



# Sukuk Türlerinin İkincil Piyasalarda İşlem Görebilmesi ve Borç Satışı Yasağına Göre Analizi

Fatih KAZANCI\*

*İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi*

## Öz

Faizsiz finans kuruluşlarının likidite yönetimlerinde önemli bir rol oynayan sukuk türlerinin ikincil piyasada işlem görebilme kabiliyeti bu kuruluşlar için hayati önem taşımaktadır. Sukuk sertifikalarının ikincil piyasalarda işlem görebilmesi için sukukun borca dayalı değil varlığa dayalı olarak ihraç edilmiş olması gerekir. İslami Finans Kuruluşları için Muhasebe ve Denetim Kurumu (AAOIFI), sukuk hakkında bir standart yayınlamış olup, bu standardın açıkça anlaşılması, sukuk ihraç eden ve likidite yönetiminde kullanan faizsiz finansal kurumlar için oldukça önemlidir. Bunun nedeni, borç satışının fıkhen yasak olması nedeniyle bu finansal kuruluşların bazı sukuk sertifikalarını ikincil piyasada alıp satmamaları ve likidite yönetiminde kullanmamaları gerekliliğidir. Makalenin yazılma amacı; çeşitli ülkelerin devlet kurumlarının ihraç ettikleri sukuk türlerini araştırarak, bu sukuk türlerinin AAOIFI sukuk standardına ve borç satışı (bay'al-dayn) yasağına göre ikincil piyasada alınıp satılmaya uygun olup olmadıklarını tespit etmektir. Makalede bu sukuk türlerinden bazılarının fıkhi açıdan ikincil piyasaya uygun olmadıkları halde likidite yönetimi amacıyla piyasaya sürüldükleri belirlenmiştir.

## Anahtar Kelimeler

*İslami Finans, Katılım Bankacılığı, Likidite Yönetimi, Borç Satışı, Kira Sertifikaları*

\* Dr. Öğr. Üyesi, İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, İşletme ve Yönetim Bilimleri Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Finansman Bölümü, fatih.kazanci@izu.edu.tr, ORCID ID: 0000 0002 7865 4229

## **Analysis of Sukuk Types According to the Prohibition on Trading in Secondary Markets and Sale of Debt**

### **Abstract**

The ability of sukuk types, which play an important role in the liquidity management of interest-free financial institutions, to be traded in the secondary market is of vital importance for these institutions. In order for sukuk certificates to be traded in secondary markets, the sukuk must be issued as asset-based, not debt-based. The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) has published a standard on sukuk, and a clear understanding of this standard is very important for interest-free financial institutions that issue sukuk and use it in liquidity management. This is because these financial institutions should not trade some sukuk certificates in the secondary market and use them in liquidity management, as the sale of debt is prohibited by law. The purpose of this article is to investigate the types of sukuk issued by the state institutions of various countries and to determine whether these sukuk types are suitable for trading in the secondary market according to the AAOIFI sukuk standard and the prohibition of debt sale (bay'al-dayn). In the article, it was determined that some of these sukuk types were introduced to the market for liquidity management purposes even though they are not suitable for the secondary market in terms of fiqh.

### **Key Words**

*Islamic Finance, Participating Bank, Liquidity Management, Sale of Debt, Sukuk*

### **Extended Abstract**

Conventional bonds are based on debt contracts and can be traded in both primary and secondary markets. Primary markets are the markets where bonds are first issued, while secondary markets are the markets where bonds are traded between investors. Sukuk certificates, which we can call Islamic bonds, are mostly issued on an asset-based basis and have both primary and secondary markets. However, some types of sukuk are not suitable for trading in the secondary market. This is because the sale of money or a debt is prohibited in interest-free finance practices. In interest-free finance practices, when money is sold for money, both values must be in the same amount and the values must change hands at the same time. Otherwise, the transaction becomes an interest-bearing transaction. The same conditions apply to the sale of debt.

The purpose of this article is to investigate the types of sukuk issued by the state institutions of various countries, to determine whether these sukuk types are suitable for trading in the secondary market according to the Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) sukuk standard, and thus to determine the types of sukuk with a secondary market that are suitable for the liquidity management of interest-free financial institutions and to make recommendations to them.

Musharakah sukuk, mudaraba sukuk, sukuk based on wakale, and muğârese sukuk, which are sukuk types that enable ownership of the original leased assets, are sukuk types that can be traded in the secondary market at any time from the start of the investment activity until redemption. Selem sukuk, on the other hand, cannot be traded

in the secondary market in any way from issuance to redemption. Exception sukuk, murābaha sukuk, müzāraa sukuk and musāqāt sukuk, which are sukuk types that enable the ownership of interest, can be traded in secondary markets in different periods from the moment of issuance until redemption, and in some periods they cannot be traded in secondary markets.

In the type of sukuk that represents the ownership of the interest of certain goods, when the goods are subleased, this sukuk represents the rental fee, not the ownership of the interest. Since the lease fee is the lessee's debt, this sukuk cannot be sold in secondary markets at this stage. In the type of sukuk that enables the ownership of the benefits of goods whose qualities are determined, it cannot be sold in the secondary market before the goods become specific. The reason for this is that this sukuk does not represent the goods before the goods becomes certain. It is not fiqhically appropriate for a sukuk that provides ownership of a service to be provided by a party whose qualifications have been determined to be traded in secondary markets before the party that will provide the service becomes certain. This is because this sukuk does not represent the service due to the uncertainty of the party that will provide the service.

In the *istisnaa* sukuk type, the sukuk can only be traded in the secondary market when it turns into a commodity that is the property of the investor. This is because the sukuk represents cash before it turns into property. In the event that the sales price of the project subject to the contract in the sub-exception contract is paid with the proceeds from the sukuk issuance, this sukuk represents the price of the work in the owner's possession. Therefore, a sukuk that does not turn into a commodity cannot be traded in the secondary market. A similar situation exists for the *selem* sukuk. This type of sukuk represents a share in the *selem* debt. Since the *selem* sukuk represents a debt, it cannot be sold in the secondary market.

In *murābaha* sukuk, when the purchased goods is delivered to the customer, the sukuk starts to represent the customer's debt, not the goods. Therefore, this type of sukuk can only be traded in the secondary market before the purchased goods is sold to the customer. Otherwise, it cannot be sold in the secondary market.

In sukuk types based on the partnerships of negotiation and *muzāraa* and *musāqāt*, if the sukuk holders are the party that undertakes the work, that is, the party that puts forth its labor, this type of sukuk can only be subject to the secondary market after it is understood that the crop in the field or the fruit on the tree will ripen. The reason for this is that at this stage, the sukuk represents a debt, not a good.

The sukuk standard No. 17 issued by AAOIFI paved the way for the issuance of various sukuk structures, especially in Arab countries. The *ijāre* sukuk structure constitutes the majority of sukuk issuances in this region. In recent years, sukuk based on *wakala* contracts that combine both tangible assets (*ijāre* assets) and debt receivables (arising from *murābaha* or *istisnaa* transactions) have been issued. Sukuk issuances similar to this structure are gaining momentum in Turkey.

A similar structure is observed in Asia, with the exception of Malaysia. *Ijārah* contracts are used in most of the issuances of Brunei, Pakistan and Indonesia. Malaysia, on the other hand, issues sukuk using different types of contracts. This is due to the different opinions of fiqh experts in Malaysia. For example, debt buying and selling or *bay'al-dayn* trading dates back to Malaysia's adoption of the *bay'al-dayn* concept

in 1996. Today, Malaysian practices have converged to international standards and sukuk issuances based on wakala contracts have increased by complying with AAOIFI requirements in order for the sukuk to be traded in the secondary market. In African countries issuing sukuk, the ijāra contract is widely used. However, Gambia has adopted short-term sukuk issuances based on the selem contract for liquidity management. It is observed that sukuk types that are not suitable for the secondary market are still being issued today, especially in Malaysia, Jordan, Bahrain and Gambia. In particular, Malaysia's murabaha sukuk and Bahrain and Gambia's selem sukuk continue to be issued and used by Islamic financial institutions for liquidity management.

According to AAOIFI, due to the prohibition on the sale of debt, sukuk types such as selem sukuk from issuance to redemption, sukuk that provide ownership of interest, istisnâ sukuk, murâbaha sukuk, müzâraa sukuk and müsâkât sukuk cannot be traded in secondary markets during some periods from the time of issuance to redemption. Therefore, these sukuk types are deprived of the opportunity to be used as an instrument in the liquidity management of Islamic banks. In order for these sukuk types, which are not suitable for the secondary market, to become liquid, investors should hold these sukuk certificates until maturity without selling them. The standards published by AAOIFI are the most widely adopted and preferred standards internationally by many Islamic countries. However, the standards set by AAOIFI are not binding except for some countries. Despite the international standards set by AAOIFI, the different opinions of different countries and the fiqh experts of the institutions in these countries bring about various debates and differences in practice. However, the compliance of interest-free financial institutions with the standards set by AAOIFI as a standard-setting institution will contribute to the spread of interest-free finance on a global scale and the formation of an environment of trust among investors. Today, we believe that the efforts of AAOIFI should be supported in order to overcome the differences among fiqh experts and in practice, and that these rules should not be ignored in practice.

In the literature research conducted, although we came across a country that does not consider the secondary market of sukuk in the prohibition of debt sales and researchers who advocate that debt sales should be free in Islamic countries for the sake of maslahah, based on the opinions of many fiqh scholars and due to the possibility that debt sales may lead to interest and involve gharar, we are of the opinion that some types of sukuk (as determined by AAOIFI) should not be used for liquidity management in secondary markets.

The fact that both state treasuries and international Islamic financial institutions issue ijāra sukuk, musharakah sukuk, mudāraba sukuk or sukuk certificates based on wakala more frequently and in higher volumes, which enable ownership of the original leased assets in sukuk issuances, will enable interest-free financial institutions to use these sukuk types more intensively in their liquidity management. In this way, fiqh-compliant products can be used in liquidity management, volumes in the secondary sukuk market will increase and trading will become easier.

In this article, the types of sovereign sukuk issued around the world have been analyzed and it has been determined that some of these sukuk types are not suitable for the secondary market in terms of fiqh, yet they have been introduced to the market for liquidity management purposes.

## Giriş

Konvansiyonel tahviller, borç sözleşmelerine dayanırlar ve hem birincil hem de ikincil piyasalarda işlem görebilirler. Birincil piyasalar tahvillerin ilk ihraç edildiği piyasalar olup, ikincil piyasalar ise tahvillerin yatırımcılar arasında alınıp satıldığı piyasalardır. İslami tahviller olarak adlandırabileceğimiz sukuk sertifikaları, çoğunlukla varlık temelli olarak ihraç edilir. ve hem birincil hem de ikincil piyasaya sahiptir. Fakat sukukun bazı türleri ikincil piyasada alım satıma uygun değildir. Çünkü paranın veya bir borcun satışı faizsiz finans uygulamalarında yasaklanmıştır. Faizsiz finans uygulamalarında; para, para karşılığı satıldığında, her iki değer de aynı miktarda olmalı ve değerler aynı anda el değiştirmelidir. Aksi halde işlem faizli bir işlem haline gelmektedir. Borç satışında da aynı şartlar geçerlidir.

Sukuk türlerinden bazıları nakit veya borç içeren farklı dayanak varlıklardan oluşmaktadır. Nakitler ve borçlar, fıkhen ticarete konu olamadığından, bu tür sukuk sertifikaları ikincil piyasada alınıp satılamazlar. İkincil piyasada alınıp satılabilen sukuk sertifikaları; gayrimenkullere, emtiaya veya hizmetlere yani borca değil varlığa dayalı olarak ihraç edilen sukuk türleridir.

Malezya'da borç satışı yasağı olmadığından, ihraç edilen tüm sukuk türleri ikincil piyasalarda alınıp satılmaktadır (Securities Commission Malaysia, 2015). Malezya hariç dünya genelindeki diğer faizsiz finansal kurumlar ise likidite yönetiminde ikincil piyasası fıkhi açıdan uygun olan sukuk türlerini tercih etmek zorundadırlar. Bunun nedeni likidite fazlalığı durumunda likiditelerini kârlı bir şekilde değerlendirebilmek ve likiditeye ihtiyaç duydukları zaman da ellerindeki sukuk türlerini ikincil piyasalarda hızlı bir şekilde nakde çevirebilmektir. Her sukuk türünün ikincil piyasasının olmayışı bu bankaların, ihtiyaç duydukları fıkhi prensiplere uygun sukuk türlerine ulaşmada zorluklarla karşılaşmalarına neden olmaktadır.

Makalenin yazılma amacı; çeşitli ülkelerin devlet kurumlarının ihraç ettikleri sukuk türlerini araştırmak, bu sukuk türlerinin İslami Finans Kuruluşları için Muhasebe ve Denetim Kurumu (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions-AAOIFI) sukuk standardına göre ikincil piyasada alınıp satılmaya uygun olup olmadıklarını tespit etmek ve böylece faizsiz finansal kuruluşların likidite yönetimlerine uygun olan ikincil piyasaya sahip sukuk türlerini saptayarak kendilerine öneride bulunmaktadır.

Makale içerisinde öncelikle literatür değerlendirmesi yapılmıştır. Sonrasında, sukuk sertifikaları başlığı altında Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK)

belirlediği sukuk türleri yanında genel sukuk türleri ve AAOIFI'nin belirlediği sukuk türleri tanıtılmıştır. Akabinde AAOIFI'nin ikincil piyasaya dönük standartları hakkında bilgi verilmiştir. Ayrıca borç satışı tanımı yapılmış ve borç satışı yasağı faizsiz finansal prensiplere göre değerlendirilmiştir. Son olarak dünyada farklı coğrafyalarda yer alan ülkelerin devlet kurumlarının ihraç etmiş oldukları sukuk türleri incelenmiştir. Genel değerlendirme bölümünde, bir tablo ile dünyada ihraç edilen sukuk türlerinin ikincil piyasada alımp satılmaya uygun olup olmadıkları AAOIFI sukuk standardı ile karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir.

### **Literatür Değerlendirmesi**

Literatür araştırmamızda, sukuk sertifikalarında borç satışı sorunu üzerine tartışmaların yapıldığı bazı çalışmalara rastlanmıştır. Önemli bulunan bu çalışmalardan bazıları yayın tarihlerine göre aşağıda sıralanmıştır.

Rosly ve Sanusi'ye (1999) göre; borç satışı yoluyla gerçekleşen iskontolu İslami tahvil (sukuk) alım satımları Şafii mezhebi dahil olmak üzere pek çok fıkıh alimi tarafından kabul edilemez bulunmaktadır. Bazı Malezya'lı fıkıh alimleri bunun aksini ifade etseler de Orta Doğulu fıkıhçılar arasında borç satışı kabul edilemez olmaya devam etmektedir. Yazarlar bu tür borç satışı içeren sukuk ihraçları yerine muqarada ve müşâreke ilkelerine dayalı sukuk ihraçlarını önermektedirler (Rosly & Sanusi, 1999: 14).

Amin'ne (2007) göre; ister klasik isterse de modern fıkıh alimlerinin farklı bakış açılarında ortaya konulan husus, İslam ekonomisinde borç satışının fıkhi uygunluk çerçevesinde olması ve ancak bu şekilde meşru olabileceğine ilişkindir. Bu nedenle özellikle İslami finans ve bankacılık alanında, İslam ekonomisine katkı sağlanması için borç satışına, uygulamalarda gereken önemin ve hak ettiği konumun verilmesi gerekmektedir. Borç satışının uygulanabilmesi için bazı şartların gerçekleşmesi gerekir. İlk olarak tüm Müslüman ülkeler, özellikle Orta Doğudaki ülkeler gerektiği zamanlarda borç satışına izin vermeli veya en azından izin vermeye çalışmalıdır. İkincisi, İslam dünyası borç satışının önemine binaen makasidik (kamu yararı) yaklaşımı ciddiye almalıdır. Üçüncüsü, en azından alacaklı, varlığını borçluya veya üçüncü bir tarafa kendisi satabilmelidir (Amin, 2007: 40).

Razali'ye (2012) göre; borç satış sözleşmelerinde garar olduğu kanıtlanmıştır. Bazı fıkıhçılar maslahat ve kamu yararı adına borç satışı gibi garar içeren sözleşmelerin var olması gerektiğini öne sürmektedir. Bu görüşü savunanlar Hz. Muhammed'in kamu yararı için selem ve istisnâ gibi sözleşmelere izin vermesini gösterirler. Bu fıkıhçılar, söz konusu sözleşmelerin verimlilik sağlayarak İslam ekonomisi ve finansının büyüyeceğini ve gelişmesini kolaylaştıracağını savunurlar. Oysaki Razali, garar içeren sözleşmelerin toplumun dokusunu bozacağını savunmaktadır. Razali'ye göre; İslami bankacılık sektöründeki tüm taraflar garar gibi unsurlardan arınmış alternatifleri ortaya çıkarmak veya mevcut İslami ürünlerdeki garar derecesini azaltmak gibi görevlere sahiptir (Razali, 2012: 42).

Borç satışı, borçlunun kendisine veya herhangi bir üçüncü kişiye ödenecek olan hakkın satışı olarak tanımlanır. Borç satışında sorun İslami tahvil türü olan sukukun ikincil piyasada iskontolu olarak satılması durumunda ortaya çıkmaktadır (Lahsasna, 2014: 94). Pek çok fıkıh alimi borç ticaretinin riba yasağı kapsamında olduğunu değerlendirmiştir. Çünkü alacağın satılması paradan para kazanma sonucunu doğurmaktadır. Sukuk sahipleri borç değil gerçek varlık üzerinde hak sahibi olmalıydılar. Konvansiyonel tahvillerin periyodik faiz ödemelerinin aksine, sukukun periyodik ödemelerinin kaynağı ilgili varlığın getirisi olmalıdır. AAOIFI'nin tanımına göre, sukuk sertifikaları dayanak varlıklar üzerindeki mülkiyet haklarını temsil etmelidir. Bu durum alacakların alım satımının yasaklanmasına yol açar (Arif, 2014: 38).

Al-Ali'ye (2019) göre, sukukta borç satışı sorunu farklı coğrafyalarda farklı yorumlanmaktadır. Mesela borç satışı, Malezya'dan daha çok Körfez İşbirliği Üyesi ülkelerde fıkhi endişelere neden olmaktadır. Fıkhi endişeler söz konusu olduğunda Malezya'nın diğer İslam ülkelerine kıyasla daha esnek ve hoşgörülü olduğu görülmektedir (Al-Ali, 2019: 172).

Radzali et al.'ye (2019) göre; borç satışındaki sıkıntılar operasyonel işleyişten ziyade borç satış sözleşmesinin kendi doğasından kaynaklanmaktadır. Sözleşmenin meşru bulunmaması, borcun iskonto ile satılması ve standartlaşmaması gibi hususlar nedeniyle bankalar bu sözleşmeden uzak durmaktadır (Radzali et al., 2019: 372).

Sukuk sertifikalarının ikinci el piyasası üzerine çalışmalara da rastlanılmıştır. Bu çalışmalar aşağıda sıralanmıştır.

Ulusoy ve Ela (2016), sukukun ikinci el piyasa sorunu üzerine yaptıkları araştırmada sukuk talebinin arzın oldukça üstünde olduğunu ve bu nedenle sukukun vadeye kadar elde tutulduğunu ifade etmektedirler. Bu nedenle sukuk ikincil piyasasının sığ olduğuna dikkat çeken araştırmacılar, bu durumun birincil piyasanın gelişimini de etkilediği görüşündedirler. Önerileri, sukuk ihraçlarının artışı için devletin teşviki, yönlendirici ve düzenleyici rolünün artması yönündedir.

Ulusoy ve Ela, 2018 yılında yayınladıkları "Sukukun İkincil Piyasasına Genel Bir Bakış" adlı makalelerinde; sukukun avantajlarından faydalanılabilmesi için birincil ve ikincil piyasalarının çok aktif olması gerektiğini fakat günümüzde ikincil piyasanın zayıf ve durgun olduğunu ifade ederek, zayıf ikincil piyasanın sukuk piyasasının büyümesinin önünde bir engel olduğunu ifade etmişlerdir. Yazarlar daha bağımsız sukuk, daha sıkı standartlar, derecelendirilmiş sukuk türlerinin artırılması, bireysel yatırımcılara daha fazla ihraç yapılması ve daha büyük ölçekte İslami bankaların kurulmasını önermişlerdir. Onlara göre; aktif bir ikincil sukuk piyasası sayesinde sukuk maliyetleri düşürülebilir ve sukuk ihraçları artırılabilir. Böylece İslami finansal kurumlar sukuku likidite yönetimlerinde ve fon elde etmek amacıyla kullanabilirler (Ulusoy & Ela, 2018: 28).

Ahroum et al. (2018), sukukun gelişiminin ikincil piyasaların dinamiğine bağlı olduğunu ifade etmişlerdir. Oysaki yatırımcıların sukuk satın alıp ellerinde tutmaları sukukun potansiyelini olumsuz etkilemektedir. Yazarlara göre; pasif yatırım, yatırımcılar için her zaman faydalı değildir. Ayrıca finans kurumları pazarlama, sayısal analiz ve bilgi teknolojisi alanlarında çaba sarf ederek yatırımcı davranışlarını değiştirebilmelidir (Ahroum et al., 2018: 99).

Gerçekleştirilen literatür araştırmasında, AAOIFI'nin yayınladığı sukuk standardını borç satışına göre irdeleyen ve dünyadaki İslami bankaların likidite yönetiminde kullandıkları sukuk sertifikalarını bu standarda göre değerlendiren bir çalışmaya rastlanmamıştır. Makalemiz bu konuya odaklanmış olup, sonuçta bu alandaki bir eksikliği gidermektedir.

### **Sukuk Sertifikaları**

Günümüzde sukuk, terim olarak bir hizmet, mal, kullanım hakkı veya bir yatırımın mülkiyetine dair eşit değerlere sahip hisseli belgeler olarak tanımlanabilir (Cebeci, 2016: 529). İslami sermaye piyasalarının tahvile eş değer modern ismi sukuktur. Sukuk kelimesi yatırım sertifikası anlamına gelebilecek olan "sakk" kelimesinin çoğuludur. Sukuk, bir "güven belgesi" olarak da tercüme edilebilir. Bu belge, Orta Çağ Müslümanlarının ticari aktivitelerden kaynaklanan mali yükümlülüklerini kanıtlayan belgeler olarak da kullanılmıştır. Orta Çağda ümmet yönetimi tarafından sakk kullanımı tartışılmıştır. O dönemde askerlere ve devlet memurlarına kısmi bir ödeme yapmak amacıyla kullanılmışlardır. Yaygınlaşan bu sertifikalar tahvil izinleri olup, sahiplerine vadesinde devlet hazinesinden önceden belirlenen miktarda emtia alma hakkı vermektedir. Sakk, bir devlet yükümlülüğünü temsil ettiği için genellikle sukuk sahipleri arasında sıklıkla ticari amaçla takas edilirdi (Rizvi et al., 2016: 51).

Sukuk piyasalarının uyması gereken kendilerine özgü kuralları şunlardır:

- Sukuk ihracı yoluyla toplanan tüm fonlar, fıkhî açıdan uygun faaliyetlerde kullanılmalıdır.
- Fonlar maddi bir varlık elde etmek için kullanılırsa, bu durumun net bir şekilde tanımlanması gerekir. Çünkü sukuk, tahvillerin aksine ihracının genel finansal ihtiyaçlarını karşılamak için kullanılamaz.
- Sukuk hissedarlarının aldıkları her türlü gelir, sadece dayanak varlık tarafından üretilen nakit akışlarından elde edilmelidir.
- Sukuk sahipleri, dayanak varlığın ve nakit akışlarının mülkiyetinin kullanım hakkına sahiptir. Bu durum sukuku normal bir tahvilden hibrit bir tahvil şekline sokmaktadır.
- İşlemin tüm taraflarının özellikle de yatırımcıların ve düzenleyicinin hak ve yükümlülükleri açık ve şeffaf bir şekilde belirtilmelidir.
- Tüm diğer İslami finans enstrümanlarında olduğu gibi sukuk sertifikaları, sabit bir getiri sunmamalıdır (Rizvi et al., 2016: 51).



Sukuk sertifikalarının risk getiri profili geleneksel tahvillerden çok farklıdır. Öncelikle sukukta sabit kupon ödemeleri yoktur. İkincisi, vade sonunda itfa bedeli sabitlenmez. Üçüncüsü, yatırımcının getirisi sukukun altında yatan varlığın getirdiği nakit akışları yani kazançlarla ilişkili olup, şirketin performansı ile ilişkili değildir. Bu farklılıklar sayesinde sukuk riski ihraççıdan ziyade dayanak varlığa ya da projeye bağlıdır (Rizvi et al., 2016: 51).

Sukuk, farklı nominal değerlerde, farklı para birimlerinde ve farklı vadelerde ihraç edilebilir. Konvansiyonel menkul kıymetlere benzer şekilde sukuk, farklı yatırımcı türleri için yapılandırılabilir, derecelendirilerek kote edilebilir, bazıları ikincil piyasada alınıp satılabilir, yeniden yapılandırılabilir ve değişik varlık çeşitlerine karşı teminat altına alınabilir (İSEDAK, 2019: 9).

2013 yılında Resmî Gazete’de yayınlanan Kira Sertifikaları Tebliği’ne göre; sukuk (kira sertifikası) türleri beş çeşide ayrılmıştır. Tebliğe göre kira sertifikaları;

- a. Sahipliğe Dayalı
- b. Yönetim Sözleşmesine Dayalı
- c. Alım Satıma Dayalı
- d. Ortaklığa Dayalı
- e. Eser Sözleşmesine Dayalı

olarak ya da bu türlerin bir arada kullanılmasıyla Varlık Kiralama Şirketleri (VKŞ) tarafından ihraç edilebilirler.

Tebliğe göre; sahipliğe dayalı kira sertifikaları, kaynak kuruluşu ya da üçüncü kişilere kiralanmak ya da Varlık Kiralama Şirketi adına yönetilmek amacıyla VKŞ tarafından kaynak kuruluşun devir alınacak hak ve varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla ihraç edilirler. Yönetim sözleşmesine dayalı ihraç edilecek kira sertifikaları, kaynak kuruluşun sahip olduğu hakların veya varlıkların (vade süresince kiralanması da dahil olarak) VKŞ lehine yönetilmesi ve sonuçta elde edilen gelirin sözleşme hükümlerince VKŞ’ye aktarılması için ihraç edilirler. Alım satıma dayalı kira sertifikaları bir hak ya da varlığın VKŞ tarafından satın alınıp VKŞ kurabilecek nitelikteki bankalar, aracı kurumlar, ipotek finansman kuruluşları gibi şirketlere vadeli olarak satılması işleminde hak ya da varlık alımının finansmanını sağlamak amacıyla ihraç edilirler. Ortaklığa dayalı kira sertifikaları, VKŞ’nin ortak olduğu bir girişime ortak olmak için ihraç ettiği sertifikalardır. Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikaları ise iş sahibi olarak bir VKŞ’nin taraf olduğu eser sözleşmesi kapsamında eserin gerçekleştirilmesini sağlamak için ihraç edilirler (Resmî Gazete, 2013).

Genel olarak kullanılan sukuk çeşitleri ise:

- a. İcâre Sukuk
- b. Vakale Sukuk
- c. Mudârebe Sukuk

- d. Müşâreke Şukuk
- e. İstisna Sukuk
- f. Murâbaha Sukuk
- g. Selem Sukuk (Latham & Watkins LLP, 2015).

Bu sukuk çeşitleri ile SPK tebliğinde belirtilen sukuk çeşitlerinin isimleri farklılık göstermektedir. SPK Tebliği'nde; sahipliğe dayalı sukuk adı verilen çeşit icâre sukuk olmakta, yönetim sözleşmesine dayalı sukuk adı verilen çeşit vaka sukuk olmakta, ortaklığa dayalı sukuk adı verilen çeşit mudârebe veya müşâreke sukuk olmakta, alım satıma dayalı sukuk adı verilen çeşit murâbaha sukuk olmakta, eser sözleşmesine dayalı sukuka karşılık ise selem veya istisnâ sukuk adı verilmektedir.

### **İslami Finans Kurumları için Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions - AAOIFI)**

AAOIFI, İslami finans kurumları tarafından 26 Şubat 1990 tarihinde Ceza-yır'de imzalanan ortaklık anlaşması uyarınca kurulmuştur. Daha sonra 27 Mart 1991'de Bahreyn'de kuruluşu tescil edilmiştir. AAOIFI, 1991 yılında İslami finans kuruluşları için gerekli olan, fıkhi hükümler, muhasebe, denetim ve etik değerler ve kurumsal yönetim alanında İslami kurallara uygun standartlar yayınlamak amacıyla Bahreyn'de "Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions" ismiyle kurulmuştur. Kurumun adı Türkçeye; İslami Finans Kurumları için Muhasebe ve Denetim Organizasyonu, şeklinde çevrilmiştir.

İlk bildirisini 1993 yılında yayınlamış olan AAOIFI tarafından şu anda yayınlanmış; 56 fıkhi standart, 26 muhasebe standardı, 5 denetim standardı, 7 yönetim standardı ve 2 etik standart olmak üzere toplam 94 standart mevcuttur. Yayınlanan standartlar, 45 farklı ülkede, aralarında merkez bankalarının da bulunduğu finans kurumları, muhasebe ve denetim firmalarında kullanılmaktadır. Bu ülkelerin bir kısmında bu standartların uygulanması zorunlu iken, bazılarında ise kullanımları isteğe bağlı veya rehber konumundadır. AAOIFI'nin organizasyon yapısında bir genel kurul mevcuttur. AAOIFI ayrıca bir mütevelli heyetine ve her biri 15 yarı zamanlı üyeden oluşan bir muhasebe ve denetim standartları kuruluna, 4 yarı zamanlı üyeden oluşan bir fıkhi komiteye, bir yürütme komitesine ve tam zamanlı bir genel sekretere sahiptir. Kâr amacı gütmeyen bir kuruluş olan AAOIFI, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Kurumu'ndan (UFRS) farklı olarak sadece İslami finans kuruluşları için standartlar yayınlamaktadır. Ancak İslami finans kuruluşlarının bulunduğu bazı ülkelerde muhasebe işlemlerinin UFRS'ye uygunluğunun zorunluluk arz etmesi bir muhasebe ikiliğini meydana getirmektedir. Bu nedenle, AAOIFI tarafından yayınlanan standartların rehber konumunda bulunduğu ülkeler ve küresel pazarda etkin olan firmalar açısından AAOIFI standartları, UFRS çerçevesinde İslam fikhına uygun bir şekilde yayınlanmaktadır.

AAOIFI'nin amaçları:

- İslami finans kurumlarının muhasebe, denetim ve etik kurallarını geliştirmek.
- İslami finans kuruluşları için gerekli muhasebe ve denetim standartlarını hazırlamak, yayınlamak, yorumlamak ve gerektiğinde gözden geçirmek.
- Yayımlanan standartları uygulayan finans kurumlarının standartlara uyumunu denetlemek.
- Hedefleri doğrultusunda düzenli seminerler, konferanslar düzenlemek ve yayınlar yapmak (AAOIFI, 2021).

### **AAOIFI 17 Nolu Yatırım Sertifikaları (Sukuk) Standardı**

AAOIFI'nin sukuk ile ilgili hazırladığı standart 8 Ağustos 2003 tarihinde yayınlanmıştır. Bu standart kapsamında sukuk ihraçları ile ilgili hükümlerin açıklanması hedeflenmiştir. Buna ek olarak, İslami finans kuruluşlarında işlem yapılabilmesini teminen bu sertifikaların çeşitleri, özellikleri, konu ile ilgili fihki kurallar, sertifika ihracı ve ikincil piyasada işlem görme ve tedavülüne ilişkin şartlar da açıklanmıştır.

### **AAOIFI Standardında Belirlenen Sukuk Türleri**

AAOIFI, 11 farklı sukuk kategorisi belirlemiştir. Sukuk yapısının seçimi değişik faktörlere bağlıdır. Şöyle ki dayanak varlığın niteliği, vergilendirme, kanunlar, hedeflenen yatırımcı tabanı ve ihracı onaylayacak olan Danışma Kurulunun görüşleri sukuk yapı türünün seçimini etkileyen unsurlardır.

AAOIFI sukuk kategorileri aşağıda sıralanmıştır:

#### **1. Kiralanan Varlıkların Aslına Sahip Olmayı Sağlayan Sukuk**

Kiralanan malların aslına sahip olmaya imkân tanıyan sukuku ihraç eden taraf, bu sukuk sertifikalarının satıcısı olmakta, yatırımcılar da alıcısı olmaktadır. Gerçekleştirilen satışın bedeli, ihraçtan elde edilen gelirdir. İhraç sonunda sukuk satın alan yatırımcılar, ilgili varlığa ortaklaşa sahip olurlar. Bu sayede ilgili dayanak varlığın gelir ve giderleri ile hasarı durumunda oluşacak masraflar da sukuk satın alanların olacaktır.

#### **2. Menfaate Sahip Olmayı Sağlayan Sukuk**

(a) Mevcut Malların Menfaatlerine Sahip Olmayı Sağlayan Sukuk

Mevcut malların menfaatine sahip olmaya imkân tanıyan sukuku ihraç eden taraf, malın menfaatinin satıcısı olmakta, yatırımcılar da alıcısı olmaktadır. Gerçekleştirilen satışın geliri, satılan menfaatin bedelidir. İhraç sonunda sukuk satın alan yatırımcılar, menkulleştirilen menfaate ortaklaşa sahip olurlar. Bu sayede ilgili menfaatin gelir ve giderleri sukuk satın alanların olacaktır.

(b) Nitelikleri Belirlenmiş Malların Menfaatlerine Sahip Olmayı Sağlayan Sukuk Nitelikleri belirlenmiş malların menfaatine sahip olmaya imkân tanıyan sukuku ihraç eden taraf, nitelikleri belirlenmiş malların menfaatinin satıcısı olmakta, yatırımcılar da alıcısı olmaktadır. Gerçekleştirilen satışın geliri, satılan menfaatin bedelidir. İhraç sonunda sukuk satın alan yatırımcılar, menkulleştirilen menfaate ortaklaşa sahip olurlar. Bu sayede ilgili menfaatin gelir ve giderleri sukuk satın alanların olacaktır.

(c) Hizmet Paketine Sahip Olmayı Sağlayan Sukuk Hizmet paketine sahip olmayı sağlayan sukuku piyasaya arz eden taraf, bu hizmet paketinin satıcısı, yatırımcılar da bunların alıcısıdır. İhraç geliri, satılan hizmet paketinin bedeli olacaktır.

Menfaate veya hizmet paketine sahip olmayı sağlayan sukuk türlerinden (a, b veya c) birini satın alan yatırımcılar, dilerlerse sahibi buldukları bu menfaat ve hizmet paketini başkalarına yeniden satabilirler.

### **3. Selem Sukuk**

Selem sukuku ihraç eden taraf, selem sözleşmesine konu malın satıcısı olmakta, yatırımcılar da malın alıcısı olmaktadır. Satılan selem malının bedeli, ihraçtan elde edilen gelirdir. İhraç sonunda sukuk satın alan yatırımcılar, menkul kıymet haline getirilen selem malının sahibi olurlar. Bu sayede yatırımcılar, selem malı satıldığı zaman, satış bedelini veya paralel selem işlemi yapılmışsa bu yöntemle satılan malın bedelini almaya hak kazanırlar.

### **4. İstisnâ Sukuk**

İstisna sukuku ihraç eden taraf, istisnâ sözleşmesine konu olan malın imalatçı satıcısı olmakta, yatırımcılar da üretilecek olan eserin alıcısı olmaktadır. İhraç geliri eserin maliyetidir. İhraç sonunda sukuk satın alan yatırımcılar, menkul kıymet haline getirilen eserin sahibi olurlar. Bu sayede yatırımcılar, eser satıldığı zaman, satış bedelini veya paralel istisnâ işlemi yapılmışsa bu yöntemle satılan malın bedelini almaya hak kazanırlar.

### **5. Murâbaha Sukuk**

Murâbaha sözleşmesine konu malın satıcısı, murâbaha sukuku ihraç eden taraf olup, yatırımcılar bu malın alıcısı konumundadır. İhraçtan elde edilen gelir, malın satış bedelidir. İhraç sonucunda sukuk satın alan yatırımcılar, menkulleştirilerek satılan murâbaha malının sahibi olurlar ve bu mal satıldığı zaman satış bedelini de hak ederler.

### **6. Müşâreke Sukuk**

Müşâreke sözleşmesine dayalı sukuk ihraç eden taraf, belirli bir proje ya da ticari bir faaliyetin gerçekleştirilmesi için kendisine ortak/ortaklar arayan taraftır. Yatırımcılar ise müşâreke sözleşmesi sonucunda ilgili proje ya da

faaliyete ortak olan taraftır. İhraçtan elde edilen gelir, yatırımcıların ortaklık sermayesi içindeki paylarıdır. İhraç edilen sukuk sertifikalarına yatırım yapanlar, kurulan ortaklığın varlıklarına sahip olurlar. Bu nedenle, söz konusu varlığın gelirleri ve giderleri, hasar ve benzeri durumlarda oluşacak masrafları da sukuk sahiplerine ait olur. Sukuk satın almış olan yatırımcılar, ortaklık kâr ederse, kârdan paylarına düşen kısmı almaya hak kazanırlar.

### **7. Mudârebe Sukuk**

Mudârebe sukukunu ihraç eden taraf, emek sahibini temsil eder. Yatırımcılar ise sermaye sahibini temsil eder. İhraçtan elde edilen gelir, ortaklığın sermayesidir. Bu yöntemle ihraç edilen sukuk sertifikalarını satın alan yatırımcılar, ortaklığın varlıklarına ve üzerinde önceden anlaşılan orandaki kârına da sahip olacaklardır. Ortaklığın zarar etmesi halinde ise zarar, sermaye sahibi konumundaki yatırımcıların olacaktır.

### **8. Yatırım Vekâletine Dayalı Sukuk**

Yatırım vekâletine dayalı sukuk arz eden taraf, yatırımda kullanılacak olan bedeli yönetecek olan yatırım vekilidir. Yatırımcılar ise müvekkil konumdadır. İhraçtan elde edilen gelir, vekâlet yöntemi ile işletilecek olan bedeli teşkil eder. Bu yöntemle ihraç edilen sukuk sertifikalarını satın alan yatırımcılar, sukukun temsil ettiği varlıklara hem geliri hem de gideriyle sahip olurlar. Bu sukuk türünde yatırımcılar, birbirlerinin ortakları olduklarından, eğer kâr elde edilirse kârın da sahibi olurlar.

### **9. Müzâraa (Zirâat Ortaklığı-Yarıcılık) Sukuk**

Müzâraa sukuku ihraç eden taraf, arazi sahibidir. Yatırımcılar ise zirai ortaklık sözleşmesinde emek sahibini temsil eden taraftır. İhraçtan elde edilen gelir, yapılacak zirai faaliyetin masraflarını karşılar.

Müzâraa sukukunda ihracı gerçekleştiren, emek sahibini temsil eden taraf da olabilir. Bu sayede sukuk satın alanlar arazi sahipleri olurlar. Bu durumda sukuk sahipleri araziden üretilen üründen, üzerinde anlaştıkları miktarda pay alırlar.

### **10. Müsâkât (Bağ-Bahçe Ortaklığı) Sukuk**

Müsâkât sukukunu ihraç eden taraf, üzerinde dikili ağaç bulunan arazinin sahibidir. Yatırımcılar ise bağ-bahçe ortaklığı sözleşmesinde emek sahibini temsil eden taraftır. İhraçtan elde edilen gelir, yapılacak ortaklıkta ağaç bakım masraflarını karşılar.

Müsâkât sukukunda ihracı gerçekleştiren, emek sahibini temsil eden taraf da olabilir. Bu durumda sukuk satın alanlar arazi sahipleri olur. Sukuk sahipleri ağaçlardan elde edilen üründen, üzerinde anlaştıkları oranda pay alır.

## 11. Muğârase (Ağaç Dikip Yetiştirme Ortaklığı) Sukuk

Muğârase sukuku ihraç eden taraf, ağaç dikimine elverişli olan arazinin sahibidir. Yatırımcılar ise ağaç dikip yetiştirme ortaklığı sözleşmesinde emek sahibini temsil eden taraftır. İhraçtan elde edilen gelir, ağaç dikip yetiştirme masraflarını karşılar.

Muğârase sukukunda ihracı gerçekleştiren, emek sahibini temsil eden taraf da olabilir. Bu durumda sukuk satın alanlar arazi sahipleri olurlar. Sukuk sahipleri sözleşmede belirtilen orana göre arazi ve ağaçlar üzerinde pay sahibi olurlar (AAOIFI, 2010).

### AAOIFI Standardına Göre Sukuk Sertifikalarının İkincil Piyasalarda İşlem Görmesi

İkincil piyasalarda işlem görmesi faizsiz finans prensiplerine uygun olan sukuk türlerini piyasaya arz eden tarafın izahname içerisinde, ihraç tamamlandıktan sonra kendisine arz edilecek sukuk sertifikalarını piyasa değeriyle geri satın almayı taahhüt etmesi faizsiz finans prensiplerine uygundur. Fakat izahname içerisinde, sukukun nominal değeriyle (ihraç edildiği değerde) geri satın alınacağı vaadinde bulunması ise fihhi açıdan uygun olmayacaktır.

Faizsiz finans prensiplerine aykırı olmadığı müddetçe sukuk sertifikalarının, hesaba kaydedilmesi, elektronik ortamda işlem yapılması veya hamiline düzenlenmiş olması durumunda, fiziken teslim etme gibi gelenek hâline gelmiş herhangi bir yöntem ile ikincil piyasalarda alınıp satılması da fihhi açıdan uygundur.

Kiralanan varlıkların mülkiyetini temsil eden sukuk sertifikalarının, yatırımcılar tarafından satın alındıktan sonra, ihraç edilme anından itfa dönemine kadar ikincil piyasalarda işlem görmesi faizsiz finans prensiplerine uygundur. Aynı zamanda, bu sukuk sertifikalarının vadeden önce ihraççısı tarafından piyasa fiyatı ile geri satın alınması da faizsiz finans prensiplerine uygundur ve geri alma işleminin ihraççı ile sukuk sahibi yatırımcının işlem tarihinde üzerinde anlaşacakları bir fiyatla gerçekleştirilmesi de uygundur.

Belirli mevcut malların menfaatine ait sahipliği temsil eden yöntem ile ihraç edilen sukuk sertifikalarının, söz konusu mevcut mal, alt kiralama yöntemi ile yeniden kiralananmadan önce ikincil piyasalarda işlem görmesi fihhi açıdan uygundur. Fakat yeniden kiralama gerçekleşirse sukuk artık menfaatin sahipliğini değil kira ücretini temsil eder. Bu ikinci kiracının/alt kiracının zimmetinde bir borçtur (deyn). Bu nedenle bu tür sukuk sertifikalarının ikincil piyasalarda işlem görmesi borç (deyn) üzerindeki tasarruflar için öngörülen kurallara tabidir. Belirli mevcut malların menfaatine dayalı olarak sukuk ihraç eden tarafın, sukuk tahsisi gerçekleştikten sonra yatırımcılardan geri alması fihhi açıdan uygundur. Bu geri alım işleminde piyasa fiyatı ya da tarafların işlem esnasında üzerinde anlaşacakları bir fiyat esas olarak alınabilir. Fakat sukukun ihraç sırasındaki satış bedelinin ya da geri alış bedelinin vadeli olmaması gerekir.

Nitelikleri belirlenmiş malların menfaatlerine sahip olmayı sağlayan sukukun, menfaatin elde edileceği mal, belirli bir hale gelmeden önce ikincil piyasalarda işlem görmesi fikhi açıdan uygun değildir; bu tür sukuk sertifikalarının ikincil piyasalarda işlem görmesi, borç (deyn) üzerindeki tasarruflar için öngörülen kurallara tabidir. Fakat nitelikleri belirlenmiş zimmette mevcut malın kendisi de belirli hale gelirse, ilgili malın menfaatine dayalı olarak ihraç edilen sukuk sertifikalarının ikincil piyasalarda işlem görmesi fikhi açıdan uygun olur.

Bizzat belirlenmiş bir tarafın sunacağı hizmete sahip olmayı sağlayan sukukun söz konusu hizmet, alt kiralama yöntemiyle yeniden kiralama akdine konu edilmeden önce ikincil piyasalarda işlem görmesi fikhi açıdan uygundur. Fakat yeniden kira akdine konu edilirse sukuk, hizmet üzerindeki sahipliği değil kira akdinin ücretini temsil eder. Bu da alt kira akdinde hizmet alan (müste'cir) kişinin zimmetinde olan bir borçtur (deyn). Bu nedenle bu tür sertifikaların ikincil piyasalarda işlem görmesi, borç üzerindeki tasarruflar için öngörülen kurallara tabidir.

Nitelikleri belirlenmiş bir tarafın sunacağı hizmete sahip olmayı sağlayan sukukun, hizmeti sunacak taraf belirli hale gelmeden önce ikincil piyasalarda işlem görmesi fikhi açıdan uygun değildir. Bu tür sukuk sertifikalarının ikincil piyasalarda işlem görmesi ve tedavülü, borç üzerindeki tasarruflar için öngörülen kurallara tabidir. Fakat nitelikleri belirlenmiş tarafın kendisi de belirli hale gelirse ilgili hizmete dayalı olarak ihraç edilen sukuk sertifikalarının ikincil piyasalarda işlem görmesi fikhi açıdan uygun olur.

Nitelikleri belirlenmiş malların menfaatine ya da nitelikleri belirlenmiş bir tarafın sunacağı hizmete dayalı olarak ihraç edilen sukuk türlerinde sukuk sahiplerinin aynı niteliklerdeki mal ya da hizmet için paralel/alt kira sözleşmesi yapmaları fikhi açıdan uygundur. Fakat bu durumda ilk kira sözleşmesi ile paralel/alt kira sözleşmesi arasında herhangi bir bağlantı bulunmaması gerekir.

Mevcut ve belirli mal halindeki varlıkların menfaatini yani kullanım hakkını alt kiralama yöntemi ile satın alan müşterinin bu kullanım hakkını satması ve buna dayalı olarak sukuk ihraç etmesi fikhi açıdan uygundur.

Mevcut mal ve menfaat hâlindeki varlıklarda pay sahipliğini temsil eden sukuk sertifikalarının ikincil piyasalarda işlem görmesinin fikhi açıdan uygun oluşunun dayanağı, sukuk sertifikalarının ikincil piyasalarda işlem görmesinin ilgili varlıklara ait payların alınıp satılması anlamına gelmesidir. Bu varlıklar alınıp satılabildiği için bunlara ait payları temsil eden sukuk sertifikaları da alınıp satılabilir.

Mevcut mal, menfaat ya da hizmet durumundaki varlıklara dayalı hisse ile sahip olmayı temsil eden sukuk sertifikalarının ikincil piyasalarda işlem görmesi ve geri alınması faizsiz finans prensiplerine uygundur. Fakat bu durum, arz gerçekleşip tamamlandıktan, sukuk sertifikaları arz edildikleri amaç için

yatırımcılara sunulduktan ve yatırım faaliyeti başladıktan sonrası için geçerlidir. Bahis konusu faaliyet başlamadan önce ise sarf sözleşmesinin şartları dikkate alınır. İfta işlemi tamamlanıp fiziki varlıklar, alacak (deyn) özelliği kazandığı zaman ya da sukuk sertifikalarının temsil ettiği varlıklar vadeli bir bedelle satıldığı zaman alacak (deyn) ile ilgili kurallar göz önünde bulundurulur.

İstisnâ sözleşmesine dayalı olarak ihraç edilen sukuk sertifikaları, nakit para olmaktan çıkıp sukuk sahiplerinin mülkü olan mevcut mallara dönüştüğünde, sözleşmeye konu proje süresi boyunca ikincil piyasalarda işlem görebilir ya da geri alınabilirler. Ancak ilgili sukuk sertifikalarının ihracından elde edilen gelir, paralel/alt istisnâ sözleşmesinde akde konu projenin satış bedeli olarak ödenmişse veya tamamlanan proje iş sahibine teslim edilmişse, ilgili sukuk sertifikalarının ikincil piyasalarda işlem görmesi ve tedavülü, borç üzerindeki tasarruflar için öngörülen şartlara göre değerlendirilir.

Nakit para hâlindeki varlıklar mevcut bir mala dönüştükten sonra istisnâ sukukun ikincil piyasalarda işlem görmesinin faizsiz finans prensiplerine uygun oluşu, bu sukuk sertifikalarının üzerinde tasarrufta bulunmanın fıkhi açıdan uygun olduğu mevcut varlıklara dönüşmesine dayanır. İlgili sukuk sertifikalarının ihracından elde edilen gelirin paralel/alt bir istisnâ sözleşmesinde akde konu olan projenin satış bedeli olarak ödenmesi durumunda ve tamamlanan projenin iş sahibine teslim edilmesi halinde ikincil piyasalarda işlem görmesinin faizsiz finans prensiplerine uygun olmayacağına dair hüküm, bu durumda sukuk sertifikalarının iş sahibinin zimmetindeki işin bedelini temsil etmesine dayanmaktadır. Bu ise nakdi para borcudur. Bu nedenle bu durumdaki istisnâ sukukunun ikincil piyasalarda işlem görmesi, borç üzerindeki tasarruflar için öngörülen şartlara tabidir.

Selem sukukunun ikincil piyasalarda işlem görmesi fıkhi açıdan uygun değildir. Selem sukukunun ikincil piyasalarda işlem görmesinin faizsiz finans prensiplerine uygun olmaması, bu tür sukuk sertifikalarının selem borcu içerisindeki payı temsil etmesi ve bu nedenle borçların ikincil piyasalarda işlem görmesi için öngörülen şartlara tabi olmasına dayanır.

Murâbahaya konu olan mal, müşteriye teslim edildikten sonra murâbaha sukukunun ikincil piyasalarda işlem görmesi fıkhi açıdan uygun değildir. Fakat bu çeşit sukuk sertifikalarının, ilgili mal satın alınarak henüz müşteriye satılmadan önce ikincil piyasalarda işlem görmesi faizsiz finans prensiplerine uygundur. Murâbahaya konu olan mal müşteriye satılıp teslim edildikten sonra murâbaha sukukunun, ikincil piyasalarda işlem göremeyeceğine dair olan hüküm, murâbaha sukukunun bu durumda müşterinin zimmetinde olan para borcunu temsil etmesine dayanır. Bu nedenle bu tür sukuk sertifikalarının ikincil piyasalarda işlem görmesi, borçlar üzerindeki tasarruf hükümlerine tabidir. Ancak bu tür sukuk sertifikaları, ilgili mal satın alınarak henüz müşteriye satılmadan önce ikincil piyasalarda işlem görebilirler. Bunun nedeni bu durumda sukuk sertifikalarının mevcut varlıkları temsil etmesidir. Bu tür varlıkların ikincil piyasalarda alınıp satılması faizsiz finans prensiplerine uygundur.



Müşâreke, mudârebe ve yatırım vekâleti akitlerine dayalı olarak ihraç edilen sukuk sertifikalarının, ihraç gerçekleştirildikten, sukuk sertifikaları ihraç edildikleri amaç için yatırımcılara tahsis edildikten ve menkulleştirme işlemine esas teşkil eden yatırım faaliyeti ilgili mal ve menfaatte başladıktan sonra, ikincil piyasalarda işlem görmesi caizdir.

Sukuk sahiplerinin arazinin sahipleri olması halinde, müzâraa ve müsâkât ortaklıklarına dayalı olarak ihraç edilen sukuk sertifikalarının, ihraç gerçekleşip arz tamamlandıktan, sukuk sertifikaları ihraç edildikleri amaç için yatırımcılara tahsis edildikten ve menkulleştirme işlemine temel teşkil eden yatırım faaliyeti başladıktan sonra, ikincil piyasalarda işlem görmesi fihhi açıdan uygundur. Fakat sukuk sahipleri işi üstlenen yani eken ve sulama-yetiştirme yapan emek sahibi taraf konumunda ise, bu ortaklıklara dayalı olarak ihraç edilen sukuk sertifikaları, sadece tarladaki ürünün ya da ağaçtaki meyvenin olgunlaşacağı anlaşıldıktan sonra, ikincil piyasalarda işlem görebilir; aksi durumda ikincil piyasalarda işlem görmesi fihhi açıdan uygun değildir.

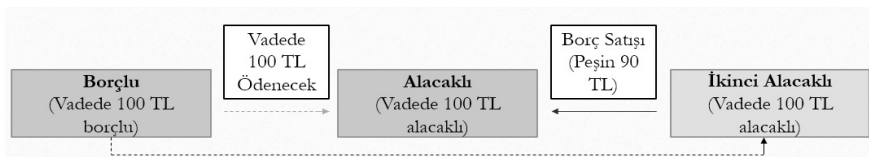
Sukuk sahipleri ister arazinin sahipleri olsun, isterse ağaç dikme işini üstlenen taraf konumunda bulunsun, muğârâse ortaklığına dayalı olarak ihraç edilen sukuk sertifikalarının, ihraç gerçekleşip arz tamamlandıktan, sukuk sertifikaları ihraç edildikleri amaç için yatırımcılara tahsis edildikten ve yatırım faaliyeti başladıktan sonra, ikincil piyasalarda işlem görmesi fihhi açıdan uygundur (AAOIFI, 2010).

### **Borç Alım Satımının (Bay'al-Dayn) Tanımı**

Deyn sözlükte “ödünç almak, ödünç vermek, emir ve itaat altına almak, ceza ya da mükâfatla karşılık vermek” anlamındadır. Deyn, terim olarak bir kişinin zimmetinde sabit olan borçları ifade eder. Alacaklıya “dayın”, borçluya ise “medîn” ya da “medyûn” denir. Daha dar anlamda deyn; zimmette sabit olan ve alacaklıya ait olan malı ifade eder. En dar kapsamda ise deyn; ödünç (karz) anlamına gelir. Fakat bazı hukukçular, ödünç akdinde bağlayıcı bir vade öngörülmediği ve alacaklının ilk talepte borcu ödemesi gerektiği için ödünç yerine deyn terimini kullanmamışlardır (Aydın, 1994).

Mecelle'nin 158. maddesine göre; deyn, “bir borçlunun borçlu olduğu para miktarını belirler.” Deyn, bir miktar para olabileceği gibi, metal gibi bir meta da olabilir. Deyn satışını; “borçluya veya herhangi bir üçüncü şahsa ödenebilir bir hakkın satışı” olarak da tanımlayabiliriz. Bu satış türü genellikle hemen ödeme ya da vadeli ödeme içindir (Lahsasna, 2014: 94).

**Şekil 1.** Üçüncü kişiye borç satışının işleyiş mekanizması.



*Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.*

Yukarıdaki şekilde, üçüncü kişiye yapılan borç satışının işleyiş mekanizması gösterilmektedir. Buna göre; alacaklı, vadede alacağı 100 TL'yi peşin olarak üçüncü bir şahsa (ikinci alacaklıya) daha düşük bir fiyattan satmaktadır. Bu satışta alacaklının sahip olmadığı bir şeyi satması fihhi açıdan sakıncalıdır. Ayrıca ikinci alacaklı 90 TL. ödeyerek satın aldığı borç karşılığında vadede 100 TL. elde edeceğinden, aradaki fark faiz geliri olacaktır.

### **Borç Satışının Faizsiz Finans Kuralları Açısından Değerlendirilmesi**

Kasani'ye göre; borcun borçludan başka birisine satılması caiz değildir. Malikiler ise; alacağın, borçlu dışındaki birisine bir mal karşılığında ya da belirli bir şeyin menfaati karşılığında satıldığında, bu işlemin caiz olduğunu ifade ederler. Çünkü bu durumda borcun borç karşılığı satılması değil, aksine borcun mal karşılığında satımı söz konusu olmaktadır (Kara, 2012: 412).

Borcun satışının caiz olmamasının illeti (nedeni) satıcının alacağını müşteriye teslim etmeye gücünün yetmemesi nedeniyle oluşacak olan garar yani aşırı belirsizlik durumudur. Çünkü satıcı, alacağını borçlunun dışındaki bir kişiye satmaktadır. Bilindiği gibi bir akdin konusunun teslim edilmeye uygun olan bir şey olması bey'in (satışın) sıhhat şartlarından biridir. Teslimin satıcının dışında birine şart koşulması ilgili akdi fasit kılacak bir özelliktir. Fakat borcun, borçlunun kendisine satılması caizdir. Çünkü bu durumda teslim ihtiyacı olmayacağından, akdi fasit hale getirecek olan teslim gücü yetirememesi durumu oluşacaktır (Kara, 2012: 412).

Hanefi, Hanbeli ve Şafii fıkıhçıların çoğunluğuna göre; bir borcun borçlu dışındaki bir kişiye veya üçüncü bir şahsa satılmasına izin verilmez. Bunun nedeni, bu satışın belirsizlik yani garar içermesi veya satıcının sahip olmadığı bir şeyi satmak istemesidir. Bu yasak, "sahip olmadığınız bir şeyi satmayın" hadisine dayanmaktadır.

Bir istisna olarak; Maliki, Hanefi ve bazı Şafii fıkıhçıları borcun üçüncü bir şahsa satılmasına izin vermişlerdir. Bu fakihler, bu tür satışları yasaklayan gerçek bir kaynak bulunmadığını öne sürmüşlerdir. Bu nedenle, deyn, onaylanmış (mustaqir) bir borç olduğundan buna izin verilmelidir. Bu açıklamaya göre; alacaklı, aşağıdaki kurallara uyulması şartıyla, borçluya olduğu kadar üçüncü bir tarafa da borç satma hakkına sahiptir:

- Borç onaylanmış bir borç olmalı ve borç aynı anda (vadesiz) satılmalıdır. Fihhi açıdan yasaklanmış bir işlem olması nedeniyle satış vadeli olmamalıdır.
- Borçlu, mali açıdan yeterli olmalı ve satışın gerçekleştiğini inkâr etmesi için satışı kabul etmelidir. Bu koşul, taraflar ve borçlu arasındaki herhangi bir anlaşmazlığı önlemeyi amaçlamaktadır. Böylece, alacaklının borcunu ödeyebilecek kapasiteye sahip olup olmadığını bilmesi için borçlu kolayca erişilebilir olmalıdır.

- Satış, gümüş karşılığı altın veya altın karşılığı gümüş satımına dayalı olmamalıdır. Çünkü bu metaller arasındaki herhangi bir değişim, eş zamanlı olarak gerçekleştirilmelidir. Eğer borç; para ise, bu paranın diğer borçtaki fiyatı (tutarı) aynı olmalıdır.

En önemlisi, borç satışında iki borç arasında ribânın ortaya çıkmasından kaçınmak gerekliliğidir. Ayrıca her türlü garardan da kaçınmak gerekir. Alıcının, satın aldığı ürünü fiilen elde etmesinden önce satmasına izin verilmediğinden, alıcının satın aldığı şeyi elde edememesi durumunda garar ortaya çıkacaktır.

Fakihlerin, borç satışını oy birliği ile, itibari (nominal) değer dışında her durumda yasakladığını belirtmek gerekir. Bir borç için ödenen bedelin bu borcun nominal değeri ile aynı olmaması durumlarında işlem nesie ribâsı olacağından bu tür işlemler yasaklanmıştır. Bir borcun satılması ve satın alınmasından elde edilen her kâr ribâdır (Billah, 2019).

### **Farklı Ülkelerde İhraç Edilen Sukuk Türleri ve İkincil Piyasaları**

Başta İslam ülkeleri olmak üzere dünya genelinde sukuk ihraçları gerçekleştirilmekte ve pek çok farklı İslami sözleşme türünde ihraçlar yapılmaktadır. Bu ihraçlar genellikle; icâre, vekâlet, selem, murâbaha, mudârebe ve müşâreke sözleşmelerine dayanmaktadır. Son yıllarda hibrit sözleşmelere dayalı sukuk ihraçları da karşımıza çıkmaktadır. Bu bölümde Arap ülkelerinden başlayarak, Asya, Afrika ve İslam ülkeleri haricindeki diğer ülkelerde sukuk ihraçlarına konu olan sukuk türleri araştırılmaktadır.

#### **1. Arap Ülkeleri**

Arap ülkelerinde sukuk ihracı genellikle Körfez İşbirliği Konseyi'ne (Gulf Cooperation Council-GCC) üye ülkeler olan Suudi Arabistan, BAE, Bahreyn, Katar, Kuveyt ve Umman tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu bölgede sukuk ihraçlarının büyük bölümünü icâre sukuk türü oluşturmaktadır. Özellikle AAOIFI sukuk standartları, bu bölgede önemli bir etkiye sahiptir. İcare sukuk için AA-OIFI kurallarına göre; sukuk ihraçları maddi varlıkların, kullanım haklarının veya maddi veya maddi olmayan varlıkların bir karışımının mülkiyeti ile gerçekleştirilmelidir. Bununla birlikte, mevcut ipoteksiz varlıkları güvence altına alma zorunluluğu, hükümetlerin ve şirketlerin ticari kararlarını, murâbaha alacakları ile icâre varlıklarının veya diğer maddi varlıkların bir karışımını içeren vekâlet (vakale) sözleşmelerini benimsemeye zorlamıştır. İslam Kalkınma Bankası'nın (Islamic Development Bank- IDB) 2003 yılında ihraç ettiği ilk vekâlet sukuk türü olan "wakalah bil istithmar" buna bir örnektir. Bu sukuk türünde icâre varlıkları portföyün %65.8'ini oluştururken, diğer %34.2'lik kısmını murâbaha ve istisnâ alacakları oluşturmaktaydı (Haneef, 2009). IDB'nin sonraki sukuk ihracında ise maddi varlık oranı AAOIFI'nin belirlediği seviye olan %33'e düşürülmüştür. AAOIFI'nin bu standardı nedeniyle diğer

lkelerde sukuk ihraç eden kurumlar da vekâlet sukuk ihraçlarında benzer oranları benimsemişlerdir (COMCEC, 2018: 44-45).

Suudi Arabistan’da devlet sukuk ihraçların tümünü hibrit sukuk yapısı oluşturmaktadır. Birleşik Arap Emirlikleri’nde en yaygın olarak icâre sukuk ihraç edilmekte olup, onu vekâlet sukuk ve diğer sukuk türleri takip etmektedir. Katar’da devlet az miktarda icâre sukuk ihraç etmekte olup, sukuk ihraçlarının çoğunu diğer sukuk türleri oluşturmaktadır. Umman’da tüm sukuk türleri icâre sukuktan oluşmaktadır. Ürdün’de ise genellikle murâbaha sukuk ihraçları gerçekleştirilmekte olup, onu icâre sukuk takip etmektedir. Bahreyn Devleti sırasıyla icâre ve selem sukuk ihraçlarına yoğunlaşmıştır. BAE’de günümüzde merkezi bir fıkhi danışma kurulu bulunmamaktadır. Bu nedenle sukuk ihraçları AAOIFI’nin yayınlamış olduğu 17 nolu sukuk standartlarına uygun olarak yapılmaktadır. BAE hkmeti icâre ve vekâlet sukuk kombinasyonunda ihraçlar yaparken, şirketler; vekâlet, icâre, mudârebe, murâbaha, müşâreke ve hibrit modelleri tercih ederler. BAE ihraççıları, az sayıda da olsa dünyada ilk yenilikçi sukuk ihraç eden küresel kilit oyuncular arasındadır. Bu ihraççılar, 2012 yılında mudârebe yapısında Abu Dhabi Islamic Sukuk, 2013 yılında vekâlet yapısında “Medjool Sukuk” ve 2015 yılında icâre yapısında “Khadrawy Sukuk” ihracında bulunmuşlardır (COMCEC, 2018: 104-105).

## 2. Asya lkeleri

Asya bölgesinde sukuk ihraçlarında en büyük paya Malezya ve Endonezya sahiptir. Aralarındaki temel fark, Malezya’nın sürdürülebilir kurumsal sukuk arzına sahip olması, Endonezya’nın ise devlet sukuk ihraçlarının ana itici gücü olmasındır.

Malezya’da sukuk ihraç komisyonuna bağlı danışma kurulunun kararları sayesinde İslami sermaye piyasasında ürün geliştirme ve yenilikçi finansal araçların yapılandırılması kolaylaştırılmıştır. Bu sayede Malezya’da finansal alanda ikili bankacılık modeli yaygınlaşmıştır. Malezya’da sukuk ihraçlarında en büyük pay murâbaha sukuk yapısında gözlenmektedir. Asya bölgesindeki diğer sukuk ihraçlarında ise ağırlıklı olarak icâre sukuk yapısı kullanılmaktadır. Bu durum ihraçların AAOIFI’nin borç alım satımına ilişkin gerekliliği ile uyumlu hale getirilmesi ile ilişkilidir. Malezya Hkmeti küresel sukuk ihracında ise vekâlet sukuk yapısını kullanmaktadır. 2002 yılında ilk küresel sukuk ihracını icâre sukuk ile gerçekleştirmiş sonrasında ise icâre ve vekâleti birleştiren bir yapıyı kullanmıştır (COMCEC, 2018: 46-47).

Borç satışı (bay al-dayn) ilkesinin Malezya danışma kurulu tarafından 1996 yılında benimsenmesi Malezya’da bu sözleşme türünün İslami sermaye piyasasından yaygın olarak kullanılmasına neden olmuştur (Securities Commission Malaysia, 2015). Malezya’da sıklıkla kullanılan murâbaha sözleşmesine dayalı ihraç edilen sukuk yapısının diğer ülkelerden farkı, diğer ülkelerde uygulanan fıkhi ilke farklılıklarına dayanmaktadır. Satışa dayalı emtia murâbaha

(teverruk) sukuk yapısı, sukuk sahiplerinin aslında bir borç olan murâbaha satış fiyatıyla ödeme alma haklarını ifade eder. Malezya danışma kurulunun borç satışına verdiği uygunluk, İslam ülkelerindeki fıkıhçılar arasında bu işlemi yasaklayacak genel bir nas veya icmânın bulunmaması nedeniyledir. Bu yaklaşım proaktif bir yaklaşımdır ve bu yaklaşım sayesinde Malezya, kurumsal ihraççıları kendisine çekmekte başarılı olmuştur. Bazı fıkıh alimleri Malezya'nın bu yaklaşımını uzlaşmacı olarak değerlendirmişlerdir.

AAOIFI'nin sukuk standartlarına göre ise ikincil piyasada sukuk alım satımları maddi varlıklarla desteklenmelidir. Bu nedenle, hemen hemen tüm devlet sukuk ihraçlarında, fıkıh alimleri tarafından geniş kabul görmeleri nedeniyle icâre sözleşmesi tercih edilmektedir. Fakat çerçeveyi sadece icâre sukuk sözleşmesine bağlamak ihraçları sınırlandırdığından yıllar içerisinde, sukuk ihraç sayılarını ve hacimlerini artırmak amacıyla birden fazla sözleşmenin birleşiminden oluşan hibrit yapılar kullanılmaya başlanmıştır (COMCEC, 2018: 51).

Malezya'da 2005 yılında ağırlıklı olarak borç alım satımına dayalı olan yapı son yıllarda değişikliğe uğramıştır. Önemli gelişmelerden biri 2009 Ağustos ayında Bursa Suq Al Sila'nın (BSAS) kurulması ve 2010 yılında AAOIFI'nin fıkhi standartlarının yayınlanmasıdır. BSAS, emtia murâbahası, musawwamah ve teverruk gibi emtia bazlı işlemleri İslami finans ve yatırım alanında kolaylaştıran uluslararası bir emtia platformudur. BSAS'ın kurulması sonrasında 2010 yılında Malezya'da murâbaha sukuk ihracında ani bir artış yaşanmıştır. Bu artışın nedenleri arasında uygulama kolaylığı ve ihraççıların mevcut diğer sözleşmeleri kullanmak istememeleri sıralanabilir. 2010 yılında AAOIFI'nin fıkhi standartlarının yayınlanması sonrasında Malezya dahil pek çok ülkede uygulamalar bu uluslararası standartla uygun hale gelmeye başlamıştır. Sonuç olarak, kullanılan fıkhi sözleşme türleri farklı olsa da Malezya'da günümüzde sukuk ihraçlarının büyük kısmını murâbaha, vekâlet ve hibrit sözleşmeler oluşturmaktadır.

Malezya danışma kurulunun bazı kararları diğer ülkelerdeki fıkıh uzmanlarının görüşlerinden farklıdır. Malezya Fıkhi Danışma Kurulu'na göre bu farklılıklar zaman ve mekân (ülke) farklılıkları ile ülkenin ihtiyaç ve arka plandaki farklılıkları nedeniyle ortaya çıkmaktadır (COMCEC, 2018: 80-81).

Endonezya'da devlet sukuk ihraçlarında çoğunlukla icâre yapısı kullanılmakta olup, az miktarda da vekâlet yapısı tercih edilmektedir. Pakistan ve Brunei tüm ihraçlarını icâre sözleşmesine göre yapmaktadır. Bangladeş ise sadece mudârebe yapısını kullanmakta olup, Hong Kong'da icâre ve diğer sukuk ihraçları gerçekleştirilmektedir. Türkiye'de ise çoğunlukla icâre sözleşmesine dayalı sukuk ihraçları ön plana çıkmaktadır.

2003 yılında, Bapepam (ilgili tarihteki düzenleyici kurum) ve Endonezya Ulema Konseyi'ne bağlı Ulusal Fıkıh Kurulu, fıkhi uyumlu sermaye piyasası ürünlerinin geliştirilmesi konusunda iş birliği yapmak üzere bir mutabakat zaptı

imzaladı. Günümüzde Ulema Konseyi, Endonezya'nın İslami finans yapısını yönetmeye yetkili olan merkezi fihhi organı olmaya devam etmektedir.

2015 yılı ortalarından itibaren Ulema Konseyi, vedia, murâbaha ve müşâreke sözleşmeleri gibi ürünler, likidite yönetim araçları, hibrit ürünler, İslami sermaye piyasası ürünleri, finansal riskten korunma (hedging) amaçlı ürünler ve helal olmayan gelirlerin değerlendirilmesi dahil olmak üzere İslami hizmetlerin her yönünü kapsayan 96 fetva yayınlamıştır (Thomson Reuters & IRTI, 2016).

Genel olarak, Endonezya'nın düzenleyici çerçevesi hem konvansiyonel hem de fihhi araçlar için geçerlidir. Halka arz yoluyla ihraç edilecek olan tüm menkul kıymetler, tescil beyanı ve destekleyici belgelerin sunulmasını gerektirmekte ve Endonezya Sermaye Piyasaları Kurulu'nun onayına tabiidir. Fihhi araçlar ihraç edenlerin döviz ve Endonezya para birimi olan rupinin istikrarı ile ilgili merkez bankasının düzenlemelerine uymaları gereklidir. Endonezya'da sukuk ihraçları konvansiyonel araçlarla aynı onaylara tabidir. İcâre sözleşmesi devlet sukukları için tercih edilen bir sözleşme türüdür. Çünkü bu yapı, sabit maddi varlıklar ve projeler şeklinde dayanak varlıkları kullanır. Kurumsal sukuk ihraççıları ise icâre ve mudârebe karışımını tercih ederler (COMCEC, 2018: 125).

2017 yılına kadar Hong Kong, her biri 1 milyar ABD doları tutarında ihraç büyüklüğüne sahip 3 farklı sukuk ihracında bulunmuştur. İlk sukuk yapısı ihraç tutarının en az %100'ü kadar dayanak maddi varlık gerektiren icâre sözleşmesine dayanmaktadır. Fakat bu ihracın finansman maliyeti çok yüksek olduğundan bu durum Hong Kong için bir sorun teşkil etmiştir. Sonuçta, ikinci ve üçüncü sukukun yapısı, daha az maddi varlık kullanan ve daha düşük bir fonlama maliyeti ile sonuçlanan vekâlet ile değiştirilmiştir. Bu ihraçlarda, varlıkların üçte biri Hong Kong'daki bir ofis binasındaki ofislerden oluşmakta, kalan üçte ikisi ise fihhi uyumlu mallarla desteklenmekteydi (South China Morning Post, 2015).

### 3. Afrika Ülkeleri

Afrika'da Gambiya, Sudan, Nijerya, Senegal, Güney Afrika, Togo ve Fildişi Sahili başarıyla sukuk ihraç etmişlerdir. Alternatif bir finansman aracı olan sukuk, altyapı finansman gereksinimlerinin yüksek olduğu Afrika'da ilgi görmektedir.

Gambiya selem sukuku, ağırlıklı olarak Gambiya Merkez Bankası tarafından kısa vadeli likidite yönetimi için kullanılmaktadır. Diğer Afrika ülkelerinde ise sukuk ihraç gelirleri altyapı finansmanı için kullanıldığından icâre sukuk ön plandadır. Bunun nedeni, icâre sukuk yapısının inşaat projelerinin finansmanında esneklik sağlaması ve ikincil piyasasının bulunması gibi özelliklerinden dolayıdır. İcâre sukuk yapısı murâbaha sukuktan farklı olarak bir borsada ikincil alım satımı mümkün kılmakta ve bu durum yatırımcıların projeye

katılımlarını artırmaktadır. Ayrıca icâre sukuk, sukuk yatırımcılarına kupon ödemeleri şeklinde periyodik kira ödenmesine imkân sağlamaktadır (COMCEC, 2018: 49).

Nijerya’da sukuk ihracı için hazırlanan kurallara göre sukuk; icâre, istisnâ, müşâreke ve murâbaha yapısına dayanmaktadır. Nijerya’nın ihraç etmiş olduğu iki farklı devlet sukuk ihracı icâre sözleşmesine dayanmaktadır (COMCEC, 2018: 175).

Afrika devlet sukuk ihraçlarında Gambiya selem sukuk türünü, Nijerya, Güney Afrika ve Senegal ise icâre sukuk türünü yoğun şekilde ihraç etmektedir. Fildişi Sahili ise icâre sukuk ve diğer sukuk türlerini ihraç etmektedir (Eikon Thomson Reuters).

#### **4. İslam İşbirliği Teşkilatı Haricindeki Diğer Ülkeler**

2014 yılında Birleşik Krallık, batı ülkeleri arasında sukuk piyasasına giren ilk ülke olmuştur. Sonraki yıllarda ise Fransa ve Lüksemburg sukuk ihraçlarını desteklemek amacıyla vergi ile ilgili düzenlemeler yapmışlardır. Bu ülkelerin sukuk ihraç etmelerindeki asıl amaç, İslami finans hizmeti veren kurumlara destek olmaktır.

Birleşik Krallık Hazinesi, 2014 yılında icâre sözleşmesine dayalı 200 milyon sterlin tutarında devlet binalarını ve arazileri kullanarak 5 yıl vadeli sukuk ihraç etmiştir. Bu ihraca yatırımcı olarak Orta Doğu’dan, Asya’dan ve İngiltere’den kurumlar ilgi göstermiştir. Lüksemburg Hazinesi 2014 yılında icâre sözleşmesine dayalı 200 milyon EUR tutarında, devlet binalarını ve arazileri kullanarak 5 yıl vadeli sukuk ihraç etmiştir. Bu sukuk, devlet harcamalarının finansmanını sağlamak için ihraç edilmiştir (COMCEC, 2018: 50).

#### **Genel Değerlendirme**

AAOIFI’nin, belirlemiş olduğu 11 farklı sukuk türünü ikincil piyasaya uygunluk açısından Tablo 1’deki gibi sınıflandırabiliriz. Buna göre kiralanan varlıkların aslına sahip olmayı sağlayan sukuk türleri olan müşâreke sukuk, mudârebe sukuk, yatırım vekâletine dayalı sukuk ve muğârese sukuk yatırım faaliyeti başladıktan itibaren itfaya kadar herhangi bir zamanda ikincil piyasada alınıp satılabilen sukuk türleridir. Selem sukuk ise ihraçtan itfaya kadar hiçbir şekilde ikincil piyasada alınıp satılamaz. Menfaate sahip olmayı sağlayan sukuk türleri olan istisnâ sukuk, murâbaha sukuk, müzâraa sukuk ve müsâkât sukuk ise ihraç anından itfaya kadar olan farklı dönemlerde ikincil piyasalarda işlem görebildikleri gibi bazı dönemlerde de göremezler.

**Tablo 1.** Sukuk türleri ve ikincil piyasaya uyumları.

<b>Sukuk Türü</b>	<b>İkincil Piyasaya Uygunluk Durumu</b>
<b>Kiralanan Varlıkların Aşına Sahip Olmayı Sağlayan Sukuk</b>	İhraçtan itfaya kadar uygundur.
<b>Mevcut Malların Menfaatine Sahipliği Temsil Eden Sukuk</b>	Alt kiralama ile yeniden kiralanmadan önce uygundur. Kiralamadan sonra uygun değildir (Borç Satışı).
<b>Nitelikleri Belirlenmiş Malların Menfaatine Sahipliği Temsil Eden Sukuk</b>	Menfaatin elde edileceği mal, belirli bir hale gelmeden önce uygun değildir (Borç Satışı). Malın nitelikleri belirlendikten sonra uygundur.
<b>Bizzat Belirlenmiş Bir Tarafın Sunacağı Hizmete Sahipliği Temsil Eden Sukuk</b>	Alt kiralama ile yeniden kiralanmadan önce uygundur. Yeniden kira akdine konu edildiğinde uygun değildir (Borç Satışı).
<b>Nitelikleri Belirlenmiş Bir Tarafın Sunacağı Hizmete Sahipliği Temsil Eden Sukuk</b>	Hizmeti sunacak olan taraf belirli hale gelmeden önce uygun değildir (Borç Satışı). Nitelikleri belirlenmiş tarafın kendisi de belirli hale gelirse uygundur.
<b>İstisnâ Sukuk</b>	Sukuk sertifikaları, nakit para olmaktan çıkıp sukuk sahiplerinin mülkü olan mevcut mallara dönüştüğünde, proje süresi boyunca uygundur. Sukuk ihracından elde edilen gelir, alt istisnâ sözleşmesinde projenin satış bedeli olarak ödenmişse veya proje iş sahibine teslim edilmişse uygun değildir (Borç Satışı).
<b>Selem Sukuk</b>	Uygun değildir (Borç Satışı).
<b>Murâbaha Sukuk</b>	Murâbahaya konu olan mal, müşteriye teslim edildikten sonra uygun değildir (Borç Satışı). Mal satın alınarak henüz müşteriye satılmadan önce uygundur.
<b>Müşâreke Sukuk</b>	Yatırım faaliyeti ilgili mal ve menfaatte başladıktan sonra uygundur.
<b>Mudârebe Sukuk</b>	Yatırım faaliyeti ilgili mal ve menfaatte başladıktan sonra uygundur.
<b>Yatırım Vekâletine Dayalı Sukuk</b>	Yatırım faaliyeti ilgili mal ve menfaatte başladıktan sonra uygundur.
<b>Müzâraa Sukuk</b>	Yatırım faaliyeti başladıktan sonra uygundur. Sukuk sahibi emek sahibi taraf konumunda ise ürünün olgunlaşacağı anlaşıldıktan sonra uygun olup, aksi durumda uygun değildir.
<b>Müsâkât Sukuk</b>	Yatırım faaliyeti başladıktan sonra uygundur. Sukuk sahibi emek sahibi taraf konumunda ise ürünün olgunlaşacağı anlaşıldıktan sonra uygun olup, aksi durumda uygun değildir.
<b>Muğârase Sukuk</b>	Yatırım faaliyeti başladıktan sonra uygundur.



Belirli malların menfaatine ait sahipliği temsil eden sukuk türünde, mal alt kiralama ile yeniden kiralandığında bu sukuk menfaatin sahipliğini değil kira ücretini temsil eder. Kira ücreti kiracının borcu olduğundan bu sukuk bu aşamada ikincil piyasalarda satılamaz.

Nitelikleri belirlenmiş olan malların menfaatlerine sahip olmayı sağlayan sukuk türünde mal belirli bir hale gelmeden ikincil piyasada satılamaz. Bunun nedeni malın belirli hale gelmeden önce bu sukukun malı temsil etmemesidir.

Nitelikleri belirlenmiş bir tarafın sunacağı hizmete sahip olmayı sağlayan sukukun, hizmeti sunacak taraf belirli hale gelmeden önce ikincil piyasalarda işlem görmesi fihhi açıdan uygun değildir. Bunun nedeni bu sukukun henüz hizmeti verecek tarafın belirsizliği nedeniyle sukukun hizmeti temsil etmemesidir.

İstisnâ sukuk türünde sukuk, yatırımcının mülkü olan mal haline dönüştüğü zaman ancak ikincil piyasada işlem görebilir. Bunun nedeni mal haline dönüşmeden önce sukukun nakit parayı temsil etmesidir. Sukuk ihracından elde edilen gelir ile alt istisnâ sözleşmesindeki akde konu olan projenin satış bedelinin ödenmesi halinde de bu sukuk iş sahibinin zimmetindeki işin bedelini temsil eder. Bu nedenle mal haline dönüşmeyen sukuk ikincil piyasada alınıp satılamaz.

Selem sukuk için de benzer bir durum söz konusudur. Bu sukuk türü, selem borcu içindeki hisseyi temsil eder. Selem sukuk, bir borcu temsil ettiği için ikincil piyasada satışı da mümkün olmaz.

Murâbaha sukuk türünde satın alınan mal müşteriye teslim edildiğinde, sukuk malı değil müşterinin borcunu temsil etmeye başlar. Bundan dolayı bu sukuk türü satın alınan mal müşteriye satılmadan önce ancak ikincil piyasada işlem görebilir. Aksi halde ikincil piyasada satılması mümkün olmaz.

Müzâraa ve müsâkât ortaklıklarına dayalı sukuk türlerinde, sukuk sahipleri işi üstlenen yani emeğini ortaya koyan taraf ise bu sukuk türü ancak tarladaki ürün ya da ağaçtaki meyvenin olgunlaşacağı anlaşıldıktan sonra ikincil piyasaya konu olabilir. Bunun nedeni bu aşamada sukukun malı değil borcu temsil etmesidir.

Tablo 2’de çeşitli ülkelerin devlet kurumları tarafından ihraç edilen sukuk türleri listelenmiş ve AAOIFI sukuk standardına uygun olup olmadıkları incelenmiştir.

**Tablo 2.** Bölgelere ve ülkelere göre sukuk türleri ve AAOIFI ikincil piyasaya uyumları.

<i>Bölge</i>	<i>Ülke</i>	<i>Sukuk İhraç Sözleşme Türü</i>	<i>AAOIFI İkincil Piyasa Standardına Uygunluk</i>
<b>Arap Ülkeleri</b>	Suudi Arabistan	Hibrit (İcâre ve Vekâlet)	Uygun
	BAE	İcâre	Uygun
		Vekâlet	Uygun
	Katar	İcâre	Uygun
	Umman	İcâre	Uygun
	Ürdün	Murâbaha	Uygun Değil
		İcâre	Uygun
	Bahreyn	İcâre	Uygun
		Selem	Uygun Değil
<b>Asya Ülkeleri</b>	Malezya	Murâbaha (Teverruk)	Uygun Değil
		Vekâlet	Uygun
		Hibrit (İcare ve Vekâlet)	Uygun
	Endonezya	İcâre	Uygun
		Vekâlet	Uygun
	Pakistan	İcâre	Uygun
	Brunei	İcâre	Uygun
	Bangladeş	Mudârebe	Uygun
	Hong Kong	İcâre	Uygun
		Vekâlet	Uygun
	Türkiye	İcâre	Uygun
		Vekâlet	Uygun
<b>Afrika Ülkeleri</b>	Gambiya	Selem	Uygun Değil
	Nijerya	İcâre	Uygun
	Güney Afrika	İcâre	Uygun
	Senegal	İcâre	Uygun
	Fildişi Sahili	İcâre	Uygun
<b>Avrupa Ülkeleri</b>	Birleşik Krallık	İcâre	Uygun
	Lüksemburg	İcâre	Uygun

**Kaynak:** Yazar tarafından oluşturulmuştur.

AAOIFI'nin yayınladığı 17 nolu sukuk standardı, özellikle Arap ülkelerinde çeşitli sukuk yapılarının ihracının da yolunu açmıştır. İcâre sukuk yapısı bu bölgede sukuk ihraçlarının büyük bölümünü oluşturmaktadır. Son yıllarda ise hem maddi varlıklar (icâre varlıkları) hem de borç alacaklarını (murâbaha veya istisnâ işlemlerinden kaynaklanan) birleştiren vekâlet sözleşmelerine dayalı sukuk ihraçlarına rastlanmaktadır. Türkiye'de de bu yapıya benzer sukuk ihraçları hız kazanmaktadır.

kullanılmaktadır. Malezya ise farklı sözleşme türleri kullanarak sukuk ihraçları yapmaktadır. Bu durum Malezya'daki fıkıh uzmanlarının farklı görüşlerinden kaynaklanmaktadır. Mesela borç alım satımı veya bay'al-dayn ticareti Malezya'nın 1996 yılında bay'al-dayn konseptini kabul etmesine dayanmaktadır. Günümüzde ise Malezya uygulamaları uluslararası standartlara yakınsayarak, sukukun ikincil piyasada alınıp satılabilmesi için AAOIFI gerekliliklerine uyarak vekâlet sözleşmesine dayalı sukuk ihraçları artmıştır.

Sukuk ihraç eden Afrika ülkelerinde ise icâre sözleşmesi yaygın olarak kullanılmaktadır. Fakat Gambiya, likidite yönetimi için selem sözleşmesine dayalı kısa vadeli sukuk ihraçlarını benimsemiştir.

Tablo 2 incelendiğinde, Malezya başta olmak üzere Ürdün, Bahreyn ve Gambiya'da ikincil piyasaya uygun olmayan sukuk türlerinin günümüzde de ihraç edildiği görülmektedir. Özellikle Malezya'nın murâbaha sukuku, Bahreyn ve Gambiya'nın da selem sukuku likidite yönetimi için günümüzde de ihraç edilmeye ve İslami finans kurumları tarafından kullanılmaya devam edilmektedir.

### **Sonuç**

AAOIFI'ye göre; borç satışı yasağı nedeniyle selem sukuk ihraçtan itfaya kadar, menfaate sahip olmayı sağlayan sukuk, istisnâ sukuk, murâbaha sukuk, müzâraa sukuk ve müsâkât sukuk gibi sukuk türleri de ihraç anından itfasına kadar bazı dönemlerinde ikincil piyasalarda işlem görememektedir. Dolayısıyla bu sukuk türleri İslami bankaların likidite yönetimlerinde bir enstrüman olarak kullanılma imkânından yoksun kalmaktadır. İkincil piyasaya uygun olmayan bu sukuk türlerinin likit hale gelebilmeleri için yatırımcıların vadesine kadar bu sukuk sertifikalarını satmadan bekletmeleri gerekmektedir.

AAOIFI tarafından yayınlanan standartlar, pek çok İslam ülkesi tarafından uluslararası alanda en yaygın şekilde benimsenen ve tercih edilen standartlardır. Fakat AAOIFI'nin belirlemiş olduğu standartlar bazı ülkeler haricinde bağlayıcı nitelik taşımamaktadır. AAOIFI'nin belirlediği uluslararası standartlara rağmen, farklı ülkelerin ve bu ülkelerdeki kurumların fıkıh uzmanlarının farklı görüşleri, sonuçta çeşitli tartışmaları ve uygulama farklılıklarını da beraberinde getirmektedir. Oysaki, AAOIFI'nin standart koyan bir kurum olarak belirlediği standartlara, faizsiz finans kurumlarının da uyması, küresel ölçekte faizsiz finansın yaygınlaştırılmasına ve yatırımcılarda güven ortamının oluşumuna katkı sağlayacaktır. Günümüzde fıkıh uzmanlarının kendi aralarındaki ve uygulamadaki farklılıkların aşılması adına AAOIFI'nin çabalarının desteklenmesi ve uygulamalarda bu kuralların göz ardı edilmemesi gerektiği düşüncesindeyiz.

Yapılan literatür araştırmasında, sukuk ikincil piyasasını borç satışı yasağında değerlendirmeyen bir ülkeye ve borç satışının İslam ülkelerinde maslahat gereğince serbest olmasını savunan araştırmacılara rastlanıldığı halde, pek çok fıkıh aliminin de görüşlerine dayanarak ve borç satışının faize bulaştırma

ihtimali ve garar içermesi nedeniyle, ikincil piyasalarda (AAOIFI'nin belirlediği) bazı sukuk türlerinin likidite yönetimi amacıyla kullanılmaması gerektiği kanaatindeyiz.

Gerek devlet hazineleri gerekse de uluslararası faizsiz finans kurumlarının sukuk ihraçlarında kiralanan varlıkların aslına sahip olmayı sağlayan; icâre sukuk, müşâreke sukuk, mudârebe sukuk veya yatırım vekâletine dayalı sukuk sertifikalarını daha sıklıkla ve yüksek hacimde ihraç etmeleri, faizsiz finans kurumlarının bu sukuk türlerini likidite yönetimlerinde daha yoğun olarak kullanmalarını sağlayacaktır. Bu sayede likidite yönetiminde fihhi açıdan uygun ürünler kullanılabilir, ikincil sukuk piyasasında hacimler artacak ve alım satımlar kolaylaşacaktır.

Makalede dünya genelinde ihraç edilen devlet sukuk türleri incelenmiş olup, bu sukuk türlerinden bazılarının fihhi açıdan ikincil piyasaya uygun olmadıkları halde likidite yönetimi amacıyla piyasaya sürüldükleri belirlenmiştir.

## Kaynakça

- AAOIFI (2010). *El-Meâyirü's-şeriyye*. Manama. Türkçe çevirisi: *Faizsiz Bankacılık Standartları*. Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Yayın No: 2. İstanbul: 2012.
- AAOIFI (2021). Objectives. <http://aaoifi.com/objectives/?lang=en> [04.11.2021].
- Ahroum, R. et al. (2018). Investment Strategies with Rebalancing: How Could They Serve Sukuk Secondary Market? *Borsa Istanbul Review*, 18(2), 91-100.
- Al-Ali, S. (2019). *Raising Capital on Şukuk Market, Structural, Legal and Regulatory Issues*. Palgrave Macmillan.
- Amin, H. (2007). An Analysis of the Classical and Contemporary Juristic Opinions on Bay al-Dayn. *Labuan a Journal of Muamalat and Society*, 1, 29-40.
- Arif, M. (2014). *Sukuk Securities. New Ways of Debt Contracting*. Wiley.
- Aydın, M. A. (1994). Deyn. *TDV İslam Ansiklopedisi*, 9, s. 266-268.
- Billah, M.M. (2019). *Islamic Financial Products (Principles, Instruments and Structures)*. Palgrave Macmillan.
- Cebeci, İ. (2016). Sukuk. *TDV İslam Ansiklopedisi*, 2, s. 529-533.
- COMCEC (2018). *The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets*. COMCEC Coordination Office. February 2018.
- Haneef, R. (2009). "Asset-Backed" to "Asset-Light" Structures: The Intricate History of Sukuk, *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 1(1), 103-127.
- İSEDAK (2019). *İslami Sermaye Piyasalarında Sukukun Rolü*. İSEDAK Koordinasyon Ofisi. Haziran 2019.
- Kara, Y. (2012). İslam Hukuku'nda Deynin Deyn Karşılığında Satımı, *İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi*, 20, 389-415.
- Lahsasna, A. (2014). *Shari'ah Non-Compliance Risk Management and Legal Documentation in Islamic Finance*. Wiley.
- Latham & Watkins LLP (2015). *The Sukuk Handbook: A Guide to Structuring Sukuk*. Second Edition.

- Radzali, N. E. B., Habibi, N. A. B. M. N., Sabri, N. A. B. M., & Ismail, S. A. B. (2019). Examining Contracts Used in Islamic Trade Financing: Issues in Bai Al-Dayn and Murabahah. *International Journal of Management and Applied Research*, 6(4), 366-374.
- Razali, S. S. (2012). Revisiting the Principles of Gharar (Uncertainty) in Islamic Banking Financing Instruments with Special Reference to Bay al-Inah and Bay al-Dayn towards A New Modified Model. *International Journal of Financial Management*, 2(1), 15.
- Resmî Gazete, (2013). Kira Sertifikaları Tebliği, Sayı: 28670, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130607-14.htm> [12.05.2020].
- Rizvi, S.A.R., Bacha, O.İ., & Mirakhor, A. (2016). *Public Finance and Islamic Capital Markets: Theory and Application*. Springer.
- Rosly, S.A. & Sanusi, M. (1999). The Application of Bay' al-Inah and Bay' al-Dayn in Malaysian Islamic Bonds: An Islamic Analysis. *International Journal of Islamic Financial Services*, 1(2).
- Securities Commission Malaysia (2015). *Guidelines on Unlisted Capital Market Products under the Lodge and Launch Framework*. Kuala Lumpur: Securities Commission Malaysia.
- South China Morning Post (28 May 2015). *Hong Kong Government Sells Second Islamic Sukuk Bond to Raise US\$1.1 Billion*. Available at <http://www.scmp.com/business/markets/article/1811139/hong-kong-governmentsells-second-islamic-sukuk-bond-raise-us1> [04.12.2022].
- Thomson Reuters & IRTI (2016). *Indonesia Islamic Finance Report Prospects for Exponential Growth*. Available at <https://ceif.iba.edu.pk/pdf/ThomsonReutersIndonesiaIslamicFinanceReportProspectsfExponentialGrowth.pdf> [04.12.2022].
- Ulusoy, A. & Ela, M. (2016). Sukukun İkinci El Piyasa Sorunu. *Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi*, 8(1), 55-70.
- Ulusoy, A. & Ela, M. (2018). Secondary Market of Sukuk: An Overview. *International Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, 4(2), 17-32.