGUN²

ÖZET

Günümüzde dünya ekonomisinin hızla büyümesi ve artan rekabet koşullarının da etkisiyle birlikte, finansal piyasalar gelişmekte ve farklı ihtiyaçlar doğrultusunda her geçen gün yeni bir finansal ürün piyasaya dâhil olmaktadır. Son yıllarda İslam ekonomisinin büyümesine ve gelişmesine katkıda bulunan İslami temellere dayanan çeşitli finansal ürünler ortaya çıkmıştır. Bu ürünlerin başında kullanıldığı ülkelerde önemli gelişmelere imza atan ürün olarak “sukuk” gelmektedir.

Malezya, Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri ve Endonezya sukuk piyasasının öncü ülkeleri olup, çeşitli projelerin finansmanı sukuk ihraçları ile gerçekleştirilmektedir. Ülkemizde, “kira sertifikaları” olarak bilinen, sukuk ihraçlarına yönelik Sermaye Piyasası Kurumu (SPK) tarafından 2010 yılında ilk tebliğ hazırlanmış olup ilk ihraç da aynı yıl gerçekleştirilmiştir.

Çalışmanın amacı; kamu ve özel sektörün ekonomik gelişimi için alternatif bir finansman aracı olarak İslami finans kapsamında sukuk'un rolünü ve önemini ortaya koymaktır. Bu amaç doğrultusunda çalışmada sukuk'un tanımı, tarihsel gelişimi, tarafları, işleyişi ve sukuk'un sınıflandırılması detaylı bir şekilde ele alınacak olup çalışmanın sonunda dünya sukuk piyasası hakkında çeşitli grafikler sunulacaktır.

Anahtar Kelimeler: Sukuk, Kira Sertifikaları, İslami Sermaye Piyasası, Türkiye, Malezya

ABSTRACT

Today, with the rapid growth of the world economy and the effect of increasing competition conditions, financial markets are developing and a new financial product is included in the market every day in line with different needs. In recent years, various financial products based on Islamic foundations have emerged that contribute to the growth and development of the Islamic economy. At the forefront of these products is “sukuk” as a product that has made important developments in the countries where it is used.

Malaysia, Saudi Arabia, United Arab Emirates and Indonesia are the leading countries of the sukuk market, and various projects are financed through sukuk issuances. Türkiye the first communique for sukuk issuances, known as “lease certificates”, was prepared by the Capital Markets Board (CMB) in 2010, and the first issuance was made in the same year.

The main purpose of the study; To reveal the role and importance of sukuk within the scope of Islamic finance as an alternative financing tool for the economic development of the public and private sectors. For this purpose, the definition of sukuk, its historical development, parties, functioning and classification of sukuk will be discussed in detail, and at the end of the study, various graphics will be presented about the world sukuk market.

Keywords: Sukuk, Lease Certificates, Islamic Capital Market, Turkey, Malaysia

¹ Yüksek Lisans Öğrencisi, Sakarya Üniversitesi, İslam Ekonomisi ve Finansı Anabilim Dalı. ORCID: 0000-0002-0622-7041

² Doç. Dr., KTO Karatay Üniversitesi, İslam Ekonomisi ve Finans Bölümü. ORCID: 0000-0003-2765-5552

1. GİRİŞ

Sukuk kelime anlamı olarak Arapçada kâğıt, yazılı belge, sertifika anlamlarına gelen sakk kelimesinin çoğulunu ifade etmektedir. Bir varlığa, menfaate veya hizmete dayanan sukuk, söz konusu olduğu dayanak üzerinde hak sahibi olma imkânı tanıyarak yatırımcılar açısından faizsiz bir yatırım aracı haline gelmektedir. İslami finans çerçevesinde ticari bir işlem için finansman ihtiyacını karşılamak, makine-teçhizat ihtiyacını karşılamak ve çeşitli projelere fon sağlamak amacıyla sukuk, birçok ülke tarafından ihraç edilmektedir. Sukuk ihraç eden taraf gerekli fonu sağlarken, yatırımcılar fonlarını İslam hukuku ilkeleri ile uyumlu bir şekilde değerlendirerek getiri elde etmektedirler.

Dünya genelinde önemli ihraç rakamlarına ulaşan sukuk, devlet ve özel şirketler tarafından alternatif bir finansman aracı olarak Orta Doğu, Asya ve Avrupa ülkelerinde popülerlik kazanmıştır. Malezya, Suudi Arabistan, BAE ve Endonezya sukuk piyasasının önde gelen aktörleridir. Modern anlamda ilk sukuk ihracı 1990 yılında Malezya’da gerçekleştirilmiştir. Ülkemizde SPK’nın 2010 yılında yayımladığı tebliğ ile yasallaşarak sukuk ihraçlarının önü açılmış ve aynı yıl Kuveyt Türk Katılım Bankası tarafından ilk sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Daha sonraki dönemlerde ülkemizde bulunan diğer katılım bankaları da sukuk ihraçları gerçekleştirmişlerdir. Türkiye piyasalarında sukuk “kira sertifikası” olarak bilinmektedir.

Sukuk’un önemine ve gelişimine binaen yola çıkılan bu çalışmanın temel amacı sukuku çeşitli başlıklar altında incelemek, sukuk piyasasına dair farkındalığı ve okuryazarlığı arttırmaya yönelik literatüre katkıda bulunmaktır.

Çalışma giriş ve sonuç bölümleri dışında üç ana bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde sukukun tanımı ve kavramı, tarihsel gelişimi, özellikleri ve sukukun işleyişi hakkında temel bilgilere yer verilmiştir. Bu bölümde sukuka genel bir bakış sağlanarak sukuk kavramının anlaşılması amaçlanmıştır. Çalışmanın ikinci bölümde sukukun çeşitleri, dayandığı varlık türleri, ihraç yapıları, ihraççı nitelikleri gibi çeşitli başlıklar altında sukukun sınıflandırmasına yer verilmektedir. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise sukukun dünyadaki küresel durumunu incelemek amacıyla çeşitli ulusal ve uluslararası kaynakların raporlarından yararlanılmış, elde edilen veriler grafikler halinde sunulmuştur.

1.1.Literatür Taraması

Sukuk ile ilgili yapılan literatür çalışmaları incelendiğinde konunun gerek ülkemiz açısından gerekse diğer ülkeler açısından gün geçtikçe daha da önem kazandığı anlaşılmaktadır. Sukuk hakkında Türkiye piyasasına yönelik yazılmış olan Türkçe akademik çalışmaların son dönemlerde artış göstermesine rağmen yeterli sayıda olmadığı görülmektedir. Buna nazaran yurt dışında yapılan çalışmaların, akademik kaynakların daha fazla kaynak olmasını o piyasaların gerek teori gerekse uygulama boyutunda sukuk piyasasında daha gelişmiş olmasına bağlayabiliriz.

İlgili literatür incelendiğinde sukuk’un Türkiye’deki durumunu ele alarak sukuk’un tanımını, taraflarını, işleyişini, yapısını ve çeşitlerini inceleyen, dünyadaki artan sukuk gelişmeleriyle

sukuk’un Türkiye piyasası için gelecek vadettiğini vurgulan çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. (bkz. Tok, 2009; Adıgüzel, 2016; Ünlü, 2019).

Sukuk ihracında Türkiye'nin uluslararası bazda karşılaştırmalı üstünlüğünün olup olmadığını inceleyen Erkan ve Altınay (2019), yaptığı analizlerden elde edilen sonuçlara göre Türkiye'nin kira sertifikası ihracında rekabet gücüne sahip olduğunu ifade etmiştir. Orhan (2018) ve Ulusoy ve Ela (2018), son yıllarda büyüme gösteren sukuk pazarının çeşitli sorunlardan ötürü yeterli potansiyele ulaşmadığını belirterek bu sorunlardan birisinin de aktif bir sukuk ikincil piyasasının olmamasından kaynaklandığına değinmiştir. Sukuk’un ikincil piyasasını ve sorunlarını açıklığa kavuşturmak ve zayıf ikincil piyasanın engellerini aşmak için sukuk ihraçlarının artırılması, standardizasyonun artması, derecelendirilmiş sukuk’un artması ve küresel İslami bankaların sayılarının artması gerektiğini ifade etmişlerdir.

Sümer (2018) çalışmasında İslam hukukuyla uyumlu olarak gerçek bir satışın gerçekleşmesi için varlığa dayalı (asset-backed) sukuk ihraçlarının yaygınlaşması, yani mülkiyet hakkının ihraçlarda sukuk yatırımcılarına tam olarak geçmesi gerektiğini vurgulamıştır. Ertaştan (2019), sukuk’un devletleri ve şirketleri ekonomik olarak risklerden daha çok koruduğunu ve özellikle 2008 krizinden sonra daha bilinçli ve amaca yönelik yatırımlar yapıldığını belirterek sukuk enstrümanını finansman ihtiyaçlarını karşılama noktasında önemli bir alternatif olarak görmektedir. Razak vd. (2019) çalışmasında sukuku geleneksel tahvillerden farklı kılan en önemli nedenin sukuk getirisinin bir varlıktan beklenmesi ve bu özelliğiyle faize dayalı olan tahvillerden ayrıştığını belirterek geleneksel tahvil yatırımcılarının getirisi faiz ödemelerinden karşılanırken sukuk yatırımcılarına varlıktan elde edilen karın paylaşılması sonucu getiri sağladığını vurgulamışlardır. Çalışmada mevcut sukuk yapılarına yönelik yapılan analizlerde yaşanan krizlerden dolayı yatırımcılarda tahvil piyasasına yönelik bir güvensizlik oluştuğu ve bundan dolayı da sukukun daha güvenilir bir finansal araç olarak görüldüğü sonucuna ulaşılmıştır.

Sukuk’un yatırımcıların tasarruflarını ekonomiye kazandırma noktasında alternatif oluşturması, ikincil piyasada işlem görmesi ve bireylere vadesinden önce likidite imkânı sağlaması *sukuk*’un avantajları olarak değerlendirilirken ülkemizdeki hukuki düzenlemeler alanında eksikliklerin olması ve sukuk ihracı için gerekli olan VKŞ’nin kurulmasında ortaya çıkan maliyetler sukuk’un dezavantajları olarak değerlendirilmektedir. Bu noktada sukuk’un piyasada gelişim gösterebilmesi adına yasal altyapı ile ilgili düzenlemelerin tamamlanması, kira sertifikası tanımının genişletilmesi, ikincil piyasa ortamının oluşturabilmesi için gerekli düzenlemelerin yapılması ve İslami finans alanında yapılan eğitimlerin devlet kurumlarının da katkılarıyla artırılarak farkındalık oluşturulması literatürdeki öneriler arasında gelmektedir (bkz. Aslan, 2012; Atlı, 2019; Yeşilyaprak, 2019; ve Fındık, 2020).

1.2. Çalışmanın Yöntemi

Çalışmada nitel araştırma yöntemi kullanılmış, doküman analizi yapılmıştır. Araştırma süresince ilgili literatür taranmıştır. Dünyadaki ve Türkiye’deki sukuk verileri ile ilgili Uluslararası İslami Finans Piyasası (IIFM) ve İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB)’nin uluslararası raporlarından faydalanılmıştır.

2. SUKUKA GENEL BAKIŞ

Bu bölümde çalışmanın temelini oluşturan sukukun kavram ve tanımı, tarihsel gelişimi, genel özellikleri ve işleyişi ele alınmaktadır.

2.1. Sukuk Kavramı ve Tanımı

Sukuk, Arapça kökenli bir kelime olup “sakk” kelimesinin çoğuludur. Sakk, kelime anlamı olarak sertifika veya vesika anlamlarını ifade etmektedir. (Tok, 2009).

Literatürde çeşitli kurumlar tarafından temelde aynı anlamları ifade etmekle birlikte sukuk ile ilgili farklı tanımlamalar yapılmıştır.

En sık rastlanılan tanım İslami Finans Kurumları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions- AAOIFI) tarafından yapılan tanımdır. AAOIFI'nin tanımına göre: “sukuk, mevcut mal (ayn) menfaat veya hizmet halinde 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” (AAOIFI, 2015).

Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu (Securities Commission Malaysia-SC) sukuk’u “Fıkhi Danışma Konseyi tarafından onaylanan İslam hukuku ilkeleri ve kavramlarını kullanarak varlıklara bölünmemiş mülkiyeti veya yatırımı kanıtlayan eşit değerde sertifikalar” şeklinde tanımlamaktadır (Sümer, 2020).

Türkiye Katılım Bankaları Birliğinin (TKBB) web sitesinde yer alan finans sözlüğünde sukuk: “Varlıklar üzerindeki mülkiyet veya menfaat paylarını ya da bir yatırım faaliyetindeki payları temsil üzere finansman sağlamak amacıyla ihraç edilen ve sahiplerini elde edilen gelirden payları oranında yararlandıran menkul kıymetler” şeklinde tanımlamaktadır (“TKBB Faizsiz Finans Sözlüğü”, y.y.).

İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB) sukuk’u “Sıklıkla ‘İslami tahviller’ olarak anılan sukuk (*sakk* kelimesinin çoğulu), maddi varlıklarda orantılı bölünmemiş mülkiyet hakkını veya ağırlıklı olarak maddi varlıklar havuzunu veya bir ticari girişimi (*mudârebe* gibi) temsil eden sertifikalardır” şeklinde tanımlanmaktadır (IFSB, 2009).

Özetle faizsiz bir finansman aracı olan sukuk, İslami prensiplere uygun şekilde ihraç edilen bir mal, menfaat, hizmet, belirli bir proje veya yatırımın varlığı üzerinde eşit değerdeki hisseleri temsil eden menkul kıymet bir İslami yatırım sertifikası olarak ifade edilebilmektedir.

2.2. Sukuk’un Tarihsel Gelişimi

Sukuk’un gelişimini incelediğimiz zaman tarihteki klasik kullanımından günümüzdeki gelişimine kadar uzandığı görülmektedir. Klasik literatürde “sukuk” teriminin ilk kullanımı Hicri 1. Yüzyıldaki (Miladi 7.Yüzyıl) Emevi iktidarında Halife Mervan bin el-Hakem’in dönemine dayanmaktadır. İmam Malik’in el-Muvatta adlı eserinde sukuk teriminden vadesi

dolduğu zaman sertifika sahiplerine mal veya mahsul alma hakkı veren bir sertifika ya da daha özel anlamda emtia veya tahıl kuponları (sakku'l-badâyi) olarak bahsedilmektedir. Bu sertifikaların sahipleri, vade sonunda emtia/tahılı teslim almadan önce ellerinde buldukları sukuk sertifikalarını nakit elde etmek için peşin olarak sattıkları belirtilmiştir. Bu uygulama, hamillerin emtia/tahılların mülkiyetini elde etmeden sukuk sertifikalarının temsil ettiği dayanak varlıklarının satışına sebebiyet verdiğinden dolayı zamanın âlimleri tarafından onaylanmamıştır (İslam İşbirliği Teşkilatı Ekonomik ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi (İSEDAK), 2019).

Varlıkların menkul kıymetleştirilmesi kapsamında geliştirilen yatırım araçları yukarıda bahsedildiği üzere ilk olarak Orta Çağda Müslüman tüccarların alışveriş ve diğer ticari faaliyetlerden kaynaklanan finansal yükümlülükleri gösteren bir kâğıt/belge olarak ortaya çıkmıştır (Durmuş, 2010a). Günümüzde bu yapı farklılaşarak, ilgili varlığın değeri ile orantılı olacak şekilde oluşturulan sertifikalar aracılığıyla varlığın mülkiyetinin geniş yatırımcı kitlelerine ulaşmasını sağlayan bir menkul kıymetleştirme mekanizması haline gelmiştir (Güçlü, 2014).

Osmanlı İmparatorluğu (1299-1923), 1775'ten itibaren kamu borcunu finanse etmek için esham olarak bilinen benzer finansal sertifikalar ihraç etmiştir. Bu sertifikalarda dayanak varlık olarak vergileri toplama hakkı (bir tür finansal hak) kullanılmıştır. Finansman toplamak için devletin vergi gelirleri menkul kıymetleştirmiştir (İslam İşbirliği Teşkilatı Ekonomik ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi (İSEDAK), 2019).

İslami bankacılık ve tekafül sektörünün gelişmesiyle birlikte İslami sermaye piyasaları da zamanla gelişme göstermiş ve ilk sukuk ihracı 1983 yılında Malezya hükümeti tarafından gerçekleştirilmiştir (Altaş, 2008). Karz-ı hasen (faizsiz borç) yöntemine göre ihraç edilen bu sukuk'un ikincil piyasada işlem görmesi uygun görülmemiştir (Tok, 2009). Aynı zamanda bu ihraç günümüzdeki sukuk düzenlemelerinin tam olarak gerçekleşmesinden önce olduğu ve güncel manada sukuk uygulamalarını tam olarak yansıtmadığından dolayı ilk sukuk ihracı olarak literatürde yer almamaktadır (Aslan, 2012).

Yakın tarihe bakıldığında, İslam İşbirliği Teşkilatı Uluslararası İslam Fıkıh Akademisi (IFA-OIC) 1986 ve 1988 yıllarında mukarada tahvilleri meselesini ele alınmıştır. Yapılan görüşme sonucunda mukarada sertifikalarının ihraç edilmesi için gereken koşullar belirlenmiş ve böylelikle sukuk kavramı ilk kez 1988 yılında meşrulaştırılmıştır (İslam İşbirliği Teşkilatı Ekonomik ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi (İSEDAK), 2019). Bunun neticesinde dünya piyasasında geçerli olarak bilinen ilk sukuk 1990 yılında Malezya'da yabancı sermayeli bir enerji şirketi olan Shell Malezya tarafından ihraç edilmiştir. Yerel para birimi olan Malezya Ringit'i (RM) cinsinden bu ihraç 125 milyon RM değerindedir. Bu ihraç aynı zamanda yerel para birimi kapsamında gerçekleştirilmiş ilk ihraç olarak literatüre geçmiştir (Sümer, 2020).

Özellikle 2000'li yılların başında yaşanan siyasi gelişmelerle birlikte batıdaki finans piyasalarına alternatif olacak yeni piyasalara yönelme gerçekleşmiştir. Bu noktada sukuk özellikle 2000'li yıllardan sonra alternatif bir yatırım aracı olarak piyasalarda yerini almış piyasayı canlandırmaya başlamıştır (Fındık, 2020).

Sukuk piyasasında ilk uluslararası ihraç 2001 yılında Malezya'da 150 milyon USD hacminde gerçekleşmiştir. İlk uluslararası kamu (sovereign) sukuk ihracı 2002'de Malezya hükümeti tarafından gerçekleştirilerek sukuk piyasasının önü açılmıştır (Fındık, 2020). Daha sonraki dönemlerde artan özel sektör, finansal kuruluşlar ve devletlerin gerçekleştirmiş olduğu ihraçlar neticesinde sukuk piyasası hızla gelişme ve büyüme göstermiştir. Günümüzde, artan kamu ihraçları, özel sektör ihraç hacmini aşmaya başlamakta ve büyüme trendini sürdürmeye devam etmektedir (Ulusoy ve Ela, 2015). Dünya genelinde, 2001-2006 yılları arasında 66.830 milyar USD değerinde olan sukuk ihraç hacmi 2022 yılında 182.715 milyar USD tutarına ulaşmıştır (IIFM, 2023).

Tablo 1. Sukuk Piyasasının Gelişme Aşamaları

Sukukun Klasik Kullanımı	Sukukun Geliştirilmesine Yönelik İlk Girişimler	İlk Sukuk İhraçları	Sukuk Piyasasının Ortaya Çıkışı	Sukuk Piyasasının Yaygınlaşması
<ul style="list-style-type: none">➢ Hicri 1. yüzyılda Emevi iktidarındaki Halife Mervan bin el-Hakem'in döneminde sukuk, vadesi dolduğunda sertifika sahibine malları/mahsulleri alma hakkı veren mal/mahsul sertifikaları/kuponları olarak ihraç edilmiştir.➢ 1775'ten itibaren Osmanlı İmparatorluğu (1299-1923), kamu borcunu finanse etmek için esham olarak bilinen finansal sertifikalar ihraç etmiştir.	<ul style="list-style-type: none">➢ Ürdün'de 1978'de mukâdada tahvilleri ihraç edilmiştir.➢ Pakistan'da katılım sertifikalarının ihracına 1981'de başlanmıştır.➢ Devlet Yatırım Sertifikaları (DYS) ilk olarak Malezya Hükümeti tarafından 1983'te sunulmuştur.➢ Türkiye'de 1984'te Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS) ihraç edilmiştir.➢ IFA-OIC 1988'de sukuk kavramını meşrulaştırmıştır.➢ Geçici gelişim dönemi; aktif bir piyasa ortaya çıkmamıştır.	<ul style="list-style-type: none">➢ İlk kurumsal sukuk ihracı, 1990'da Shell MDS Malezya tarafından gerçekleştirilmiştir.➢ Onun ardından genellikle Malezya'da olmak üzere küçük yerel ihraçlar olmuştur.➢ Teori ve model kurma dönemi; aktif bir piyasa oluşumu meydana gelmemiştir.	<ul style="list-style-type: none">➢ Piyasa, Bahreyn Hükümeti tarafından 2001'de ilk devlet sukuk (icare sukuk) ihracı ile ortaya çıkmıştır.➢ Malezya Hükümeti tarafından ilk derecelendirilmiş uluslararası varlık temelli icare sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir.➢ Perakende sukuk, perpetual (daimi) sukuk, retail (perakende) sukuk ve SRI sukuk gibi daha yenilikçi ürün geliştirme çalışmaları olmuştur.	<ul style="list-style-type: none">➢ Güçlü yatırımcıların sukuka yönelik iştah ile sektörün büyümesi ve sukuk piyasasının daha da genişlemesi beklenmektedir.➢ Daha fazla ülkenin ihraççı olarak sukuk piyasasına katılması beklenmektedir.➢ Sukuk piyasasındaki inovasyonun, ihraççıların ve yatırımcıların ihtiyaç ve tercihlerine uyacak şekilde piyasayı her zamankinden daha esnek hale getirmeye devam etmesi beklenmektedir.
Tarihi	1990 öncesi	1990-2000	2001-2016	2017-gelecek

(Kaynak: ISRA, 2017, s. 54)

Sukuk piyasasının gelişimi, Tablo 1'de gösterildiği gibi birkaç kilit aşamada özetlenebilir.

2.3.Sukuk'un Genel Özellikleri

Sukuk'un ortaya çıkışı faiz getirisi sağlayan tahvillere bir alternatif finansman aracı geliştirme fikrinden kaynaklanmaktadır. Geliştirilecek olan alternatif finansman enstrümanının aşağıdaki özelliklere sahip olması istenmiştir. Bunlar:

- Orta ve/veya uzun vadeye sahip olması,
- Yatırımcılara düzenli getiri imkânı sunması,
- Çeşitli mezheplerde, farklı para birimlerinde ihraç edilebilir, iç ve dış piyasalarda işlem görebilir olması,

- iv. Finansal piyasalarda listelenebilir ve derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilebilir olması,
- v. Yeniden planlanabilir ve yeniden yapılandırılabilir olması,
- vi. İkincil piyasada işlem görebilir, ve
- vii. Maddi ve maddi olmayan varlıklar ile çeşitli yapılarda güvence altına alınabilir olması şeklinde özetlenebilir.

Sukuk piyasası geliştikçe tahvillere benzer bazı özelliklerini korurken aynı zamanda kendine özgü ayırt edici özelliklerini de içerecek şekilde gelişme göstermiştir. Sukuk terimi artık bugünkü anlamda tahvillerle bağlantılı olmayıp, İslam hukuku ile uyumlu yatırım sertifikalar olarak bilinmektedir.

Günümüzde devletler ve çeşitli kurumlar tarafından yatırımları genişletmek, sermaye harcamalarının finansmanını sağlamak ve İslami finans kurumlarının ve yatırımcılarının likiditeyi karlılıkla yönetmesini kolaylaştırması için ihraç edilen sukuk, geleneksel sabit getirili menkul kıymete bir alternatif olarak İslami sermaye piyasalarındaki araçlar arasında önemli yer almaktadır (Ayub, 2017).

Sukuk'un temelinde bir dayanak varlık söz konusudur. Söz konusu varlık ticari bir işleme konu olmaktadır ve bu ticari işlem sukuk'un türüne göre kar-zarar ortaklığı, bir malın vadeli olarak alım-satımı ya da kiralanması şeklinde gerçekleşebilmektedir. Sukuk köprü, havaalanı, yol, elektrik, petrokimya, tarım gibi çeşitli projelerin finansmanı için ihraç edilebilmektedir (Sümer, 2020).

Sukuk'un fikhî açıdan tespiti incelendiğinde özellikle uluslararası iki fetva kurulu tarafından ele alınıp tartışıldığı görülmektedir. Bunlardan biri İslam Fıkıh Akademisi diğeri ise İslâmî Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetleme Kurulu (AAOIFI) nezdinde faaliyet gösteren fıkıh heyetidir. Uluslararası düzeyde olan her iki heyetin de belli şartlar dahilinde sukuk işlemlerinin caiz olacağı yönünde karar almıştır (Durmuş, 2010, s. 148). Sukuku ele alan 17 no'lu Faizsiz Finans Standartı yatırım sertifikalarının ihraç etmenin caiz oluşu, bunların meşru bir akit türü esas alınarak ihraç edilmesine dayandığını ifade etmektedir (TKBB ve AAOIFI, 2015, s. 481).

Yapısı ve oluşturulma şekli itibariyle sukuk'un kendine ait bazı temel özellikleri bulunmaktadır bunlar aşağıdaki şekildedir:

- a) Sukuk, dayanak varlıkların orantılı sahipliğini temsil eder;
- b) Sukuk, reel sektör faaliyetleriyle doğrudan bağlantılıdır;
- c) Sukuk, İslam hukuku esaslarına uygun sözleşmeler kullanılarak yapılandırılır;
- d) Sukuk getirileri faiz yerine kira geliri veya kâr payı şeklindedir ve yatırımcıya kar ve kira şeklinde düzenli getiri öder;
- e) Sukuk işlemlerinde, İslami finansman kuralları gereği spekülasyon içeren işlemlerden uzak durulmaktadır;

- f) Sukuk ihracından elde edilen fonlar, İslam hukuku ilkeleri ile uyumlu faaliyetlerde kullanılmalıdır;
- g) Sukuk likit bir finansman aracıdır. Çeşidine göre ikincil piyasalarda işlem görebilmekte ve likidite imkânı sağlamaktadır. İkincil piyasadaki sukuk alım-satımı şeri kurallara uygun olmalıdır;
- h) Sukuk'un kısa, orta, uzun vadeli ve hatta kalıcı enstrümanlar olmak üzere çeşitli yapılandırılmış vadeleri olabilir;
- i) Çeşitli para birimlerinde ve çeşitli pazarları hedefleyen sukuk ihraçları gerçekleştirilebilir;
- j) Sukuk ihracında yapılacak sözleşmede kaynak kuruluşun, ihraççının ve yatırımcının hak ve yükümlülükleri açıkça belirtilmelidir;
- k) Sukuk derecelendirilebilir, listelenebilir ve mübadele edilebilir;
- l) Sukuk yeniden planlanabilir veya yeniden yapılandırılabilir.

Bu özelliklere ek olarak AAOIFI'nin 17 no'lu standardında yatırım sertifikası olarak nitelendirdiği sukuk ile ilgili yayınlamış olduğu ilkeler şu şekildedir:

- i. Yatırım sertifikaları, malikinın adına veya hamiline birbirine eşit değerde ihraç edilirler. İhracın bu şekilde yapılmasındaki amaç, sertifika sahibinin sertifikaların temsil ettiği mali haklar ve yükümlülüklerle ilgili yetkisini ispat etmektir.
- ii. Yatırım sertifikaları, mevcut mal, menfaat veya hizmet hâlinde bulunan ya da karma nitelikli olarak tüm bunlardan ve manevi haklar ile alacaklar ve nakitlerden oluşan varlıklara, şayi hisseli olarak malik olmayı sağlayan ve şayi hisseli ortaklığı temsil eden sertifikalardır. İlgili sertifikalar, yatırımcıların ihraç edenin zimmetindeki alacaklarını temsil etmez.
- iii. Yatırım sertifikaları fikhî bir akde dayalı olarak ihraç edilirler. Sertifikaların ihracında ve ikincil piyasalarda işlem görmesinde ve tedavülünde yine fikhî kurallar esas alınır.
- iv. Yatırım sertifikalarının ikincil piyasalarda işlem görebilmesi temsil ettiği varlığın ikincil piyasalarda işlem görme şartlarına bağlıdır.
- v. Yatırım sertifikası sahipleri, arz sırasında hazırlanan anlaşmaya göre, sertifikanın sağladığı kar/gelire sahip olurlar, zarar durumunda her biri sahibi oldukları sukuk oranında zarara katlanırlar (AAOIFI, 2015).

2.4.Sukuk'un Tarafları ve İşleyişi

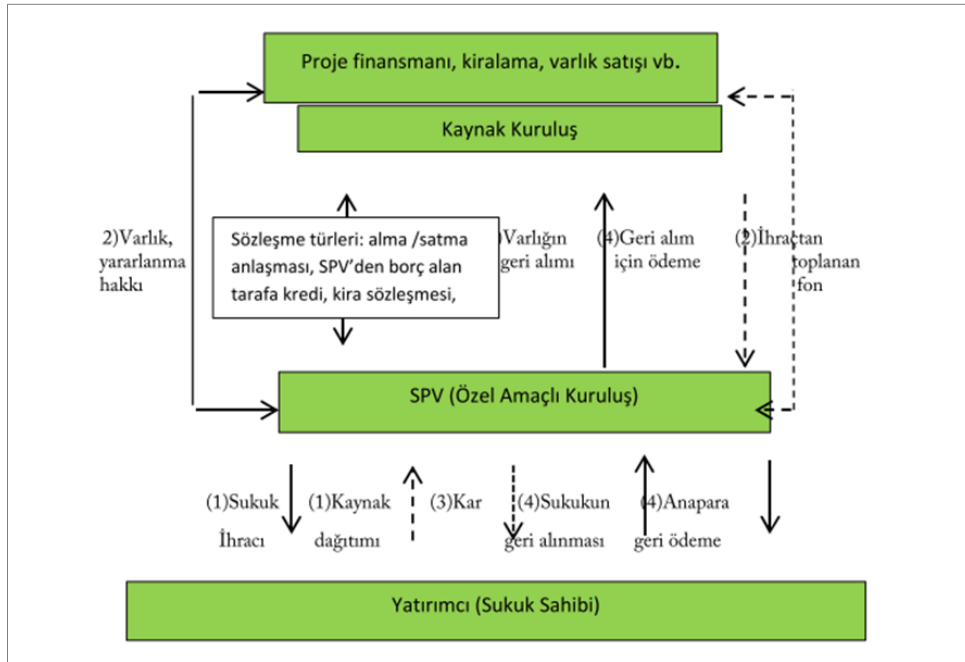
Sukuk'un ihraç sürecinde sukuk yapılarına bağlı olarak çeşitli taraflar dahil olsa da temelde üç taraf bulunmaktadır. Bunlar;

- Özel amaçlı kuruluş (SPV),

- Kaynak kuruluş (Fon talep eden taraf) ve
- Yatırımcılar (Fon arz eden taraf) şeklindedir.

Bu üçlü ilişkide fon talep eden taraf yani kaynak kuruluş, özel amaçlı şirket aracılığıyla menkul kıymetleştirme yoluyla fon arz eden taraflardan fon sağlamaktadır. Kısaca; sukuk ihraç etmek için kaynak kuruluş (originator), bir SPV (özel amaçlı şirket) kurar ve yatırımcılardan (investors) kaynak toplamak üzere SPV ile sözleşme imzalayarak bu kuruluş aracılığıyla sukuk ihraç eder. SPV, yatırımcıların vekili olarak hareket ederek topladığı fonları kaynak kuruluş tarafından temin edilen bir varlığa, projeye veya ticari faaliyete yönlendirir. Ardından SPV, dayanak varlıktan elde ettiği gelirleri/karları yatırımcılara kâr payı (temettü) ödemek amacıyla kullanır. Kaynak kuruluş, dayanak varlığı sukuk'un vadesi geldiğinde geri satın alır ve elde edilen gelir sukuk yatırımcılarına anapara ödemesi olarak döner (Lackmann, 2015).

Şekil 1. Sukuk'un Tarafları ve İşleyişi



(Kaynak: Ulusoy ve Ela, 2015, s. 143)

Şekil 1'de sukuk'un tarafları ve işleyişi şeması verilmiştir. Buna göre, kaynak kuruluş, SPV kurar ve SPV aracılığı ile fon toplamak amacıyla sukuk ihraç eder. SPV tarafından toplanan fonlar kaynak kuruluştan dayanak varlığı satın almak için kullanılır. Varlıktan elde edilen gelir/kar, yatırımcılara dağıtılır. Kaynak kuruluş, sukuk'un vadesi geldiğinde dayanak varlığı geri satın alır ve elde edilen gelirler sukuk sertifikalarını yatırımcılardan geri satın almak (anapara geri ödemesi) için kullanılır.

3. SUKUK'UN SINIFLANDIRILMASI

Sukuk kategorilerini sınıflandırmak için kullanılan üç ana temel vardır. En yaygın sınıflandırmalar aşağıdaki temellere dayanmaktadır:

- 1) Yapısında kullanılan Şeri akit,
- 2) Teknik ve ticari özellikler,
- 3) Varlıkların niteliğine ve türü.

Şekil 2. Sukuk'un Sınıflandırılması



(Kaynak: ISRA, 2017, s. 102)

3.1.Şeri Akitlere Dayalı Sukuk Türleri

Sukuk, Şeri akitlere dayalı olarak çeşitli türlerde sınıflandırılmaktadır. AAOIFI'nin belirlediği standartlara göre (Faizsiz Finans Standartları No. 17) 14 farklı sukuk türü vardır. Bunlar;

- Murabaha Sukuk
- Seleem Sukuk
- İstisna Sukuk
- İcare Sukuk (4 tür)
- Ortaklık Temelli Sukuk (6 tür) ve
- Karma (Hibrid) Sukuk şeklindedir.

Bu çalışmada uygulama alanı olarak daha yaygın kullanılan kiraya dayalı, satışa dayalı, ortaklığa dayalı ve vekâlete dayalı sukuk yapıları ele alınmıştır.

3.1.1. Kira Akdine Dayalı Sukuk (İcare Sukuk)

Kira akdine dayalı sukuk türünü icare sukuk oluşturmaktadır. İcare kelime anlamı olarak Arapçada “kiralama karşılığı bir şey verme” olarak tanımlanmaktadır. İcare sukuk ise icare finansman yöntemine dayanarak ihraç edilen sertifikaları ifade etmektedir. Günümüzdeki sukuk türleri arasında en çok kullanılan türlerden birisi İcare sukuk’tur. İcare sözleşmesinin sukuk ihraçlarında tercih edilmesinin en temel nedeni, icare sözleşmesiyle sukuk’un basit ve kolay bir şekilde satılabilir bir yapıda yapılandırılabilmesidir (Yanpar, 2021).

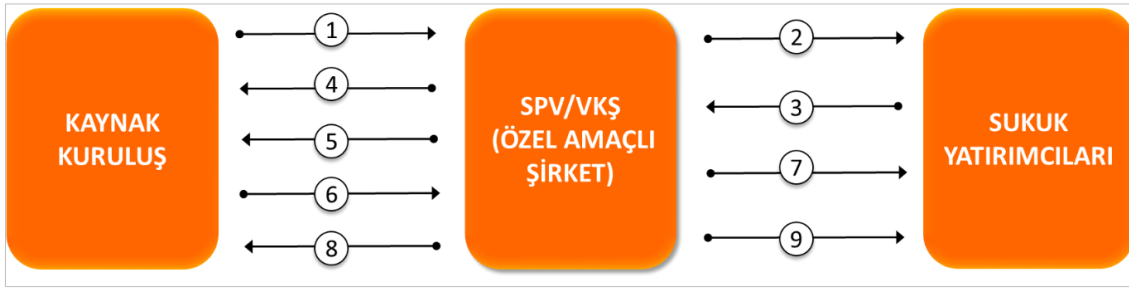
İcare sukuk’un temelinde sukuk sahipleri (yatırımcılar) söz konusu varlığın sahibidirler ve varlık kiralandığı zaman getiri elde etme hakkına sahip olurlar. İcare sukuk ihracı gerçekleşebilmesi için aşağıdaki kriterleri karşılaması gerekmektedir. Bunlar:

- a) İcare (kira) konusu değerli bir varlığın üzerine kurulmalı, belirli bir tarih ve oran içinde kira gelirleri toplanmalıdır,
- b) İcare sukuk’un geçerli olabilmesi için söz konusu varlığın tüketilemeyen bir varlık olması gerekir,
- c) İcare sözleşmesi gerçekleştirilirken söz konusu varlığın açıkça belirtilmesi, kiralanabilir olması ve bu kira miktarının sözleşmeye taraf olacak kurum ve kişiler tarafından biliniyor olması gereklidir. Sözleşme herhangi bir belirsizlik içermemelidir.
- d) Kira bedelinin hangi oranlara göre belirlenip, hesaplandığı açıkça sözleşmede belirtilmelidir.
- e) Kiraya konu olan varlık, kira sözleşmesinde belirtilen amaçlar dışında kullanılmamalıdır.
- f) İslam Hukukuna göre varlık veya malların temel özellikleri ile ilgili harcamalar mal sahibinin sorumluluğundadır, kullanımından dolayı doğan harcamalar kiracı tarafından karşılanmalıdır.
- g) İcare sukuk mülkiyeti temsil etmekte ve devredilebilmektedir. Bu sebepten ötürü ikincil piyasalarda işlem görebilmektedir (Okulu, 2017).
- h) İcare sukuk’un dayandığı dayanak varlık işlevini ve kullanılabilirliğini yitirdiğinde kira sonra erer. Eğer varlık onarılabilecek durumdaysa varlık onarılanaya kadar ikame bir varlığın değerlendirilmesi yolu ile sukuk devam ettirilebilir.

İcare sukuk, dünyada ve ülkemizde gerek özel sektör tarafından gerekse de kamu tarafından en sık ihraç edilen sukuk türlerinden birisidir (Sümer, 2020).

Şekil 3 İcare sukuk yapısının işleyişi göstermektedir.

Şekil 3. İcare Sukukun İşleyişi



(Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır)

1. SPV kurulduktan sonra kaynak kuruluş bir varlığı karşılık göstererek sukuk ihracı için SPV 'ye başvurur.
2. SPV, kaynak kuruluşa fon sağlamak amacıyla sukuk ihraç eder.
3. Yatırımcılar, SPV'nin ihraç etmiş olduğu sukuk sertifikalarına yatırımlar yaparak varlık üzerinden kaynak kuruluşa fon sağlarlar.
4. SPV, Kaynak kuruluş ile alım-satım sözleşmesini imzaladıktan sonra sukuk'a konu olan dayanak varlıkları (hastane binası, arsa vb.) kaynak kuruluştan satın alır
5. SPV, satın aldığı bu varlıkları kaynak kuruluşa belirli bir vade süresince kiralar.
6. SPV, kaynak kuruluştan periyodik olarak kira geliri elde eder.
7. SPV, elde ettiği bu kira gelirlerini yatırımcılara dönemsel şekilde aktarır.
8. Vade sonunda SPV, elindeki varlığı kaynak kuruluşa geri satar.
9. Kaynak kuruluştan tahsil ettiği anapara değerini yatırımcılara payları oranında ödeyerek itfa işlemini gerçekleştirir (Sümer, 2020).

3.1.2. Satış Akitlerine Dayalı Sukuk

Satış akitlerine dayalı sukuk; Murabaha Sukuk, Selem Sukuk ve İstisna Sukuk olmak üzere üçe ayrılmaktadır.

▪ Murabaha Sukuk

Murabaha, satın alınan bir varlığın üzerine kar ilave ederek bir başkasına peşin veya vadeli olarak gerçekleştirilen finansman yöntemidir. Katılım bankalarında en sık kullanılan yöntemlerden birisidir. Murabaha sukuk dolayısıyla, murabaha finansman yöntemine dayanılarak ihraç edilen sertifikaları ifade etmektedir.

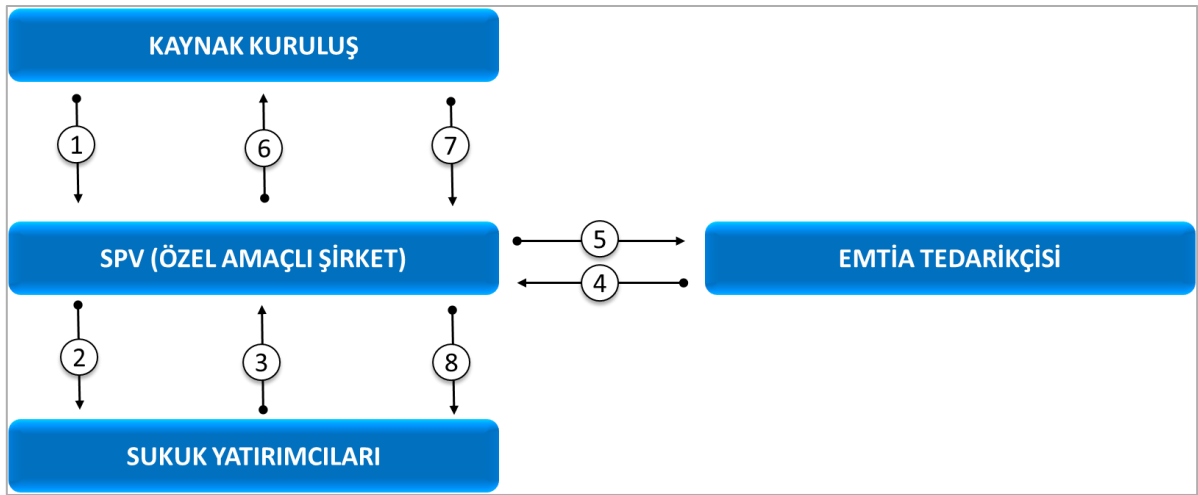
Murabaha sukukta SPV, sukuk ihracını gerçekleştirir ve sukuk ihracı sonrası elde ettiği fonlar ile kaynak kuruluşun ihtiyacı olan emtiayı tedarikçiden satın alır. Tedarikçiden peşin olarak satın aldığı emtianın üzerine kar ilave ederek kaynak kuruluşa vadeli satar. Kaynak kuruluş satışa ilişkin ödemeleri belirli vadelerle taksitli olarak gerçekleştirir. SPV elde ettiği taksit

gelirlerini sukuk yatırımcılarına payları oranında aktarır. Bu yapı sabit getirili bir sukuk oluşturmaktadır.

Murabaha sukuk ikincil piyasada işlem görmemektedir. İslam Hukuku tarafından ikincil piyasasına izin verilmemesinin gerekçesi sukuk sertifikasının dayanak varlığı olan emtia satılmış olup prensipte sukuk ödeme yükümlülüğünü temsil ediyor olmasıdır (Yanpar, 2021).

Şekil 4 Murabaha sukuk yapısının işleyişi gösterilmektedir.

Şekil 4. Murabaha Sukuk'un İşleyişi



(Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır)

1. Kaynak kuruluş ihtiyacı olan bir malın finansmanını karşılamak için SPV'ye başvurur.
2. SPV, kaynak kuruluşun ihtiyacı olan malları satın alabilmek için sukuk ihraç eder.
3. Yatırımcılar, ihraç edilen sukuka yatırım yapar ve sukuka temel olacak malın finansmanı sağlamış olur.
4. SPV, söz konusu malı tedarikçiden satın alır.
5. SPV, yatırımcılar elde edilen fonlarla malın ödemesini tedarikçiye peşin olarak yapar.
6. SPV, tedarikçiden peşin olarak satın aldığı malı murabaha anlaşmasına dayanarak kaynak kuruluşa taksitli olarak satar.
7. Kaynak kuruluş, SPV'ye dönemsel olarak taksit ödemelerini (maliyet+kâr) gerçekleştirir.
8. SPV, kaynak kuruluştan vadeli ödemelerle elde ettiği taksit gelirlerini sukuk yatırımcılarına dönemsel olarak aktarır. Vade sonunda sukuk yatırımcılarının payları oranında elde ettikleri anapara ve gelirin toplamı, kaynak kuruluşun malı SPV'den taksitli alış fiyatına eşittir (Sümer, 2020).

▪ **Selem Sukuk**

Selem sözleşmesi, ödemenin alıcı tarafından peşin olarak gerçekleştiği ancak satışa konu olan emtiyanın tesliminin belirli bir vade sonunda yapıldığı finansman yöntemidir. Selem sukuk yapısı selem sözleşmesine dayanmakta olup, bu yapıda yatırımcıların sukuk satın alarak sağladığı fonlar kaynak kuruluşun ileride teslim edeceği emtiayı satın almak için kullanılmaktadır (Yanpar, 2021). Selem sukuk sözleşmesine göre, bir satıcı belirli bir malı ileride belirlenen bir tarihte teslim edeceğini taahhüt etmekte ve bedelini peşin olarak almaktadır.

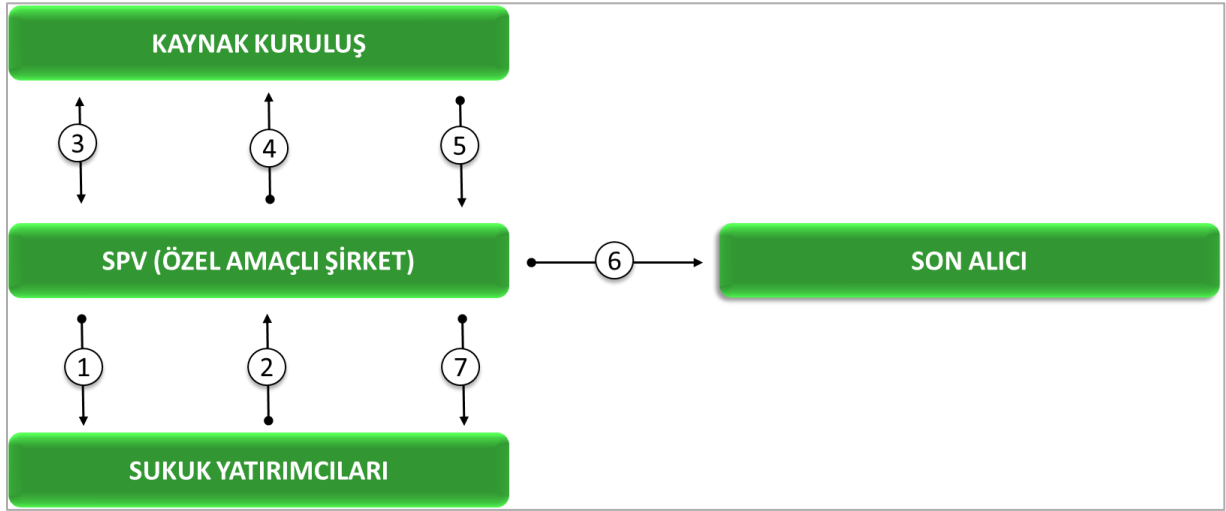
Selem sukuk'ta dayanak varlığın bedelinin tamamının önceden ödenmesi, malın teslim tarihinin sabit olması ve malın vadesi gelmeden ikinci bir satışının yapılamaması gibi şartlar getirilerek belirsizliğin ortadan kaldırılması yoluna gidilmiştir (Büyükkın ve Önyılmaz, 2012). Selem finansman yöntemi için geçerli olan tüm Şer'i gereklilikler selem sukuk için de geçerlidir. Alıcının ödemeyi eksiksiz olarak yapması, seleme konu malın standart bir yapıya sahip olması, malın miktarının, kalitesinin, teslim tarih ve yerinin açıkça belirlenmiş olması bu gerekliliklere örnek olarak gösterilebilir.

Selem sukuk ile ilgili dikkat edilmesi gereken bir nokta ise alınan malın itfa tarihi gelmeden ikincil bir satışı yapılamamaktadır bu nedenle selem sukuk'un da ikincil piyasası bulunmamaktadır. Selem sukuk uygulamada genellikle kısa vadeli finansman elde etmek için kullanılmakta ve dolayısıyla sermaye piyasası enstrümanı olmaktan ziyade para piyasası enstrümanıdır.

Uluslararası İslami Likidite Yönetim Şirketi (IILM); İslami Finans Kuruluşlarının likiditelerini yönetmeye, geliştirmeye yönelik faaliyet gösteren uluslararası bir kuruluştur. IILM, İslami Finansal Kuruluşlar için daha verimli, daha kolay likidite yönetimi sağlamaya ve bu kuruluşlar arasındaki işlemleri desteklemek amacıyla kısa vadeli sukuk ihraç etmektedir. IILM, devlet varlıklarının dayanak varlık olarak gösterildiği 490 milyon USD değerindeki kısa vadeli, ikincil piyasada işlem görebilen yüksek kredi notuna sahip ilk sukuk ihracını 26 Ağustos 2013 tarihinde gerçekleştirmiştir (İslam İşbirliği Teşkilatı Ekonomik ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi (İSEDAK), 2019). IILM; kısa vadeli (bir yıla kadar) genellikle 2-6 ay arasında değişen, yüksek kredi notuna sahip sukuk ihraçlarını düzenli olarak gerçekleştirmektedir (Dede, 2017).

Şekil 5 Selem sukukun işleyişini göstermektedir.

Şekil 5. Selem Sukuk'un İşleyişi



(Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır)

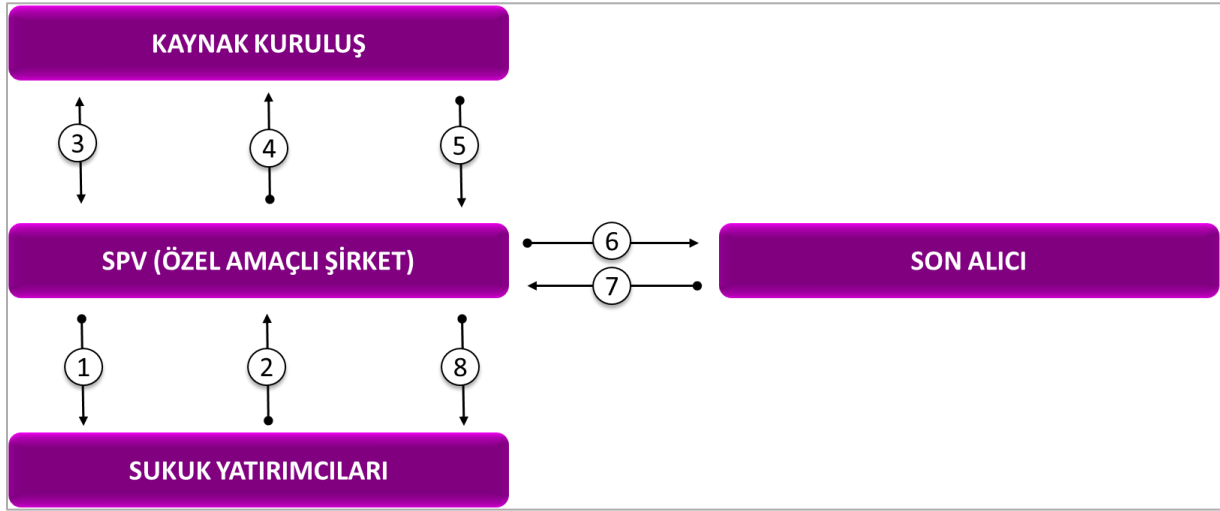
1. SPV, kaynak kuruluş tarafından ileri tarihte teslim edilecek olan emtianın finansmanını sağlamak için sukuk ihracı gerçekleştirir.
2. Yatırımcılar, SPV'nin ihraç ettiği sukuk sertifikalarına yatırım yapar ve varlığını finansmanı sağlamış olur.
3. SPV ile kaynak kuruluş arasında bir alım-satım sözleşmesi imzalanır. Selem sukukta kaynak kuruluşun malı ileriki bir vadede teslim etmesi ve SPV tarafından ödemenin peşin gerçekleştirilmesi söz konusudur.
4. SPV, kaynak kuruluşa ödemeyi peşin olarak gerçekleştirir.
5. SPV, kaynak kuruluştan belirlenen vade sonunda emtiayı teslim alır.
6. SPV, sukuk yatırımcıları adına bu emtiayı belirli bir kâr ilave ederek "son alıcıya" satar.
7. SPV, satıştan elde etmiş olduğu geliri sukuk yatırımcılarına payları oranında dağıtır.

▪ İstisna Sukuk

İstisna, alıcı ve satıcı arasında gerçekleştirilen bir üretim anlaşmasıdır. İstisna sözleşmesinde; üretici, alıcının talep ettiği malı imal ederek ileriki bir tarihte teslim etmeyi taahhüt etmektedir (Yanpar, 2021). Yani satıcı, belirlenen fiyat ve özellikler çerçevesinde malın üretim ve tesliminden sorumluyken alıcı ise belirlenen fiyatın taksitler halinde veya peşin olarak ödenmeden sorumludur. İstisna sukuk genellikle imalatı uzun süren, inşaat gibi büyük altyapı projelerinin finansmanı için kullanılmaktadır. Bu sukuk türünün ikincil piyasası yoktur.

Şekil 6'da İstisna sukuk'un işleyişi gösterilmiştir.

Şekil 6. İstisna Sukuk'un İşleyişi



(Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır)

1. SPV, gerçekleşmesi planlanan projeye fon temin etmek amacıyla sukuk ihracını gerçekleştirir.
2. Yatırımcılar, SPV'nin ihraç ettiği sukuk sertifikalarına yatırım yapar ve gerekli fon sağlanmış olur.
3. Kaynak kuruluş ve SPV arasında gerekli şart ve özellikleri ifade eden istisna anlaşması imzalanır. Bu anlaşmaya göre; kaynak kuruluş şart ve özellikleri belirlenmiş varlıkları imal veya inşa etmeyi ve ileriki bir tarihte teslim etmeyi taahhüt eder.
4. SPV, yatırımcılardan elde ettiği fonu kaynak kuruluşa aktarır.
5. İleride teslim edilecek varlıkların mülkiyeti SPV'ye geçer.
6. Varlıklar imal veya inşa edildiğinde SPV malı “son alıcıya” satar (SPV, malı vekil aracılığı ile de satabilmektedir).
7. Son alıcı varlıkların bedelini öder.
8. Son alıcıdan elde edilen bu bedel SPV tarafından sukuk yatırımcılarına payları oranında itfa bedeli olarak ödenir (Sümer, 2020).

3.1.3. Ortaklık Akitlerine Dayalı Sukuk

Ortaklık sözleşmesine dayalı sukuk; Mudârebe sukuk ve Müşâreke sukuk olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

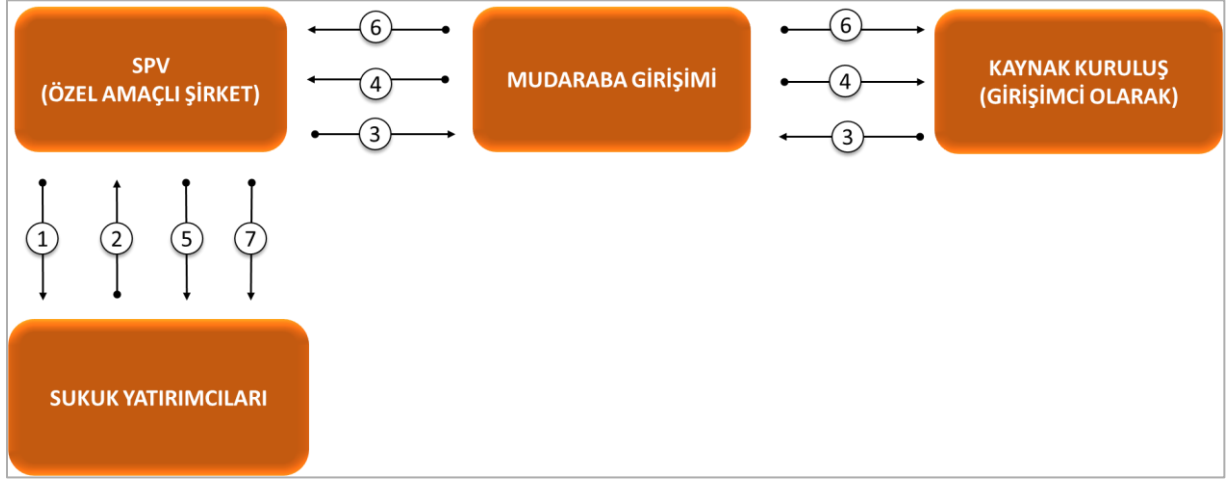
▪ Mudârebe Sukuk

Mudârebe, bir tarafın sermayesini diğer tarafın ise emeğini ortaya koyarak emek-sermaye ortaklığı çerçevesinde gerçekleştirilen bir finansman modelidir. Mudârebe ortaklığı sonucunda elde edilen kâr taraflar arasındaki anlaşmaya göre paylaşılırken zarar sermayedar tarafından karşılanmaktadır. Mudârebe sukuk bu finansman yöntemine göre ihraç edilen sertifikaları ifade etmektedir.

Mudârebe sukuk için kurulacak ortaklığın İslam hukuku ilkelerine uygun olarak gerçekleşmesi gerekmektedir. Yatırımcının ortaklığa sağladığı sermaye üzerinde anapara ve getiri garantisi bulunmamaktadır (TKBB, y.y.). Mudârebe sukuk daha çok özel sektör tarafından tercih edilen bir sukuk modeli olmakla birlikte ikincil piyasada işlem görebilmektedir.

Şekil 7 Mudârebe sukukun işleyişini göstermektedir.

Şekil 7. Mudârebe Sukuk'un İşleyişi



(Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır)

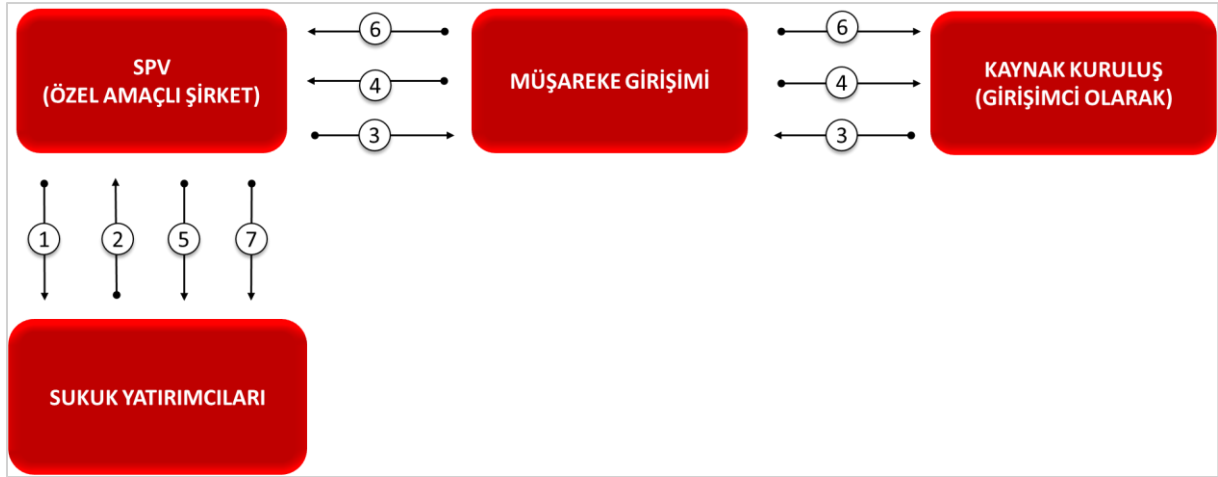
1. SPV, kaynak kuruluşla bir projede emek-sermaye ortaklığı kurabilmek için gerekli olan fonu sağlayabilmek amacıyla sukuk ihraç eder.
2. Yatırımcılar, sukuk sertifikalarına yatırım yapar ve ortaklık için gerekli sermaye sağlanır. Bu durumda yatırımcılar sermayedar (rabbü'l-mâl) konumundadırlar.
3. SPV sukuk ihracından elde ettiği sermayeyi, kaynak kuruluş ise sadece emeğini ortaya koyarak aralarında mudârebe anlaşması imzalarlar böylelikle mudârebe girişimi gerçekleşmiş olur. Bu sukuk modelinde kaynak kuruluş işletmeci taraf (mudârib) konumundadır.
4. Ortaklık sürecinde elde edilen kâr, anlaşmada belirtilen oranlarda her iki tarafa paylaşılır. Zarar olması durumunda ise sadece sermayedar (rabbü'l-mâl) koymuş olduğu sermayeyle sınırlı olarak bu zarara katlanır. Eğer zarar işletmeci (mudârib) tarafından bir kasıt ve kusur sonucu gerçekleşirse işletmeci zarardan sorumlu taraf tutulmaktadır.
5. SPV, dönemsel olarak elde ettiği kârı sukuk yatırımcılara aktarır.
6. Ortaklık süresi sona erince ortaklık tasfiye edilir.
7. SPV, ortaklığın tasfiyesinden elde ettiği geliri sukuk yatırımcılarına payları oranında itfa bedeli olarak dağıtır.

▪ **Müşâreke Sukuk**

Müşâreke sermaye ortaklığı üzerine kurulan bir finansman yöntemidir. Ortaklık sonunda elde edilen kar ve zararın taraflar arasındaki oransal olarak paylaşımı Müşâreke sözleşmesinde açıkça belirlenir. Müşâreke sukuk ikincil piyasada işlem görebilmektedir.

Şekil 8'da Müşâreke sukuk'un işleyişi gösterilmektedir.

Şekil 8. Müşâreke Sukuk'un İşleyişi



(Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır)

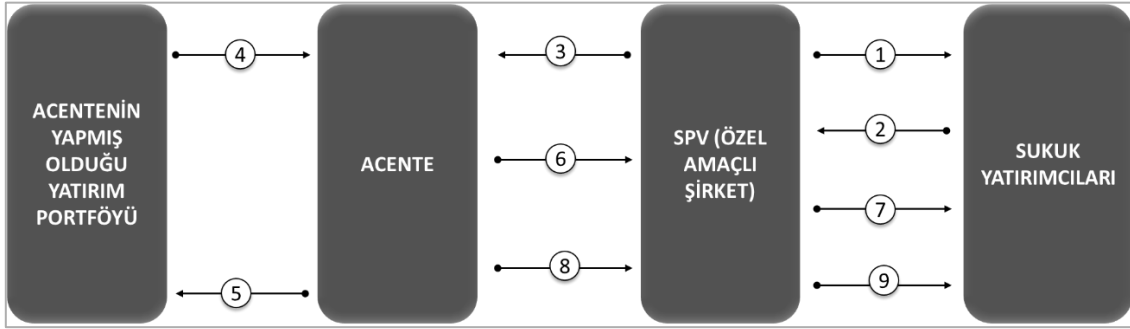
1. SPV, kaynak kuruluşla bir projede ortaklık sermayesini sağlayabilmek için sukuk ihraç eder.
2. Yatırımcılar, sukuk sertifikalarına yatırım yapar ve ortaklık için gerekli sermaye sağlanır.
3. SPV, sukuk ihracından elde ettiği sermayeyi, kaynak kuruluş da kendi elindeki sermayesini birleştirerek Müşâreke anlaşması imzalarlar böylece ortaklık kurulmuş olur.
4. Ortaklık sürecinde elde edilen kar/zarar anlaşmada belirtilen oranlar çerçevesinde her iki tarafa da yansıtılır.
5. SPV, dönemsel olarak elde ettiği karları sukuk yatırımcılarına aktarır.
6. Ortaklık sona erdiğinde, ortaklık süresince kullanılan varlıklar piyasa fiyatından satılıp, elde edilen gelir taraflara payları oranında dağıtılır.
7. SPV, varlıkların satımından elde ettiği geliri sukuk yatırımcılarına payları oranında itfa bedeli olarak dağıtır.

3.1.4. Vekâlet Akdine Dayalı Sukuk

Vekâlet sözleşmesine dayalı Vekâlet sukuk (sukuk al-Wakalah), katılım bankalarının kullandıkları vekâlet enstrümanından gelmektedir. Vekâlet sukuk, kaynak kuruluşu ait varlık

veya haklardan oluşan varlık portföyünün kaynak kuruluş tarafından “vekil” sıfatıyla SPV adına yönetilmesi ve söz konusu varlık portföyünden elde edilen gelirlerin, sukuk’un sözleşmede anlaşılan oran ve vade tarihinde, yatırımcılar ile paylaşılması esasına dayanmaktadır (TKBB, y.y.). İslami finansa vekalet sözleşmeleri çoğunlukla yatırım hizmetlerinde kullanılır (Avcu, 2015). Vekalet sukuk ikincil piyasalarda işlem görebilmektedir. Şekil 9’da Vekâlet sukuk’un işleyişi gösterilmektedir.

Şekil 9. Vekâlet Sukuk’un İşleyişi



(Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır)

1. SPV, yatırımcılardan fon toplayabilmek amacıyla sukuk ihraç eder.
2. Sukuk yatırımcıları bu ihraca yatırım yapar ve gerekli fon sağlanır.
3. SPV, elde ettiği bu fonları bir acenteye aktarır.
4. Acente, İslam hukuku ile uyumlu varlıklardan oluşan yatırım portföyü oluşturur.
5. Yatırım portföyünden dönemsel olarak elde edilen gelirler, acenteye aktarılır.
6. Acente, acentelik ücretini aldıktan sonra geriye kalan geliri SPV’ye aktarır.
7. SPV, sukuk yatırımcılarına dönemsel olarak ödemelerini gerçekleştirir.
8. Acente, portföyündeki varlıkları nakde dönüştürdüktan sonra itfa bedeli olarak SPV’ye aktarır.
9. SPV bu itfa bedelini sukuk yatırımcılarına payları oranında dağıtır.

3.2. Teknik ve Ticari Özelliklerine Göre Sukuk Kategorileri

Sukuk ihraçının niteliğine, sertifikaların vadesine, yapıların karmaşıklığına ve diğer özelliklere göre teknik ve ticari özellikleriyle sınıflandırılabilir.

3.2.1. İhraçının Niteliğine Göre Sukuk Türleri

İhraççı niteliğine göre sukuk kamu, yarı-kamu ve kurumsal sukuk olmak üzere üçe ayrılmaktadır.

▪ Devlet/Kamu (Sovereign) Sukuku

Kamu sukuku, sukuk pazarı için bir katalizör görevi görmektedir. Temelde altyapı projelerini geliştirmek, finansman sağlamak amacıyla devlet tarafından ihraç edilir. Kamu sukuku bir ülkede piyasayı derinleştirmede, fiyatlandırma ölçütlerini belirlemede, altyapı projeleri geliştirmede ve özel sukuk ihracını teşvik etme noktasında büyük önem taşımaktadır. Kamu

sukuku, Merkez Bankalarının likidite yönetimlerini de kolaylaştırarak hükümete alternatif bir sermaye kaynağı olarak hizmet eder. Hükümetin gereksinimlerine bağlı olarak yerel ve yabancı para birimi cinsinden ihraç edilebilmektedir. 2001 yılında Bahreyn Hükümeti tarafından ihraç edilen sukuk ile ilk devlet sukuk ihraçları başlamıştır. Bahreyn sukuk ihracı uluslararası tahvil standartlarını karşılamadığından dolayı yerli yatırımcılara yönelik ihraç edilmiştir. 2002 yılında ise Malezya Hükümeti 600 milyon USD değerinde icare sözleşmesine göre yapılandırılan ilk küresel sukuk olan Malezya Global sukuku ihraç etmiştir. Daha sonra Katar, Bahreyn, Pakistan, Endonezya ve Türkiye gibi diğer ülkeler de küresel egemen (devlet) sukuk ihraçlarını gerçekleştirmişlerdir (ISRA, 2017).

Devlet sukuk ihraçları, küresel sukuk pazarının büyümesine büyük katkı sağlamaktadır. IIFM'nin raporunda belirtildiği üzere Suudi Arabistan, Endonezya, Malezya, BAE ve Türkiye liderliğindeki bağımsız ihraççılar, sukuk pazarına güçlü bir temel oluşturmaya devam etmektedirler (IIFM, 2020). IIFM 2023 sukuk raporundaki verilere göre 2022 sonu itibarıyla toplam devlet sukuk ihracı küresel sukuk ihraçlarının yaklaşık % 55,28'ini oluşturarak 991.64 milyar USD değerine ulaşmıştır (IIFM, 2023, s. 48).

▪ **Yarı-Kamu (Quasi-Sovereign) Sukuk**

Yarı-Kamu sukuk, devlete ait şirketler tarafından ihraç edilen sukuku ifade eder ve devlet sukuk'una benzemektedir. Yarı-kamu sukuk ihraçları arasında İslami sermaye piyasasına girerek ilk Batı ülkesini temsil eden Almanya'daki Saksonya-Anhalt eyaleti tarafından 2004 yılında ihraç edilen Saksonya-Anhalt sukuk, Malezya hükümeti Hazinesi olan Khazanah Nasional Berhad (Khazanah) tarafından 2006 yılında Rafflesia Capital Ltd aracılığıyla ihraç edilen Khazanah Exchangeable (değiştirilebilir) sukuk, 2006 yılında ihraç edilen Nakheel sukuk ve 2007 yılında ihraç edilen DP World sukuk yer almaktadır (ISRA, 2017).

IIFM 2023 sukuk raporundaki verilere göre 2022 yılı sonu itibarıyla toplam küresel yarı-kamu sukuk ihracı 269.81 milyar USD tutarındadır (IIFM, 2023, s. 51).

▪ **Kurumsal (Corporate) Sukuk**

Kurumsal sukuk; sermaye harcamalarını finanse etmek, işletme sermayesi gibi iş projeleri için sermaye artırmak ve alternatif bir finansman yolu sağlamak amacıyla özel bir anonim şirket tarafından ihraç edilen sukuku ifade etmektedir. İslami finans kurumları gibi kurumsal varlıklar için likidite yönetiminde sukuk ideal bir araçtır. Önemli kurumsal sukuk ihracından biri de 2001 yılında Malezya'da Kumpulan Guthrie Berhad tarafından çıkarılan 150 milyon USD değerindeki icare sukuktur (ISRA, 2017).

IIFM 2023 sukuk raporundaki verilere göre 2022 yılı sonu itibarıyla toplam kurumsal sukuk ihracı 375.89 milyar USD tutarındadır (IIFM, 2023, s. 49).

3.2.2. Dayanak Varlığa Göre Sukuk Sınıflandırması

Dayanak varlığa göre sukuk, varlığa dayalı (asset-backed) ve varlık temelli (asset-based) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

Varlığa dayalı (asset-backed) sukukta, sukuk yatırımcıları dayanak varlığın sahibidir ve dayanak varlığın mülkiyeti finansman ihtiyacı olan kaynak kuruluştan SPV'ye gerçek satışı gerçekleşir böylece sukuk sahipleri, varlıkların kontrolüne ve varlıklar üzerinde sahipliğin getirdiği belirli hakları elde ederler. Kaynak kuruluşa başvurmaya gerek kalmaz. Varlığa dayalı sukukta devir söz konusu olduğu için belirli giderlerden dolayı maliyet daha fazla olmaktadır. Varlık temelli (asset-based) sukukta ise kaynak kuruluş sadece varlıktan yararlanma hakkının SPV'ye transfer eder. Gerçek satış (true sale) işlemi gerçekleşmez, söz konusu dayanak varlıklar kaynak kuruluşun bilançosunda kalmaya devam eder ve sukuk sahipleri dayanak varlıklara başvuramazlar. Bu nedenle varlık temelli sukukta işlem varlığın riskine değil, sukuk ihraççısının güvenilirliğine odaklanmaktadır. Temerrüt halinde sukuk yatırımcılarına varlıkların satışı söz konusu olmamaktadır (Ela ve Ulusoy, 2016).

3.2.3. Yapının Karmaşıklığına Göre Sukuk Sınıflandırması

Yapının karmaşıklığına göre sukuk; dönüştürülebilir (convertible), değiştirilebilir (exchangable) ve sade vanilya (plain vanilla) sukuk şeklinde üçe ayrılmaktadır.

Dönüştürülebilir ve değiştirilebilir sukuk, yatırımcıların sukuk avantajından (genellikle ihraççıya nominal değer için başvurarak) yararlanabilecekleri ve şirketin öz sermayesinden yararlanma potansiyeli olan ekstra özelliklere sahip teklifleri temsil etmektedir. Dönüştürülebilir ve değiştirilebilir sukuk, belirli bir sukuk'un temel yapısını temsil eden sade yapılı (plain vanilla) sukuk ile karşılaştırıldığında, yalnızca tek bir Şariat sözleşmesinin kullanıldığı ve ek özelliklerin bulunmadığı melez veya egzotik sukuk olarak kabul edilmektedir.

- **Dönüştürülebilir (Convertible) Sukuk**

Dönüştürülebilir (Convertible) sukuk, yatırımcılara sukuk sertifikalarının önceden belirlenmiş dönüşüm fiyatı üzerinden bir şirkette önceden belirlenmiş sayıda hisse senedine dönüştürme hakkı veren (yükümlülüğü/zorunluluğu değil) sukuku ifade etmektedir. Konvertibller için, sukuk'un hisseye dönüştürülmesi sadece ihraççının hisseleri için geçerli bir durumdur.

- **Değiştirilebilir (Exchangable) Sukuk**

Değiştirilebilir (Exchangable) sukuk da dönüştürülebilir sukuka benzer bir şekilde yatırımcılara, sukuku önceden belirlenmiş fiyattan bir şirketin önceden belirlenmiş sayıda hisseye dönüştürme hakkı verir (yükümlülüğü değil), ancak sukukun hisse senetlerine değişimi, şirketin sahip olduğu üçüncü şahıs hisselerini içerir.

Özetle convertible ve exchangable sukuk arasındaki esas fark; convertible sukuk yapısında yatırımcılar sukuk sertifikalarını yalnızca ihraç eden şirketin hisselerine dönüştürebilme imkânına sahipken exchangable sukukta yatırımcılar, sukuk sertifikasını herhangi bir üçüncü şahıs şirketlerdeki hisselerle değiştirme hakkına sahiptir.

- **Sade Vanilya (Plain Vanilla) Sukuk**

Sade vanilya (plain vanilla) sukuk ise dönüştürülebilir ve değiştirilebilir sukuk'un aksine sukuk'un herhangi bir ek özellik içermeyen en temel halini temsil etmektedir. Tipik bir sukuk

mekanizmasının bileşenlerini değiştirerek daha karmaşık bir yapıya neden olan egzotik veya hibrit sukukların aksine sade vanilya sukuk, basit sukuk yapısını ifade etmektedir. Shell MDS Bai Bithamin Al Ajil (BBA) sukuk (1990) gibi erken sukuk ihraçlarının çoğu sade ve basit yapılardaki sukuka örnektir (ISRA, 2017).

3.2.4. Sertifikaların Vadesine Göre Sukuk Sınıflandırması

Sukuk vade süresine göre İslami Ticari Senetler (ICP- Islamic Commercial Papers) ve İslami Orta Vadeli Senetler (IMTN- Islamic Medium Term Notes) şeklinde 2'ye ayrılmaktadır. ICP, ihraççının işletme sermayesi gibi kısa vadeli finansman gereksinimlerini karşılamaya yöneliktir. ICP, yedi yılı geçmeyen bir program kapsamında ve 1-12 ay arası vadeler için düzenlenebilir. Öte yandan IMTN, ihraççının sermaye harcaması gibi orta ve uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak için kullanılan araçlardır. Minimum IMTN görev süresi bir yıldır. Son zamanlarda ihraççıların belirli bir vade tarihine sahip sukuk ihraç etmek yerine, vade tarihi olmayan ihraçlar olan kalıcı (perpetual) sukuk ihraç ettikleri belirtilmektedir (ISRA, 2017). Perpetual (daimî) sukuk; genellikle düzenli getirileri olan, önceden belirlenmiş bir vade tarihi olmayan (yani sürekli bir vadeye sahip olan) ve normalde ihraççının takdirine bağlı olarak bir çağrı seçeneğine sahip olan borç ve özkaynak özelliklerini birleştirmektedir. Kaynak kuruluşun borç ve diğer yükümlülükleri taşıdığı, öz kaynak benzeri özelliklere sahip yenilikçi bir sukuk türüdür (Çetin, 2020). Daimî sukuk, kıdemli ve diğer alacaklılar için koruma ve ihraççının faaliyetlerinden kaynaklanan potansiyel kayıpları absorbe etmek için bir sermaye yastığı sağlamayı amaçlamaktadır. Daimî sukuk genellikle borç yerine özkaynak olarak muhasebeleştirilir, böylece ihraççıların sertifikaları bilançolarında bir yükümlülük yerine sermaye olarak kaydetmelerine olanak tanır. Bu da şirketin borç-özkaynak oranını azaltacaktır. Bu özellik, Basel III düzenlemeleri kapsamındaki sermaye gerekliliklerini yerine getirmelerine yardımcı olduğu için İslami bankaları sürekli sukuk ihraç etmeye teşvik etmektedir. 2010 yılında yayınlanan Basel III düzenleyici çerçevesinin ardından İslami bankalar, Basel III kapsamındaki Seviye I gereksinimlerini karşılamak için daimî sukuk olarak bilinen perpetual sukuk ihraç etmeye başlamışlardır. Kasım 2012'de Abu Dhabi Islamic Bank (ADIB), bankanın Ek Kademe 1 (ATI) sermayesini artırmak için 1 milyar USD değerinde dünyanın ilk daimî murabaha sukukunu ihraç etmiştir. Sukuk daimî olarak adlandırılır çünkü itfa için bir vade tarihi yoktur, bu da sukuku bir öz sermaye aracı gibi işlev görmesine neden olmaktadır. Daimî sukuk ikincil bir borç olarak kabul edilir ve bu nedenle, özellikle İslami bankalar tarafından ihraç edilenler olmak üzere, Basel III gereklilikleri uyarınca düzenleyici sermaye araçları olarak nitelendirilmektedir (ISRA, 2017).

3.3. Dayanak Varlığın Niteliği ve Türüne Göre Sukuk Sınıflandırması

Sukuk yapıları, kullanılan varlıkların niteliğine ve türüne göre de sınıflandırılmaktadır. Maddi varlıklar, intifa hakları, gelir getiren hizmetler, maddi olmayan varlıklar, emtialar, belirli projelerin varlıkları veya yatırım faaliyetleri ve çeşitli varlıklar dahil olmak üzere sukuk'un yapılandırılması için çeşitli temel varlıklar kullanılabilir.

Şekil 10. Dayanak Varlığın Niteliği ve Türüne Göre Sukuk Kategorileri



(Kaynak: ISRA, 2017, s. 102)

Tablo 2. Sukuk Örnekleri ve Yapılandırılmasında Kullanılan Dayanak Varlıklar

Varlığın Niteliği ve Türü	Sukuk Örneği	Varlık Portföyü
Alacaklar	Cagamas MBS Berhad RM 2,05 milyar değerinde ilk Cagamas İslami Mortgage Dayanaklı Muşaraka sukuk ihraç etmiştir (2005)	Kamu çalışanlarının devletten aldıkları konut finansmanı.
Maddi Varlıklar	MAS SGD 200 milyon değerinde icare sukuk ihracı (2009)	İcare sukuk ihracını kolaylaştırmak amacıyla MAS Merkez Binası dayanak varlık olarak kullanılmıştır.
Kullanım Hakkı ve Hizmetler	Zamzam Tower sukuk USD 390 milyon İntifa sukuk (2003)	Bu intifa sukukun ihracı için Zaman paylaşımı veya apartman kompleksinin kullanım hakkı dayanak varlık olarak kullanılmıştır.
Yatırım Projesinde Haklar	Gulf Holding Company (Villamar) Muşaraka sukuk USD 190 milyon (2008)	Özel bir proje
Maddi Olmayan Varlıklar	Axiata Wakalah sukuk USD 1.5 Milyar (2012)	Aramalar için Axiata yan kuruluşlarının telekomünikasyon ağlarında belirli sayıda yayın süresi dakikası hakkını temsil eden yayın

		süresi kuponları, bu wakala sukuk için temel varlık olarak kullanılmıştır.
Karışık Varlıklar	Malezya Hükümeti 2 milyar USD Wakala Küresel sukuk (2011)	Kiralama varlıkları ve Şeriata uygun hisselerden oluşan maddi varlık bileşeni; şeriata uygun malları içeren murabaha alacakları bileşeni

(Kaynak: ISRA, 2017)

4. KÜRESEL PİYASADA SUKUKUN GENEL DURUMU

Çalışmanın bu bölümünde Uluslararası İslami Finans Piyasası (IIFM) ve İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB) tarafından yayınlanan raporlardan elde edilen verilere göre dünya sukuk piyasası ile ilgili bilgilere yer verilmiştir.

4.1. Sukuk'un İslami Finans Varlıklarındaki Payı

İslami finans, her çeşit finansal oluşumların faizden uzak, İslam iktisadı esaslarına uygun olacak biçimde gerçekleştirilmesine imkân veren sistemin adıdır (Çelik, 2016). İslami finans sistemi, İslami ahlak kurallara göre düzenlense de sadece Müslüman nüfusla sınırlı bir sistem değildir. Müslüman olmayan nüfuslar da bu sistemde yerini alabilmektedir (Biancone ve Radwan, 2014).

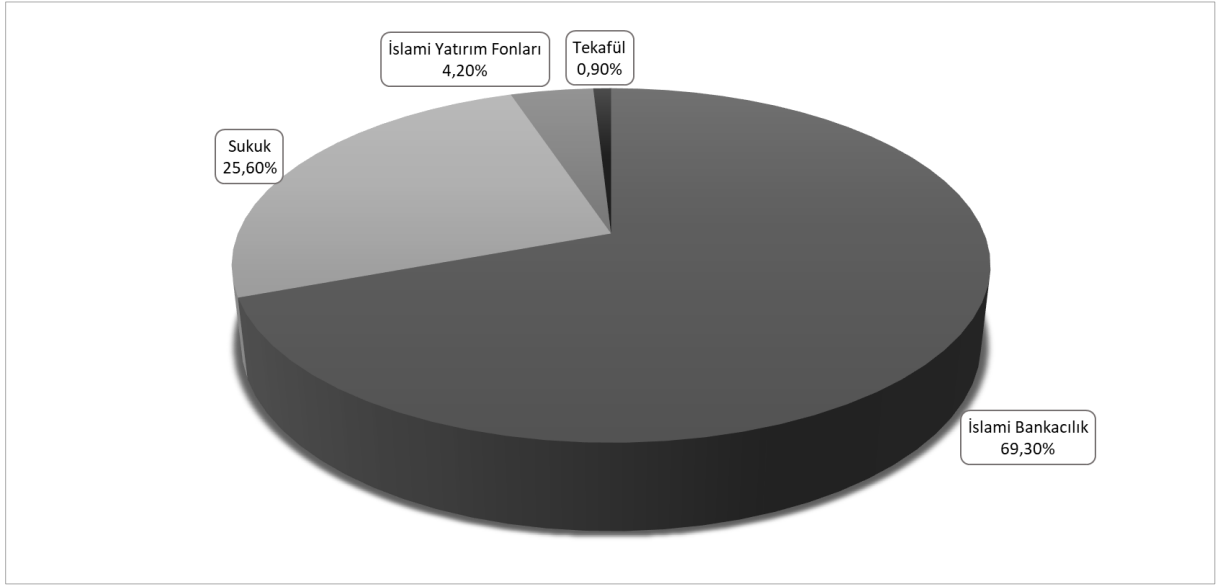
Tablo 3. İslami Finans Sistemindeki Varlıkların Payları (2022 yılı, USD Milyar)

BÖLGE	BANKACILIK VARLIKLARI	SUKUK STOKU	İSLAMİ YATIRIM FONLARI	İSLAMİ SİGORTACILIK (TEKAFÜL)	TOPLAM	PAY
GCC	1342.9	356.6	24.1	16.7	1740.4	%53,6
Asya	307.2	411.4	32.8	6.0	757.4	%23,3
Orta Doğu ve Güney Asya	478.3	57.8	62.9	5.9	604.9	%18,6
Afrika (Kuzey Afrika Hariç)	49.6	2.9	1.9	0.8	55.2	%1,7
Diğerleri	71.2	1.0	14.9	0.6	87.7	%2,7
Toplam	2249.2	829.7	136.6	30.0	3245.5	%100
Pay	%69,3	%25,6	%4,2	%0,9	%100	

(Kaynak: IFSB, 2023, s. 11)

Tablo 3'e göre sukuk piyasası, İslami bankacılıktan sonra küresel İslami finansal sistemde ikinci sırada yer almaktadır.

Şekil 11. İslami Finans Varlıklarının Sektörel Dağılımı (2022)



(Kaynak: IFSB, 2023, s. 11)

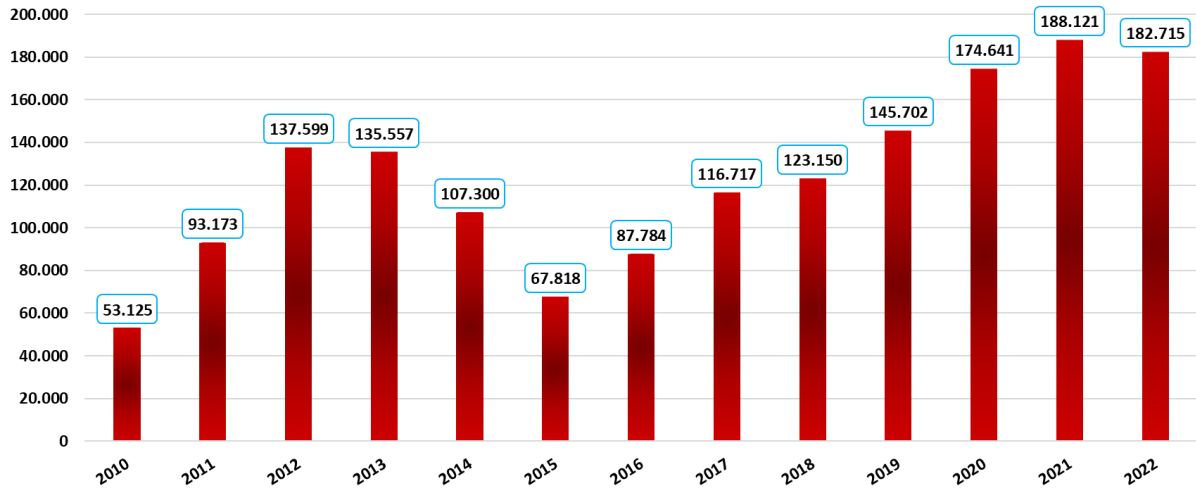
İslami finans varlıklarının sektörel dağılımını gösteren şekil 11’de %69,30’luk büyük bir payla birinci sırada İslami bankacılık varlıkları yer alırken %25,60 ile sukuk ikinci sırada yer almıştır. Sukuku %4,20 ile İslami yatırım fonları ve %0,9 ile tekafül takip etmektedir.

4.2.Dünyada Sukuk Piyasası

1990 yılında 125 Milyon MR (yaklaşık 30 Milyon USD) değerinde Malezya’da Shell firması tarafından sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Shell firmasının bu sukuk ihracı piyasalara, sadece İslam ülkelerinin kullanacağı bir ürün olmaktan ziyade dünya genelinde değerlendirilebilecek bir nitelikte olacağını göstermiştir.

IIFM 2023 sukuk raporundaki verilere göre, 2010 yılında toplam sukuk ihracı 53 milyar USD iken, 2021 yılında en yüksek seviyesine gelerek 188 milyar USD sukuk ihracı gerçekleşmiştir. 2022 yılında ise sukuk ihracı 182 milyar USD seviyesinde gerçekleşerek 2001’den bu yana önemli bir yükseliş trendi izlemiştir. Yıllar itibarıyla gerçekleşen küresel sukuk ihraçlarına ait veriler şekil 12’de görülmektedir.

Şekil 12. Dünyada Toplam Küresel Sukuk İhraçları (Ocak 2001- Aralık 2022) Milyar USD



➤ Toplam Küresel Sukuk İhracı 1.79 Trilyon ABD Doları

(Kaynak: IIFM, 2023, s. 29)

2021 yılındaki 188 milyar USD seviyesinde gerçekleşen bu rakam, 2001'deki ilk ihraçtan bu yana yıllık sukuk ihraçlarının en yüksek değeri olmaktadır. Küresel sukuk ihracı 2018'de 123.15 milyar USD iken 2021'de 182.715 milyar USD'ye yükselerek yıllık bazda %48,37 lik gibi bir artış göstermiştir.

2001-2021 yılları arasında kamu ve özel sektör tarafından yerel ve uluslararası düzeyde olmak üzere dünyada gerçekleştirilen toplam sukuk ihraç hacmi 1.79 trilyon USD ihraç seviyesine ulaşmıştır. Yerel (iç pazara yönelik ihraç edilen) ve uluslararası (dış pazara yönelik, uluslararası şirket ve bankalar tarafından ihraç edilen) sukuk toplamı küresel sukuk hacmini oluşturmaktadır. Toplam küresel sukuk ihracı içerisinde yerel (domestic) sukuk ihracı toplamı 1.376 milyar USD, uluslararası (international) sukuk ihracı toplamı ise 418 milyar USD olarak gerçekleşmiştir (IIFM, 2023).

4.2.1. Küresel Sukuk İhraçlarının Coğrafi Dağılımı

Tablo 4. Küresel Sukuk İhraçlarının Bölgesel Dağılımı (Ocak 2001- Aralık 2022)

ASYA & UZAK DOĞU	İhraç Sayısı	Tutar Milyon USD	Toplam Değer (%)
Bangladeş	308	9.565	%0,533
Brunei	310	14.845	%0,828
Çin	1	97	%0,01
Hong Kong	5	3.196	%0,18
Endonezya	769	169.907	%9,47
Japonya	3	190	%0,01

Malezya	9.187	868.130	%48,40
Maldivler	6	337	%0,019
Pakistan	191	33.176	%1,85
Singapur	16	1.498	%0,08
Sri Lanka	2	5	%0,0003
Toplam	10.798	1.100.946	%61,38
GCC & ORTA ASYA	İhraç Sayısı	Tutar Milyon USD	Toplam Değer (%)
Bahreyn	518	46.288	%2,58
Ürdün	4	483	%0,03
Kuveyt	27	8.095	%0,45
Umman	19	9.207	%0,51
Katar	68	44.851	%2,50
Suudi Arabistan	311	225.087	%12,55
Birleşik Arap Emirlikleri	168	105.695	%5,89
Yemen	2	253	%0,01
Toplam	1.117	439.958	%24,53
AFRİKA	İhraç Sayısı	Tutar Milyon USD	Toplam Değer (%)
Mısır	5	602	%0,03
Gambiya	804	464	%0,03
Fildişi Sahili	2	460	%0,03
Nijerya	14	2.258	%0,13
Mali	1	285	%0,02
Fas	1	105	%0,01
Güney Afrika	3	535	%0,03
Senegal	5	1.006	%0,06

Sudan	46	20.579	%1,15
Tanzanya	2	5	%0.00
Togo	1	245	%0,01
Toplam	884	26.543	%1,48
AVRUPA & DİĞERLERİ	İhraç Sayısı	Tutar Milyon USD	Toplam Değer (%)
Fransa	1	0.65	%0,0004
Almanya	3	206	%0,01
Lüksemburg	3	280	%0,02
Kazakistan	1	77	%0,00
Türkiye	1.189	94.703	%5,28
Birleşik Krallık	12	2.455	%0,14
ABD	4	1.267	%0,14
Toplam	1.213	98.989	%3,54
ULUSLARÜSTÜ	İhraç Sayısı	Tutar Milyon USD	Toplam Değer (%)
Uluslarüstü	246	127.311	%7.10
Toplam	246	127.311	%7.10
Genel Toplam	14.258	1.793.747	%100

(Kaynak: IIFM, 2023, ss. 81–82)

Dünya’da gerçekleşen sukuk ihraçlarına baktığımızda Asya, küresel sukuk pazarında hâkim oyuncu olmaya devam etmektedir. Bölgesel olarak Asya, pazarın başlangıcından bu yana küresel sukuk ihraçlarının %61,28’ini oluşturmaktadır ve ardından %24,53 pazar payı ile GCC & Orta Doğu gelmektedir.

20 yılı aşkın bir süredir sukuk ihracı gerçekleştiren Malezya’nın Ocak 2001- Aralık 2022 döneminde %48,40 ile dünyada sukuk ihracından en yüksek payı aldığı görülmektedir. Malezya’nın bu payı almasında sukuk ihraçlarındaki yasal ve idari altyapısının gelişmişliği önem arz etmektedir. Ayrıca, tabloda nüfusunun çoğunluğu gayrimüslim olan ülkelerinde İslami finansman aracı olan sukuka ilginin olduğu ve sukuk ihracı gerçekleştirdikleri görülmektedir. Bu ülkeler sukuk ihracı yoluyla yeni bir finansman aracına sahip olarak tasarruflarını İslami hassasiyetlere göre değerlendiren yatırımcıların tasarruflarını ülkelerine çekmek istemektedirler. Özellikle Körfez ülkelerinin sermayesi söz konusu ülkelerin iştahını

kabartmaktadır. Ülkemiz 2010 yılından bu yana ihraç ettiği sukuk ile dünya sukuk piyasasından Ocak 2001-Aralık 2022 döneminde %5,28 oranında pay almaktadır.

Tablo 5. 2022 Yılına Ait Küresel Sukuk İhraçlarının Bölgesel Dağılımı

ASYA & UZAK DOĞU	İhraç Sayısı	Tutar Milyon USD	Toplam Değer (%)
Bangladeş	179	2.499	%1,368
Brunei	59	1.544	%0,845
Endonezya	135	21.612	%11,83
Malezya	775	67.264	%36,81
Pakistan	43	6.034	%3,30
Toplam	1.191	98.954	%54,16
GCC & ORTA ASYA	İhraç Sayısı	Tutar Milyon USD	Toplam Değer (%)
Bahreyn	24	3.025	%1,66
Kuveyt	1	500	%0,27
Katar	6	6.318	%3,46
Suudi Arabistan	48	42.643	%23,34
Birleşik Arap Emirlikleri	6	3.500	%1,92
Toplam	85	55.986	%30,64
ASYA & UZAKDOĞU	İhraç Sayısı	Tutar Milyon USD	Toplam Değer (%)
Mısır	2	278	%0,15
Gambiya	118	16	%0,01
Nijerya	4	369	%0,20
Güney Afrika	2	35.34	%0,21
Senegal	3	561	%0,31
Tanzanya	2	5	%0,003
Toplam	131	1.264	%0,73

AVRUPA & DİĞERLERİ	İhraç Sayısı	Tutar Milyon USD	Toplam Değer (%)
Türkiye	34	10.011	%5,48
Toplam	34	10.011	%5,48
ULUSLARÜSTÜ	İhraç Sayısı	Tutar Milyon USD	Toplam Değer (%)
Uluslarüstü	39	16.500	%9,03
Toplam	39	16.500	%9,03
Genel Toplam	1.480	182.715	%100

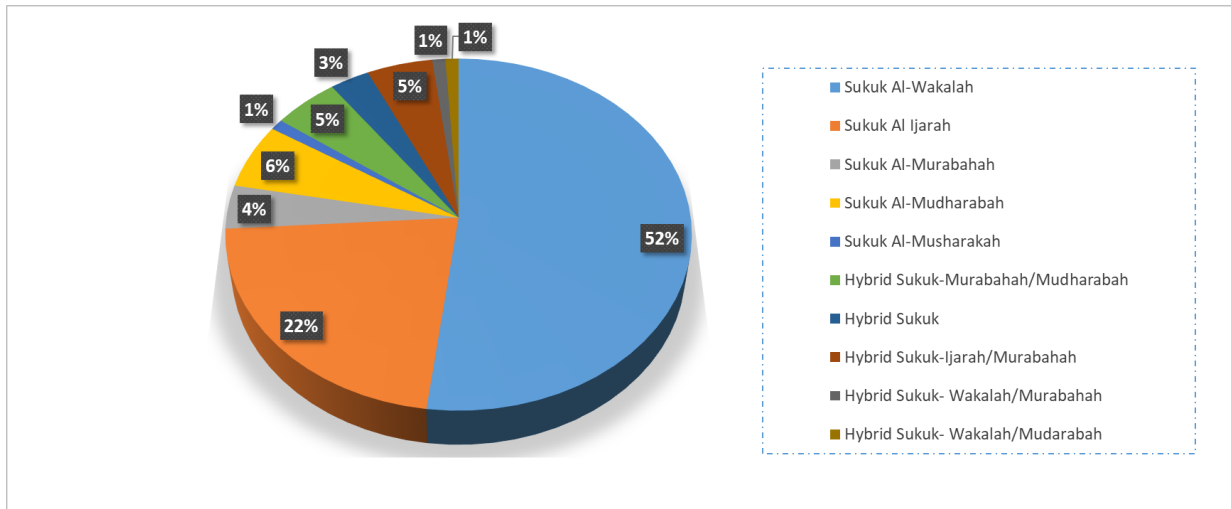
(Kaynak: IIFM, 2023, ss. 82–83)

2022 yılına ait küresel sukuk ihraçlarının bölgesel dağılım grafiğini incelediğimizde ise Asya, yaklaşık %54,16 pazar payı ile en büyük sukuk ihraç eden bölge olmaya devam etmekte ve onu %30,64 pazar payıyla GCC & Orta Asya bölgesi izlemektedir. Malezya, 2022 yılı itibarıyla %36,81 pazar payıyla ihraçlarda pazar lideri ve baskın bir oyuncudur. Küresel pazardaki yaklaşık paylarına göre Suudi Arabistan (%23,34), Endonezya (%11,83), Birleşik Arap Emirlikleri (%6,39), Türkiye (% 5,48), Katar (% 3,46) ve Bahreyn (%1,66) pazar payı ile en verimli sukuk ihraççısıdır. Sukuk ihraç eden ülkelerin sayısı yıldan yıla artmakta ve bu durum sukuk piyasasını ileri noktaya taşımaktadır.

4.2.2. Küresel Sukuk İhraçlarının Yapısal Dağılımı

Sukuk yapısı, özellikleri ve yatırımcılar açısından uluslararası ve yurt içi sukuk piyasaları arasında farklılık olduğundan, çeşitli sukuk finansman yapılarının gerekliliği ve popülerliği de iki piyasa arasında farklılık göstermektedir. Aşağıdaki şekillerde uluslararası ve yurt içi küresel sukuk ihraçlarının yapısal dağılımları yer almaktadır.

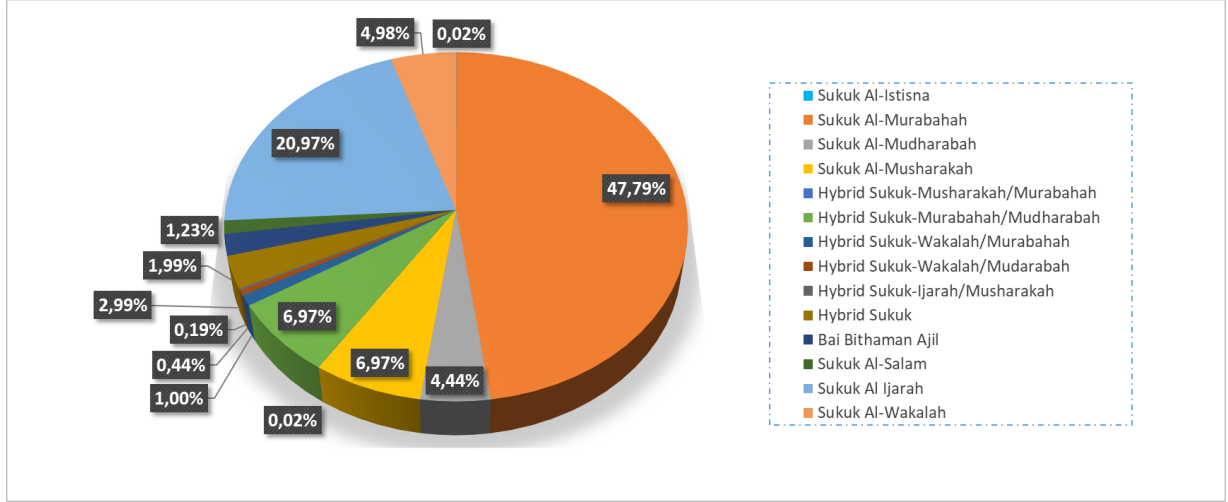
Şekil 13. Uluslararası Sukuk İhraçları Ocak 2010- Aralık 2020



(Kaynak: IIFM, 2023, s. 65)

Uluslararası sukuk ihraçlarının 2010-2020 dönemine ilişkin sukuk yapılarını incelediğimizde %52 oranla Wakala (vevale) sukuk’un piyasaya hâkim olduğu görülmektedir. Vekale sukuku, %22 ile icare sukuk takip etmektedir.

Şekil 14. Yurt İçi Sukuk İhraçları Ocak 2010-Aralık 2020

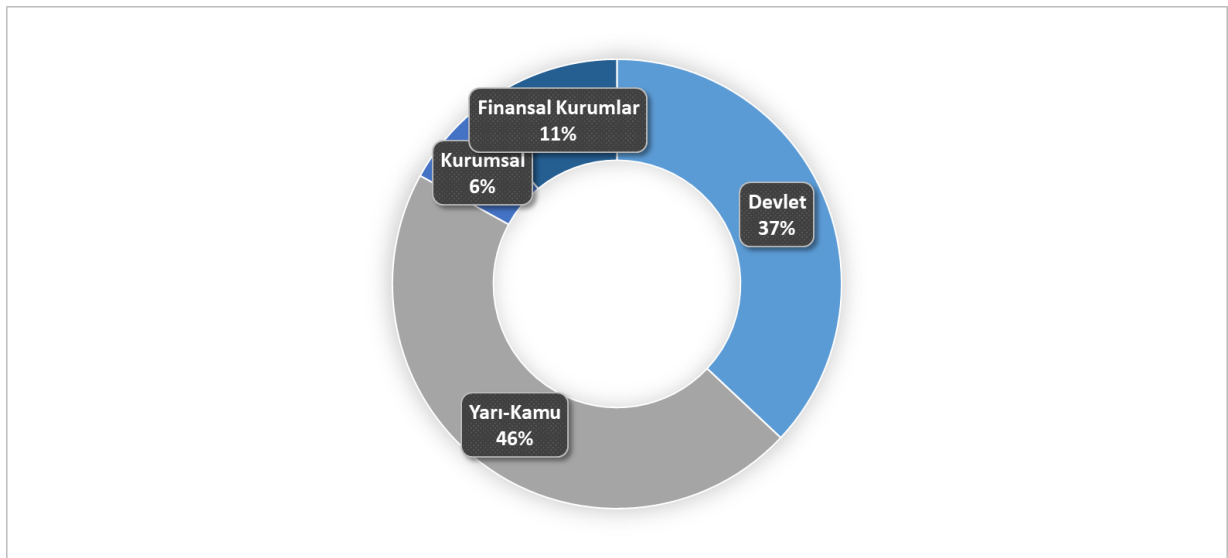


(Kaynak: IIFM, 2023, s. 67)

Yurt içi piyasada şekilde görüldüğü üzere belirtilen dönem dâhilinde Murabaha sukuk %48’lik oranla çoğunluğu sağlayarak sukuk ihracında en baskın yapı olmaya devam etmektedir. Malezya’nın yerel piyasada murabaha türünde yapmış olduğu ihraçlar bu oranın yüksek olmasında etkin rol oynamaktadır. Murabaha sukuk türünden sonra %21 ile icare sukuk türü yer almaktadır.

4.2.3. İhraççı Niteliğine Göre Uluslararası ve Yurt İçi Sukuk İhraç Dağılımı

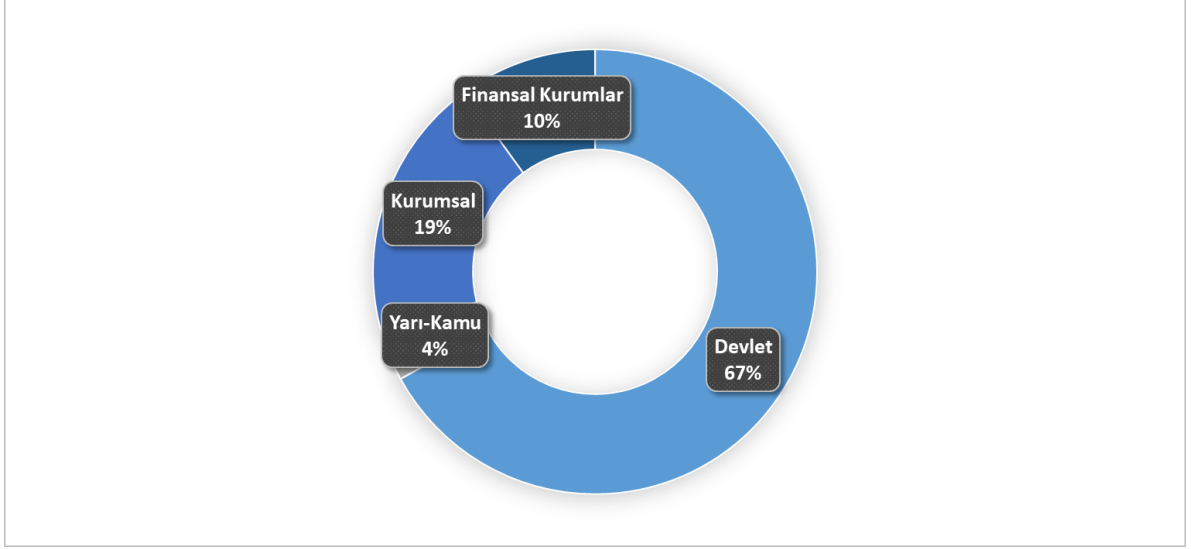
Şekil 15. İhraç Niteliğine Göre 2022 Yılı Uluslararası Sukuk İhraçları



(Kaynak: IIFM, 2023, s. 54)

2022 yılında, uluslararası piyasada yarı kamu ihraçlar %46'lık (16.50 milyar USD) ihraç katkısıyla nispeten güçlüyken, devlet ihraçlarının katkısı %37 olmuştur.

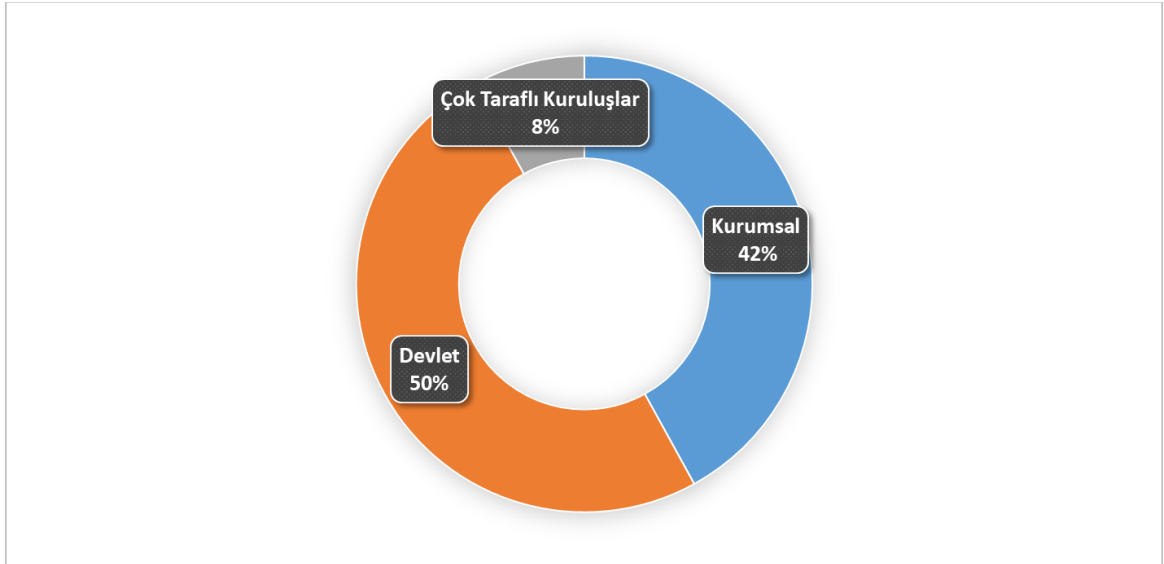
Şekil 16. İhraç Niteliğine Göre 2022 Yılı Yurt İçi Sukuk İhraçları



(Kaynak: IIFM, 2023, s. 53)

2022 yılındaki yurt içi piyasayı incelediğimizde ise toplam ihraç değerinin %67'sine katkıda bulunarak devlet sukuk ihraçlarının payı baskın olmaya devam etmiştir. Bunu sırasıyla %19, %10 ve %4 ile kurumsal, finansal kurumlar ve yarı kamu ihraçlar izlemektedir.

Şekil 17. İhraççı Türüne Göre İhraçlar (2022)



(Kaynak: IFSB, 2023, s. 53)

IFSB raporunda yer alan sınıflandırmada ise devlet tarafından gerçekleşen ihraçlar geçmiş dönemlerle de tutarlı olarak, değer bazında sukuk piyasasında lider olmaya devam etmekte ve 2022 yılındaki küresel ihraçların yarısını (%50) oluşturmaktadır.

4.2.4. Küresel Sukuk İhraçları Para Birimi Dağılımı

IIFM sukuk raporunda yer alan verilere göre küresel sukuk piyasasının para birimi bazında dağılımında Malezya Ringgiti (MYR) başından beri olduğu gibi %47 (847.526 milyar MYR) ihraç ile derin bir yerel para birimi iç piyasasına sahip olduğu için hâkim para birimidir. ABD doları cinsinden sukuk ihracı tüm dünya sukuk piyasasının %22 (401.948 Milyar USD) seviyesinde gerçekleşerek ikinci sırada yer almaktadır. Sonrasında %10 ile Suudi Arabistan Riyali (SAR), %8 ile Endonezya Rupisi (IDR) ve %4 ile Türk lirası (TRY) gelmektedir. USD ve Malezya Ringgiti dışında 28 farklı para biriminde sukuk ihraç edildiğini görmek sukuk piyasasının geleceği açısından umut verici olmaktadır (IIFM, 2023, s. 84).

SONUÇ

İslami yatırım sertifikaları veya menkul kıymetler olarak bilinen sukuk, finansal kurum ve kuruluşlara, şirketlere ve ülke hazinelerine İslami finans ilkelerine uygun bir şekilde fon sağlama imkânı tanıyan bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır. Sukuk bir varlığa, menfaate veya hizmete dayandırılarak ihraç edilmekte ve yatırımcılarına söz konusu dayanak varlık üzerinden mülkiyet ve gelir elde etme hakkı sağlamaktadır.

Dünyada ilk kez 1990’lı yılların başında Malezya’da başlayan sukuk ihraçları 2001 yılında 1.1 milyar USD değerindeki ihraç seviyesinden 2022 yılında 183 milyar USD ihraç seviyesine yükselerek bir artış trendi izlemiştir. Aynı zamanda 2022 yılı sonu itibariyle toplam küresel sukuk hacmi 1.79 trilyon USD büyüklüğüne ulaşmıştır. Bu artış trendiyle sukuk, İslami sermaye piyasası araçları içerisinde yer edinen İslami finansın büyümesine önemli katkılar sağlamaktadır.

Çalışma son bölümünde yer alan 2001-2022 küresel sukuk ihraçları grafiğini incelediğimizde Malezya’nın %48,40’lık piyasa hacmi ile küresel sukuk piyasasında ilk sırada yer alarak piyasada baskın bir rol oynadığı görülmektedir. Türkiye bu grafiğe göre sukuk piyasasında %5,28 gibi bir paya sahiptir. İlk sukuk ihracı Malezya’da 1990’lı yılların başında gerçekleşmiş olup o günden bu yana Malezya, Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri ve Endonezya gibi birçok ülke sukuk piyasasında yer almaktadır. Türkiye’de ise sukuk ile ilgili mevzuat 2010 yılında ortaya çıkmıştır ve yasal düzenlemeleri takiben ilk kurumsal sukuk Kuveyt Türk Katılım Bankası tarafından ilk devlet sukuku ise 2012 yılında Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilmiştir. Ülkemizde uygulama alanında çok geç başlayan sukuk, şüphesiz İslami finans ekosistemi için önemli bir kayıptır.

Hazine Bakanlığının kira sertifikası ihracına yönelik yayınladığı kanunda ülkemizde yalnızca icare sukuk modelindeki ihraçlara izin verilmektedir. Hazine tarafından çeşitli projelerin finansmanda diğer sukuk türlerinin de ihracının gerçekleştirilebilmesi adına kanunda yeni düzenlemeler yapılması ve vergilerle ilgili teşviklerin artırılması gerekmektedir. SPK tebliğinde yer alan “kira sertifikası” kavramı genişletilerek dünya literatüründe kullanılan “sukuk” şeklinde daha kapsamlı ifade edilmelidir. Aynı zamanda ülkemizde sukuk ile ilgili ki

bilinirliğin ve farkındalığın artırılması adına çeşitli kurumlarla iş birliği çerçevesinde çalışmalar yürütülerek eğitimler verilmeli, akademik yayınlarla çalışmalar desteklenmelidir.

Küresel rekabetin ileriki yıllarda artacağı beklentisiyle sukuk piyasasında gerekli adımları atmak, sukuk ihraçlarına yönelik piyasa altyapısının güçlendirilmesini sağlamak ülke ekonomisini kalkındırma noktasında kritik öneme sahiptir. Ülkemizde de devlet ve katılım bankaları tarafından gerçekleşen ihraçlar sayesinde sukuk piyasası büyümeye devam etmektedir. Günümüzde küresel sukuk pazarından henüz %5 gibi küçük bir pay almaktadır fakat yapısı ve jeopolitik konumu itibarıyla büyük potansiyel taşımaktadır. Bu potansiyeli kullanarak sektörün en önemli oyuncularından olabilmesi için sukuk ihraçlarına yönelik piyasa altyapısının güçlendirilmesi, yeniliklere ve gelişmelere yönelik gerekli çalışmaların artırılması hem dünya hem Türkiye piyasasının tanınması, avantajlı ve dezavantajlı yönlerini değerlendirmesi ve problemleri noktaların çözümleri için gerekli adımların kısa sürede atılması gerekmektedir.

KAYNAKLAR

AAOIFI. (2015). *Faizsiz Finans Standartları*. İstanbul: TKBB Yayınları.

Adıgüzel, İ. (2016). *Türkiye’de Sukuk Piyasası, Tarihsel Gelişim, Mevcut Durum ve Geleceğe Yönelik Öneriler*. İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi.

Altaş, G. (2008). *Sermaye Piyasasında Gündem “İslami Finans Sistemi”*.

Aslan, H. (2012). *Alternatif Bir Yatırım Ve Finansman Aracı Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi Ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler*. Marmara Üniversitesi.

Atlı, F. B. (2019). *Yenilikçi Bir İslami Finansal Enstrüman Olarak Sukuk: Malezya İncelemesi*.

Avcu, E. C. (2015). *Katılım Bankacılığı ve Sukuk Modelleri*. Süleyman Demirel Üniversitesi.

Ayub, M. (2017). Sukuk ve Menkul Kıymetleştirme. *İslami Finansı Anlamak* içinde (ss. 412–441). İktisat Yayınları.

Biancone, P. Pietro ve Radwan, M. (2014). Sharia Compliant “ Possibility for Italian SMEs ”. *European Journal of Islamic Finance (EJIF)*, 1, 1–9. doi:10.13135/2421-2172/908

Büyükkakın, F. ve Önyılmaz, O. (2012). Faizsiz Finansman Bonusu ve Türkiye Uygulamaları. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 1(7), 1–16.

Çelik, İ. (2016). İslami Finans Sisteminin Geleceğinin Aksiyomları. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 49.

Çetin, D. T. (2020). *İslami Finans Sisteminde Sukuk: Türkiye’de Sukuk Fiyatlarının Yapay Sınır Ağları ile Tahmini*. Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi.

Dede, K. (2017). *Katılım Bankalarında Hazine Ürünleri ve Sermaye Piyasası Uygulamaları*. İstanbul: TKBB Yayınları.

Durmuş, A. (2010a). Modern Bir Finansal Araç Olarak Sukuk ve Fıkhi Açından Tahlili. *İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi*, 60, 141–155.

Durmuş, A. (2010b). Modern Bir Finansal Araç Olarak Sukûk Ve Fikhî Açından Tahlîli. *İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi*, 60, 141–156. <http://www.islamonline.net/arabic/madarek/pdf/04/j/6.pdf>, adresinden erişildi.

Ela, M. ve Ulusoy, A. (2016). Türkiye’de Devlet Sukuku İhraçları ve İhtiyacı, (May 2016), 341–358.

Erkan, B. ve Altınay, A. (2019). Competitiveness Analysis of Turkey’s Sukuk Issuance, (June).

Ertaştan, H. (2019). Sermaye Piyasası Araçlarından Faizsiz Finans Aracı Olarak Sukuk, 1–74.

Fındık, M. (2020). *Bir Finansman Ürünü Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi, Dünya ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler*. İstanbul Kültür Üniversitesi.

Güçlü, A. (2014). *Alternatif Bir Finansman Kaynağı Olarak Sukuk*. Hasan Kalyoncu Üniversitesi.

IFSB. (2009). *Capital Adequacy Requirements for Sukuk, Securitisations and Real Estate Investment*.

IFSB. (2023). *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2023*.

IIFM. (2020). *IIFM Sukuk Report 9th Edition*. <https://www.iifm.net/wp-content/uploads/2020/09/IIFM-Sukuk-Report-9th-Edition.pdf> adresinden erişildi.

IIFM. (2023). *IIFM Sukuk Report 12th Edition*. <https://www.iifm.net/iifm-publishes-its-annual-sukuk-report-2019-usd-123-2-billion-sukuk-issued-globally-in-2018/> adresinden erişildi.

İslam İşbirliği Teşkilatı Ekonomik ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi (İSEDAK). (2019). *İslami Sermaye Piyasalarında Sukukun Rolü*. <https://sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2019/08/İsedak-İslami-Sermaye-Piyasalarında-Sukukun-Rolü.pdf> adresinden erişildi.

ISRA. (2017). *Sukuk Principles & Practices*. (B. S. Sairally ve M. Muhammad, Ed.). Malaysian: International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA).

Lackmann, B. G. (2015). Types of Sukuk (Islamic Bonds) and History of Japanese Company Issuance, 6(2), 1–20.

Okulu, A. (2017). *Sukuk Uygulamaları ve Dünya Sukuk Piyasasının Gelişimi*.

Orhan, B. (2018). Sukukun Yapısı ve İşleyişinin Analizi. *Ticari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2(2), 1–20.

Razak, S. S., Saiti, B. ve Dinç, Y. (2019). The contracts, structures and pricing mechanisms of sukuk: A critical assessment. *Borsa Istanbul Review*, 19, S21–S33. doi:10.1016/j.bir.2018.10.001

Sümer, E. (2018). Sukukun Aslına Uygun Gelişimi ve Proje Finansmanında Kullanılması İçin Öneriler. *TKBB Yayınları*, 69–104. doi:10.13140/RG.2.2.19659.54566

Sümer, E. (2020). *Sukukun Dünyada ve Türkiye’de Gelişimi*. Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı.

TKBB. (y.y.). *Yaşayan ve Gelişen Katılım Bankacılığı*.

TKBB ve AAOIFI. (2015). *Faizsiz Finans Standartları. Faizsiz Finans Standartları*.

TKBB Faizsiz Finans Sözlüğü. (y.y.).

Tok, A. (2009). *İslami Finans Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler*. Ankara.

Ulusoy, A. ve Ela, M. (2015). Türkiye’de Sukuk Sertifikalarının Kamu Finansmanında Kullanımı: Genel Bir Değerlendirme. *International Congress on Islamic Economics and Finance (ICISEF)* içinde (ss. 139–158).

Ulusoy, A. ve Ela, M. (2018). Secondary Market of Sukuk: An Overview. *International Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, 4(2), 17–32. doi:10.25272/ijisef.452577

Ünlü, U. (2019). Katılım Bankacılığı ve Sukuk Uygulamaları. *Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi*, 7(14), 501–523.

Yanpar, A. (2021). *İslami Finans İlkeler, Araçlar ve Kurumlar* (3. bs.). Scala Yayıncılık.

Yeşilyaprak, M. (2019). Türkiye’de ve Dünyada Sukuk Uygulaması: Türkiye’de Sukuk İhracını Arttırma Yolları, 381–395.