

T.C.  
FATİH ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS PROJESİ

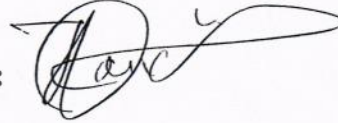
Öğrencinin  
Adı Soyadı: Erkan TOKUL  
Numarası: 517111678

İŞLETME TEZSİZ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI  
Proje Konusu: Proje Bazında Finansman Kaynağı: Sukuk

Proje Danışmanı  
Prof. Dr. Hamdi DÖNDÜREN

Değerlendirme Notu: 90 (Doksan)

Danışman İmzası:



ARALIK 2012

## ÖNSÖZ

Katılım Bankacılığı Türkiye’de son çeyrek asırda doğmuş ve hızlı bir şekilde gelişme göstermiştir. Ülkemizde faiz hassasiyeti bulunan kesimin katılım bankacılığına olan teveccühü her geçen gün artmaktadır. Fon kullandırma açısından her hangi bir sıkıntısı bulunmayan sistemin fon toplama kanadında farklı ve halk tarafından benimsenen enstrümanlara ihtiyacı bulunmaktadır. Çalışmamızın konusunu teşkil eden ve özellikle katılım bankalarının işleyiş biçimine yakın olan sukuk enstrümanı sayesinde bu ihtiyaç büyük ölçüde giderilecektir. Bunun sonucu olarak şu an tüm Türkiye’deki birikimlerin %5 - %6’sını elinde bulunduran katılım bankalarının yakın gelecekte topladıkları toplam fon tutarının hızla artacağını öngörmekteyiz.

## İÇİNDEKİLER

|            |     |
|------------|-----|
| Özet.....  | iii |
| Giriş..... | 1   |

### 1. BÖLÜM

#### SUKUK'UN TANIMI, TARİHÇESİ VE UYGULAMA ALANLARI

|  |   |
|--|---|
| 1.1. Sukuk'un Tanımı.....                          | 2 |
| 1.2. Sukuk Tarihçesi.....                          | 3 |
| 1.3. Sukuk'un Uygulama Alanları.....               | 4 |
| 1.3.1.Sukuk ve Bono/Tahvil Arasındaki Farklar..... | 4 |
| 1.3.2.Sukuk Faydaları ve Özellikleri.....          | 5 |
| 1.3.3.Sukuk Fonlarının Kullanım Alanları.....      | 5 |
| 1.3.3.1.Proje Endeksli Sukuk.....                  | 5 |
| 1.3.3.2.Varlık Endeksli Sukuk.....                 | 6 |
| 1.3.3.3. Bilanço Endeksli Sukuk.....               | 6 |

### 2.BÖLÜM

#### SUKUK ÇEŞİTLERİ, İŞLEM ADIMLARI VE ÖRNEK UYGULAMALAR

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 2.1.Sukuk Çeşitleri.....   | 7  |
| 2.1.1.Mudaraba Sukuku..... | 7  |
| 2.1.2.Muşaraka Sukuku..... | 10 |
| 2.1.3.İcara Sukuk.....     | 12 |
| 2.1.4.Murabaha Sukuk.....  | 14 |
| 2.1.5.Salam Sukuk.....     | 15 |
| 2.1.6.İstisna Sukuk.....   | 16 |
| 2.1.7.Melez Sukuku.....    | 17 |

### 3.BÖLÜM

#### MALEZYA'DAKİ SUKUK SİSTEMİ

|   |    |
|---|----|
| 3.1.Malezya'da ki Sukuk Hacmi.....                                      | 19 |
| 3.2.Malezya'da ki Sukuk Tipleri.....                                    | 23 |
| 3.3.Malezya'da İslami Finans Sistemi ve Sukuk'un Kilometre Taşları..... | 23 |

## ÖZET

Katılım Bankaları Dünya'da faizsiz finans araçlarıyla faize duyarlı insanların birikimlerini değerlendirmeye çalışmaktadır. Henüz beklentilerin altında piyasa derinliği olsa da alternatif enstrümanlarla zamanla yapısını güçlendirecektir. Sukuk Ortadoğu da ortaya çıktıktan sonra Dünya'da ve özellikle Malezya'da çok yayılmıştır. Her geçen gün Sukuk'a artan ilgi onun faizsiz finans sisteminin içinde önemli yer bulmasını sağlamıştır. Bir çeşit menkul kıymetleştirme yöntemi olan Sukuk 'un en önemli farkı faizsiz olmasıdır. Çalışmamızın ilk bölümünde sukuk ayrıntılı bir şekilde tanımlanmış, tarihçesi ve uygulama alanlarından geniş bir şekilde bahsedilmiştir. İkinci bölümde ise konu derinlemesine irdelenmiş çeşitleri, işlem adımları ve mevcut uygulama alanlarından bahsedilmiştir. Son bölümde ise sukukun ilk uygulandığı ve benimsendiği yer olan Malezya örneği incelenmiştir.

## GİRİŞ

Sukuk genel olarak islami ilkelere uygun faizsiz tahvil/bono olarak tanımlanmaktadır. En basit biçimiyle sukuk bir varlığa sahip olmayı veya ondan yararlanma hakkını göstermektedir. Sukukta nakit akışı hakkı yanında mülkiyet hakkı da vardır. Bu, sukuku geleneksel bonolardan ayıştırmaktadır. Geleneksel bonolar faiz taşıyan menkul kıymetlerden oluşurken, sukuklar temel olarak varlık yatırım sertifikalarıdır. Sukuk önceleri alışveriş ve diğer ticari faaliyetlerden kaynaklanan finansal yükümlülükleri gösteren bir kağıt olarak orta çağda daha çok Müslümanlarca kullanılmış olup, günümüzde ise geçmişte kullanılanlardan farklıdır.

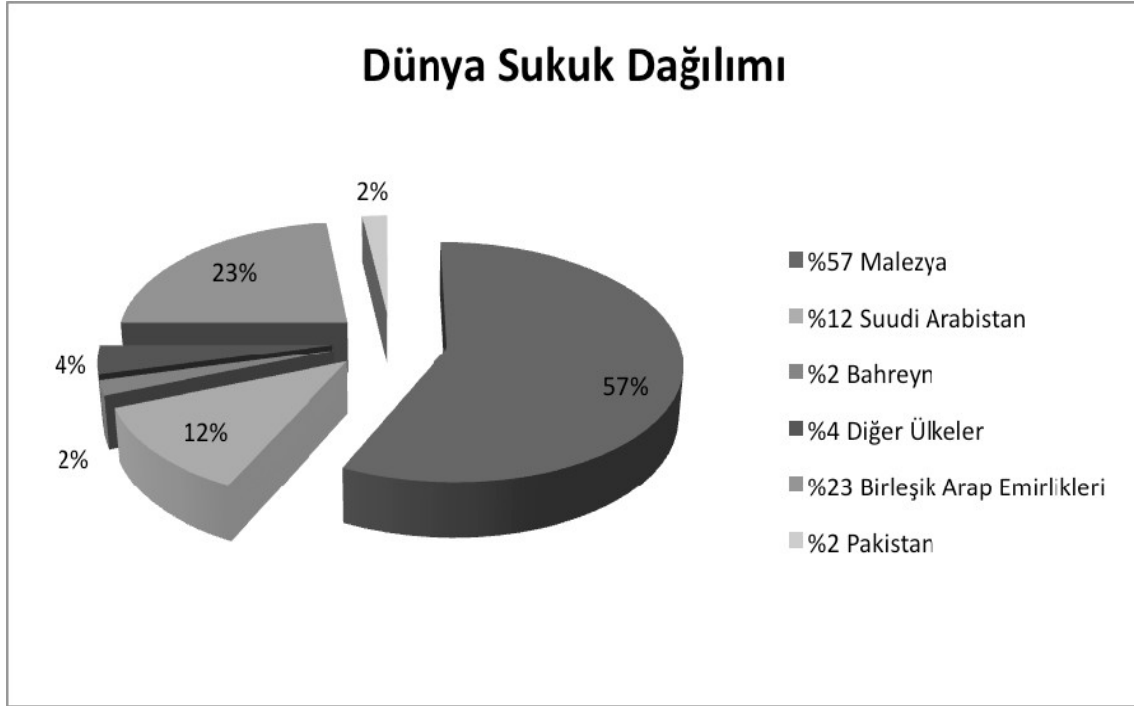
Sukuk, ilgili varlığın değeriyle orantılı oluşturulan sertifikalar aracılığıyla varlığın mülkiyetinin geniş yatırımcı kitlesine transfer edildiği bir süreç olan menkul kıymetleştirme işlemine benzemektedir. Bonolar, ihraç edenin belirli tarihlerde faiz ve anaparayı bono alıcısına ödemesini sözleşme ile yükümlülük haline getiren borç yükümlülüğü sözleşmesiyken, sukukta, sukuk alıcısı ilgili varlıkta tam tasarruf hakkı kazanmakta, sukuk alıcısına sukuk varlıklarının satılmasından oluşacak hasılatın yanı sıra sukuk varlıklarından elde edilen gelirlerden de pay alma hakkı verilmektedir. Sukukun diğer bir özelliği de sertifikanın alıcısına borcu göstermesidir. Finansman ve ticari işlemlerde kullanma şekillerine göre sukuklar çeşitlilik göstermektedir. En önemlileri icara, muşaraka, salam ve istisna sukukları olup, bu projede konunun dünya uygulamalarıyla ilgili ayrıntıları üzerinde durulmuştur. Dünyada sukuk olarak bilinen yatırım araçlarının bir benzeri Sermaye Piyasası Kurulu'nca (SPK/Kurul) 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPK) 22'nci maddesinin birinci fıkrasının (a) ve (b) bentlerine dayanılarak Seri:III, No:43 "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama şirketlerine ilişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" (III/43 Tebliği) ile düzenlenmiş ve III/43 Tebliği 01.04.2010 tarihli ve 27539 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

## BÖLÜM 1

### 1. SUKUK'UN TANIMI , TARİHÇESİ VE UYGULAMA ALANLARI

#### 1.1. Sukuk Tanımı

Sukuk; genel olarak İslami prensiplere uygun (faizsiz) tahvil olarak tanımlanmaktadır. En basit şekliyle sukuk bir varlığa sahip olmayı veya ondan yararlanma hakkını göstermektedir. Sukukta yer alan hak iddia sadece nakit akışı hakkı değil, aynı zamanda mülkiyet hakkıdır. Bu, sukuku geleneksel bonolardan farklılaştırmaktadır. Geleneksel bonolar faiz taşıyan menkul kıymetlerden oluşurken, sukuklar temel olarak varlık sepetinde sahiplik hakkından oluşan yatırım sertifikalarıdır.



**Şekil 1 :** Ülkeler Bazında Dünyadaki Sukuk dağılımı

**Kaynak:** IFIS, Sukuk in 2007,

Bono, ihraç edenin belirli tarihlerde faiz ve anaparayı bono alıcısına ödemesini sözleşme ile yükümlülük haline getiren borç yükümlülüğü sözleşmesidir. Buna karşılık sukukta, sukuk alıcısı ilgili varlıkta tam tasarruf hakkı kazanmaktadır. Sonuç olarak sukuk alıcısına sukuk varlıklarının satılmasından oluşacak hasılatın yanında sukuk varlıklarından elde edilen gelirlerden de pay alma hakkı verilmektedir. Sukukun ayırt edici diğer bir özelliği

de sertifikanın alıcısına borcu göstermesidir. Sukuk; proje, varlık ve bilanço endeksli olarak kullanılmaktadır.

## 1.2. Sukuk Tarihçesi

Varlıkların menkul kıymetleştirilmesi kapsamında geliştirilen yatırım araçları, ilk olarak Ortaçağda alış-veriş ve diğer ticari faaliyetlerden kaynaklanan finansal yükümlülükleri gösteren bir kağıt olarak ortaya çıkmıştır. Günümüzde, bu yapıdan farklılaşarak, ilgili varlığın değeri ile orantılı olarak oluşturulan sertifikalar aracılığıyla varlığın mülkiyetinin geniş yatırımcı kitlesine transferini sağlayan bir menkul kıymetleştirme mekanizması haline gelmiştir.

İlk İslami tahvil, Malezya hükümeti tarafından 1983 yılında ihraç edilmiştir. İslami bankaların varlık yönetimini kolaylaştırmak için bu tahviller, karz-ı hasen (faizsiz borç) usulüne göre ihraç edilmiştir. Ancak bu tahvillerin ikincil piyasada işlem görmesine izin verilmemiştir. Malezya'nın ardından Kuveyt Merkez Bankası, mudaraba türünde tahvil ihraç etmiştir.

"Sukuk" uygulamaları ise, ilk kez Malezya Hükümeti tarafından 2002 yılında gerçekleştirilmiştir. Başlangıçta 500 milyon USD olarak ihraç edilen Malezya sukuklarının % 51'i Körfez Ülkelerinde, % 30'u Asya'da, % 15'i Avrupa'da ve % 4'ü de ABD'de satılmıştır. Uygulanan yapı ise bir kamu kurumu olan Federal Malezya Arsa Ofisi elindeki arsaların kurulan bir SPV'ye (Kamu Varlıkları Şirketi'ne) satılarak, oradan Malezya Hazinesi'ne kiralanarak elde edilen kira gelirlerinin, SPV'ce ihraç edilen sukukların satıldığı kişilere gelir olarak aktarılmasını sağlayan bir yapı üzerine inşa edilmiştir.

Malezya Sermaye Piyasası Kurulu, sukuk ihracını sıkı kurallara bağlamıştır. Diğer tahvil ihraçlarından farklı olarak ekstra yükümlülükler getirmiştir. Örneğin Malezya'da sukuk ihraç etmek için, SC (Malezya Sermaye Piyasası Kurulu) tarafından tanınan ve ilan edilen kişilerden oluşan "Şer-i Tavsiye Komisyonu"ndan olur alınması gerekmektedir. Böylece ihracın dayandığı faaliyetin İslami esaslara uygun olduğu tescillenmiş olmaktadır. Öte yandan ihraçla ilgili bilgi ve belgeler ile ihraca ilişkin yapılması gereken açıklamalar liste halinde ilan edilmiştir. Tüm ihraçların SC tarafından tanınan derecelendirme kuruluşlarınca derecelendirmeye tabi tutulması gerekmektedir. Ayrıca tüm İslami finansal araçlar Malezya borsalarına kote olmamışlarsa, SC tarafından uygulanan Fully Automated System for

Issuing/Tendering ve Real Time Electronic Transfer of Funds and Securities sistemlerine tabi olmak zorundadırlar.<sup>1</sup>

İkincil piyasada işlem gören ilk sukuk ise, 2000 yılında Bahreyn'de görülmüştür. Müteakiben Malezya, diğer İslam ülkeleri ve Müslüman olmayan ülkelerde de ihraçlar devam etmiştir. Uluslararası İslami Finans Piyasası (International Islamic Financial Market-IIFM) verilerine göre, sukuk ihraçlarında genellikle özel sektör tahvilleri büyük bir paya sahiptir. 2007 yılında ihraç edilen sukuk hacminin % 81'i şirketler tarafından gerçekleştirilmiştir.

2000 yılında Bahreyn hükümetinin 336 milyon USD'lik ihracı ile başlayan sukuklar, 2007 yılı sonunda 89 milyar USD ihraç büyüklüğüne ulaşmıştır. Moody's' in Ocak 2008 tarihli araştırma raporu Ortadoğu, Afrika ve Asya Pasifik ülkelerindeki sukuk işlemlerinin çeşitlerini de göstermektedir. Buna göre muşaraka sukuk, toplam sukuk ihracının % 40' ını oluştururken, ardından icara ve mudaraba sukuk gelmiştir. Yine aynı ülkelerde 2007 yılında ihraç edilen 119 sukukun 88'i devletlere ait iken, 31 sukuk özel şirketler tarafından ihraç edilmiştir. Sukuk ihraç eden şirketlerin büyük bölümü (%31) İslami finans kurumları iken, bunları gayrimenkul ve kamu hizmeti veren kurumlar takip etmiştir.

Sadece İslam dünyasında değil, uluslararası piyasalarda da global bir yatırım aracı olarak kullanılmaya başlanan sukuk ihraçları, Lüksemburg Borsası'ndan sonra 20.7.2006 tarihinde ilk defa Londra Borsası'na da kote edilmiştir. Dow Jones Endeksi ve CitiGroup Mart 2006'da Dow Jones Citigroup Sukuk İndeks'ini hesaplamaya başlamış olup, İslam düzenlemeleri çerçevesinde ihraç edilen finansman sertifikası sukukların performansını ölçmek amacıyla kullanılmaktadır.<sup>2</sup>

### **1.3. Sukuk'un Uygulama Alanları**

#### **1.3.1. Sukuk ve Bono/Tahvil Arasındaki Farklar**

Bono, ihraç edenin belirli tarihlerde faiz ve anaparayı bono alıcısına ödemesini sözleşme ile yükümlülük haline getiren borç yükümlülüğü sözleşmesidir. Buna karşılık sukukta, sukuk alıcısı ilgili varlıkta tam tasarruf hakkı kazanmaktadır. Sonuç olarak sukuk alıcısına sukuk varlıklarının satılmasından oluşacak hâsılatın yanında sukuk varlıklarından

---

<sup>1</sup> Robert Gray, İsmail Arshad, **Regulating Islamic Capital Markets, Islamic Finance The Regulatory Challenge**, Simon ARCHER ve Rifaat Ahmed Abdel Karim (Ed.), John Wiley&Sons (Singapore), 2007, s. 283.

<sup>2</sup> Necla Küçükçolak, "Faizsiz Finansman Sertifikası Sukuk'un Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi", **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Haziran 2008, s.27.



elde edilen gelirlerden de pay alma hakkı verilmektedir. Sukukun ayırt edici diğer bir özelliği de sertifikanın alıcısına borcu göstermesidir.

### **1.3.2. Sukuk Faydaları ve Özellikleri**

a) Sukuk, orta-uzun vadeli sabit veya değişken getiri sağlayan faizsiz sermaye piyasası ürünüdür.

b) Uluslar arası derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirme ve derecelendirmelerinin yapılması yatırımcılar tarafından sukukun risk/getiri analizinin yapılmasında rehber olarak kullanılmaktadır.

c) Kolay ve etkin ödemesinin yapılmasıyla yatırım süresince düzenli gelir akışı sağlamaktadır.

d) Likit bir enstrümandır ve ikincil piyasada işlem görmektedir.

### **1.3.3. Sukuk Fonlarının Kullanım Alanları**

Henüz olgunlaşma aşamasında olmasına rağmen, gerek ihraç ediciler gerekse yatırımcılar tarafından her geçen gün daha fazla ilgi görmekte olan sukuk, özellikle orta ve uzun vadeli tasarruflar için alternatif bir yatırım aracı olarak geçerliliğini kabul ettirmiş durumdadır. Yapılan son düzenlemelerle vergi problemleri de halledildiği için, yurtdışına yönelik sukuk ihracatlarının daha da artması beklenmektedir. Katılım bankalarının daha çok ilgi gösterdiği sukuk ihraçları, diğer bankalar ve gerekli şartları yerine getirebilen şirketler tarafından da yapılabileceği düşünüldüğünde, Türkiye ekonomisi'nin orta ve uzun vadeli faizsiz finans temini açısından iyi bir kaynak teşkil edecektir.

İç piyasaya yönelik sukuk ihraçları içinse çalışmaların sürdürülmekte olduğu bilinmektedir. TL cinsinden ihracatların önünün açılması ve sukuka yatırım yapanların vadesi gelmeden yatırımlarını değerlendirebilmeleri için ikinci el piyasasının devreye girmesi yönünde yapılan çalışmaların bitirilmesi ile, iç piyasada da orta ve uzun vadeli faizsiz kaynak temini açısından yeni ve güçlü bir alternatif devreye alınmış olacaktır.<sup>3</sup>

#### **1.3.3.1. Proje Endeksli Sukuk**

Bu kategoride proje endeksli sukuk aracılığıyla fon sağlanmaktadır. Bu sukuk türüne Katar Hükümeti tarafından 2003 yılında Doha'daki Hamad Medikal Merkezi'nin inşaatı için

<sup>3</sup> Ayhan Keser, "Türkiye Ekonomisi İçin Yeni Bir Kaynak: Sukuk", **Albaraka Türk Katılım Bankası Bereket Dergisi**, Sayı 31, 2012, s.11

kaynak sağlanması amacıyla çıkartılan Katar Global Sukuku örnek verilebilir. Bu projenin gerçekleştirilmesi için özel proje ortak girişimi (SPV, Katar Global Sukuku) oluşturulmuştur. Bu amaçla Ekim 2010 vadeli 700 milyon USD değerinde Güvence Sertifikası ihraç edilmiştir. Sukukun yıllık değişken getiri oranı libor + 0.45 olarak belirlenmiştir.<sup>4</sup>

### **1.3.3.2. Varlık Endeksli Sukuk**

Bu sukukta, varlıkların kazanç hakkının yatırımcılara satılmasıyla fon sağlanmaktadır. Malezya Hükümeti icara sukuku sertifikasıyla 2002 yılında 600 milyon USD'lik ihraç gerçekleştirmiştir. Bu düzenlemeye göre, Malezya Hükümeti tarafından özel amaçlı girişime (SPV) satılan arazi parselinin kazanç hakkı yatırımcılara beş yıl için yeniden satılmıştır. SPV mülkiyet haklarını güvence altında tutarak ve yatırımcılara değişken oranlı sukuk ihraç etmiştir. Varlık Endeksli diğer bir sukuk örneği de Bahreyn havalimanının genişletilmesini fonlamak için ihraç edilen 250 milyon usd değerindeki beş yıllık icara sukukudur.

### **1.3.3.3. Bilanço Endeksli Sukuk**

Bu tür sukuka İslam Kalkınma Bankası tarafından 2003 Ağustosunda ihraç edilen sukuk örnek verilebilir. Banka, üye ülkelerin çeşitli projelerini finanse etmek için sukuk ihraç etmiştir. Banka, projenin kaynağını uluslararası sermaye piyasasına 400 milyon USD değerinde 2008 vadeli beş yıllık sukuk ihraç ederek sağlamıştır.

---

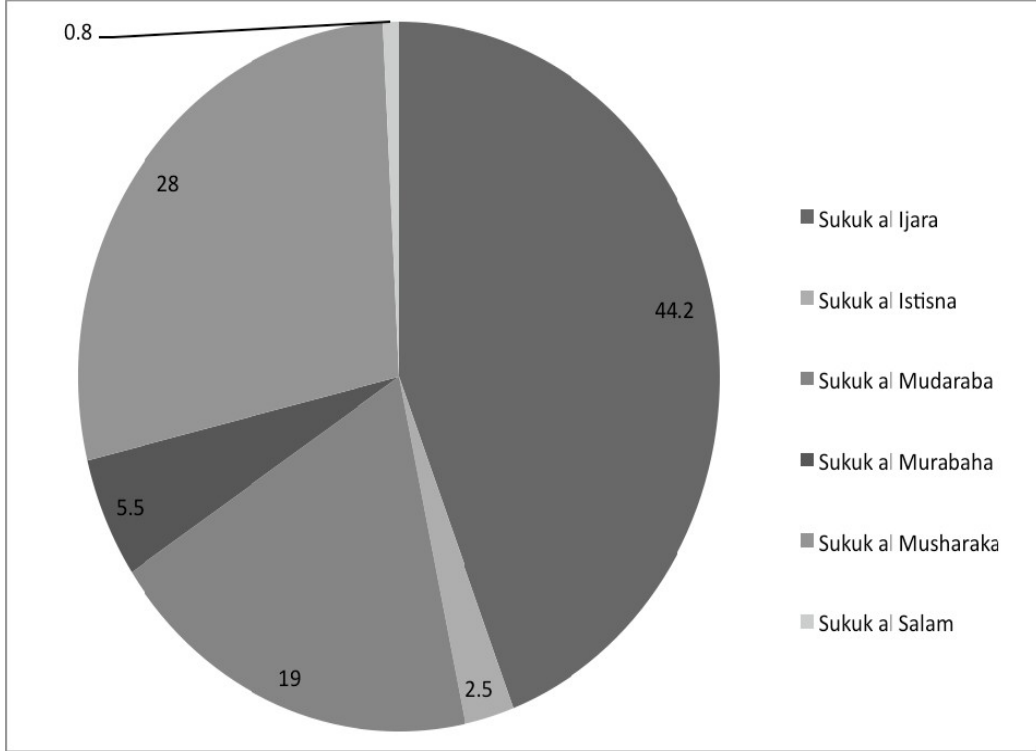
<sup>4</sup> Iraj Toutounchian, **Islamic Money and Banking: Integrating Money in Capital Theory**, Wiley, 2009, s.6.

## BÖLÜM 2

### 2. SUKUK ÇEŞİTLERİ, İŞLEM ADIMLARI VE ÖRNEK UYGULAMALAR

#### 2.1. Sukuk Çeşitleri

Finansman ve ticari işlemlerde kullanma şekillerine göre sukuklar çeşitlilik göstermektedir. En önemlileri icara, muşaraka, salam ve istisna sukuklarıdır.



**Sekil 2:** Sukuk Çeşitlerinin Dünya Genelindeki Dağılımı (Sukuk çeşitlerinin sıralaması büyüyen küçüğe doğru yapılmıştır)

**Kaynak:** Global investment house strategy, january 2008, (02.10.2010)

[http://www.menafn.com/updates/research\\_center/Regional/Special\\_Ed/gih0108.pdf](http://www.menafn.com/updates/research_center/Regional/Special_Ed/gih0108.pdf)

#### 2.1.1. Mudaraba Sukuku

Mudaraba hissesinde eşit değerde paylara sahipliği (mülkiyet) temsil eden, mülkiyetin tam olduğu, murabaha alıcılarının isminin kaydedildiği ve getirinin sahip olunan hisseye göre dağıtıldığı yatırım sukuklarıdır. Bu tür sukuk alıcıları (rabbul-mal) mal sahibidirler. Mudaraba sukuku büyük yatırım projelerinde geniş kitlelerin katılımını artırmak için kullanılır. Mudaraba sukukunun belirgin özellikleri şunlardır.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Margaret Cole, Mohammed Al-Sheikh, **The Growth of Sukuk in the Global Capital Markets**, AsiaLaw, 2004, s.144.

1. Mudaraba sukuku, ortak mülkiyeti ifade eder ve sukuk ihraç edene karşı özel projelerde sukuk alıcısına hisse hakkı verir.

2. Mudaraba sukuku sözleşmesi, ihraç ile ilgili sermayenin türü, getiri oranı ve diğer şartların şeri hükümlere uygunluğunu gösteren tüm bilgilerin yer aldığı ihracın tanıtımındaki resmi bildirimde dayanmaktadır.

3. Mudaraba sukuku alıcısına, sözleşmeyi (kontrat) kendi takdiriyle menkul kıymet piyasasında satarak mülkiyeti başkasına devretme hakkı verilmiştir.

Mudaraba sukukunun satışı aşağıda listelenen kurallara göre yapılmalıdır.

— Projenin operasyonundan önce Murabaha sermayesi, para şeklinde ise Mudaraba sukukunun alım-satımı işlemi para ile para değişimi gibidir. Bu durumda kıymetli maden alım/satım (bay al sarf) kuralları uygulanmaktadır.

— Murabaha sermayesi borç şeklinde ise İslamiyet'in borç hukuku kurallarına uyması gerekir.

— Murabaha sermayesi nakit, mal, emlak, alacak ve kardan oluşan sepet şeklinde ise işlem karşılıklı anlaşmaya dayalı piyasa fiyatına göre yapılmalıdır.

4. Sukuk alıcılarından fon toplayan SPV/idareci kendi fonunu da yatırım yapar. Mudarib olarak kardaki payına ilave olarak SPV katkıda bulunduğu kendi sermayesi oranına göre getiri elde eder.

5. Tanıtım broşürü veya Mudaraba sukuku, ihraç eden veya fonun yöneticisi tarafından sermaye, sabit getiri veya sermaye oranına göre getiri için herhangi bir garanti içermemektedir. Aynı şekilde;

— Tanıtım broşürü veya onun devam olarak ihraç edilen Mudaraba sukuku, sukuk alıcısına belirli bir miktarda ödeme yapılmasını öngörmeyebilir.

—İslami kurallar uygulanarak gelir paylaşılabilir.

—Projenin kar ve zararı yayımlanmalı ve sukuk alıcılarına dağıtılmalıdır.

6. Gelirden kesinti yapılarak sermaye kaybı gibi beklenmedik durumlar için rezerv oluşturulabilir.

7. Tanıtım broşürü, mudaraba sözleşmesinden bağımsız olmak şartıyla yasal veya inansal herhangi bir getiri olmadan projedeki zararı karşılamak amacıyla üçüncü kişilerin belir bir miktar hibe vaadini içerebilir.<sup>6</sup> Üyelik için belirlenmiş zamanın bitiminde, sukuk alıcısı kendi rızasıyla menkul kıymet piyasasında işlem yaparak (satarak) mülkiyet hakkını başkasına transfer edebilir.

### **İşlem Adımları:**

— Mudarib, proje sahibiyle projenin görevlendirmesi/ inşası için anlaşmaya varır.

— Mudarib, fon sağlamak için sukuk ihraç eder.

— Mudarib, proje faaliyetinden gelen nihai sermaye hasılatı ve düzenli getiri ödemesi alır.

— Mudarib, tamamlanınca projeyi sahibine teslim eder.

Mudaraba Sukuku Uygulaması: Shamil Bank (Bahreyn), Suudi Arabistan’da faaliyet gösteren bir gayrimenkul şirketiyle arazi geliştirme projesi (Al Ehsa Special Realty Mudarabası) ile 360 milyon Suudi Riyali değerinde yatırım sermayesi temin etmiştir. Mudarabanın amacı yatırımcılara arazi finansmanına katılımlarından dolayı getiri sağlamaktır.

### **Örnek Uygulama:**

XXX A.Ş. firması bir alışveriş merkezi inşası için 20 milyon dolarlık bir sözleşme imzalamıştır. Firmanın tahmini proje maliyeti 15 milyon dolardır. Firma, projeyi finanse etmek için nominal değeri 1 dolar tutarında 15 milyon adet mudaraba sukuku ihraç etmiştir. Firma eğer projeyi zamanında bitiremezse geciktiği her ay için 1 milyon dolar eksik tahsil edecektir. Projeden elde edilen gelir firma (mudarib) ve yatırımcılar (sertifika sahipleri) arasında eşit olarak paylaşılacaktır. Firmanın projeyi zamanında bitirdiği varsayılırsa

---

<sup>6</sup> Sukuk, “İslami Finansman Bonosu”, [www.riskcenter.com.tr/kredirisk/kredifiles/TS/sukuk.pdf](http://www.riskcenter.com.tr/kredirisk/kredifiles/TS/sukuk.pdf) (19.12.2008).

yatırımcılar 2,5 milyon dolar kazanacaktır. Eğer firma projeyi 5 ay gecikmeli tamamlarsa yatırımcı ancak koyduğu sermayeyi alabilecektir. Mudaribin emeği ise boşa gidecektir. Eğer firma projeyi 10 ay gecikmeli tamamlarsa yatırımcı 5 milyon dolar zararı arasında paylaşacaktır. İhraççıya rücu etme şansı yoktur.

Mudaraba sukuk sahipleri ellerindeki sertifikaları dilerlerse başkasına devredebilirler. Verdiğimiz örnekten devam edecek olursak, eğer sukuk sahibi projenin zamanında tamamlanamayacağını öngörürse elindeki sertifikayı anlamlı bir fiyata başkasına satabilir.

Mudaraba tahvilde kar payı garantisi verilemez. Mudaraba tahvil sahipleri, faiz kazanamadıkları için, bu tahviller sabit getiri sağlamamaları açısından hisse senetlerine benzemekte, projelerin karlılığı ile yakından ilişkili olduklarından, kalkınma finansmanı süreçlerinde faydalı olabilmektedir.<sup>7</sup>

### 2.1.2. Muşaraka Sukuku

Muşaraka varlığının mülkiyetini temsil eden yatırım sukuklarıdır. Sukuk ihraç edenlerin yatırım kararlarında referans gösterilen sukuk alıcılarından oluşan komite oluşturmaları durumunda sukuku elinde bulunduranlar ve sukuku ihraç edenler arasındaki ilişkinin organizasyonu hariç mudaraba sukukundan farkı yoktur. Muşaraka Sukuku, ortaklık sözleşmesine dayalı mevcut bir işin finansmanını geliştirmek veya yeni bir projeyi tesis etmek için kullanılır. Sertifikayı elinde bulunduranlar hisseleri oranında projenin veya faaliyetin sahibi olurlar. Bu Muşaraka sertifikaları ciro edilebilir enstrüman olarak işlem görür ve ikincil piyasalarda alınıp satılabilirler.<sup>8</sup> Yeni bir projenin kurulması, varolan bir projenin geliştirilmesi veya herhangi bir ortaklık sözleşmesini temel alan bir faaliyetin finansmanı için eşit değerde ihraç edilmiş sertifikalardır. Yatırım acentesi, mudaraba veya katılım esasına dayalı muşaraka sertifikalarıyla sertifika sahipleri hisseleri oranında projenin veya faaliyetin sahibi olurlar.

<sup>7</sup> Ahmet Tok, "Sukuk-u İcra Örneği Çerçevesinde Katılım Bankaları ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri", Active Finans Dergisi, Nisan-Mayıs-Haziran Sayısı 2008, s. 10

<sup>8</sup> Kym Brown, M. Kabir Hassan, Michael Skully, "Operational Efficiency and Performance of Islamic Banks", **Handbook of Islamic Banking**, M. Kabir Hassan, Lewis Mervyn (ed), Edward Elgar Publishing, 2007, ss. 85-110.

### **İşlem Adımları:**

Sabit bir dönem ve anlaşılan kar paylaşımı için SPV ve şirket muşaraka anlaşması yaparlar. Şirket periyodik olarak SPV'nin muşaraka hisselerini satın almayı garanti eder.

— Şirket (Muşarık olarak) Muşarakaya konu olan toprağa veya diğer fiziksel aktiflere katkıda bulunur

— SPV (Muşarık olarak) nakit (muşarakaya yatırım yapanlardan elde edilen ihraç geliri vb.) katkıda bulunur.

— Muşaraka, muşarakaya eklenen ilave nakitlerle toprağı veya fiziksel değerleri geliştirmesi için ve geliştirilen değerleri Muşaraka namına satın/kiralaması için bir şirketi yetkili acente atar.

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

— Karlar sukuk hissedarlarına dağıtılır.

— Şirket, yarıyıl esasına göre SPV'nin muşaraka hisselerini önceden anlaşılan fiyat üzerinden satın almayı vazgeçilmez şekilde garanti eder ve sabitlenmiş dönem sonunda SPV'nin muşarakada hiçbir hissesi kalmaz.

— Muşaraka Sukuku Uygulamalarına baktığımızda, Emirates Airline'nın 550 milyon USD değerindeki 7 yıllık sukuku, Muşaraka ile yapılmıştır. Muşaraka veya ortak girişim Dubai Havaalanının yanında bulunan ve daha sonra Emirates'e kiralanacak yeni genel müdürlük binasının ve mühendislik merkezinin yapımı için kurulmuştur. Muşarakadan gelen kira geliri şeklinde olan kar, güvence sertifikasındaki periyodik ödemeyi yapmak için kullanılacaktır. Sitara Kimyasal Sanayileri Ltd, Haziran 2002'de 360 milyon Riyal değerinde kar-zarar paylaşımına dayalı dönemsel finans sertifikalarını (TFC's) ihraç etmiştir. TFC's beş yıl için sabitlenmiş olup kar/zarar paylaşımı şirketin Kimya bölümünün kar/zararına endekslenmiştir.

Kuveyt Finans Kurumu (KFH) Likidite Yönetim Merkezi (LMC) ve Al Muthanna Yatırım Şirketi (MIC), yetkilendirilmiş ana düzenleyiciler olarak Kheiran Pearl City

projesinin parçası olan Lagon City rezidans ve ticari emlak projesini desteklemek için 125 milyon US\$ Lagoon City Muşaraka sukuku ihraç etmiştir.

### **Örnek Uygulama:**

Mudaraba için verilen örnekten yola çıkarsak, eğer XXX A.Ş. 15 milyon dolarlık maliyet için 10 milyon dolarlık sukuk ihraç edip, kalan 5 milyon dolarlık kısmını kendi özkaynaklarından karşılırsa yapılan işlem muşaraka sözleşmesi olarak değerlendirilecektir. Bu durumda sertifika sahibi yatırımcılar da yönetimde söz hakkı elde edebileceklerdir. Zarar oluşması durumunda ise tüm yatırımcılar sermaye oranında zarara katlanır.<sup>9</sup>

### **2.1.3. İcara Sukuk**

Bu sukuk türü sahibine kiradaki bir gayrimenkuldeki eşit ortaklığın sahipliğini veya gayrimenkulün intifa hakkını sunar. İcara sukuku sahiplerine gayrimenkulün mülkiyet hakkını, kirasını almayı ve sukuku kiracının haklarını etkilemeyecek şekilde elden çıkarma mesela alım-satımını yapma hakkını tanır. İcara sukuku sahipleri söz konusu gayrimenkulün bakım maliyetlerini üstlenmektedirler. İcara sukuk, bir kira kontratı ile bağlanmış tanımlı, mevcut ve bilinen varlıkların mülkiyet hakkını sahiplerine sunar ve kira bedeli sukuk sahibine ödenir. İcara kiralari kiracının intifa hakkını kullanma dönemi ile ilişkili olmayabilir. Tarafların ortak kararı ile kiralamanın öncesinde, kiralanmış durumda iken veya kiraladıktan sonra yapılabilir. Bu esneklik çeşitli türlerde kontratların geliştirilmesini ve sukukun çeşitli amaçlar için kullanılmasını sağlamaktadır.<sup>10</sup>

### **İcara sukukun özellikleri:**

— Bir icara kontratı yapılırken söz konusu varlığın kiralanabilir olduğu ve kira miktarının ne kadar olduğunu tarafların açıkça biliyor olması gerekmektedir. Eğer her ikisi de biliniyorsa henüz inşa edilmekte olan varlık veya gayrimenkuller de kontratta açıkça tanımlanmak kaydıyla kiraya verenin normal şekilde elde edeceği, inşa edeceği veya alacağı varlığın kiraya verilmesini sağlayarak sukuka konu olabilir. Kiraya veren, kiracının varlıktan yararlanma hakkını engellemeyecek şekilde varlığı satabilir. Varlığın yeni sahibi kirayı alma hakkını da elde edecektir.

<sup>9</sup> Ahmet Tok, **a.g.m.**, s. 11

<sup>10</sup> Monzer Kafh, **The Use of Icara Bonds for Bridging the Budget Gap**, Islamic Development Bank, Seminar Proceedings Number 39, 1997, s.29.



— Kira tutarı kiralamanın ilk döneminde açıkça ve sonraki dönemler için yenilerek belirlenebilir. Kira sabit bir oranda artabilirken, bilinen bir değişkene bağlı olarak artabilir veya azalabilir.

— İslami kaidelere göre, varlığın temel yapısıyla ilgili ödemeler ve maliyetler varlığın sahibinin sorumluluğundadır. Kullanımı ile ilgili oluşan bakım giderleri ise kiracının yükümlülüğündedir.

— İcara sukukunun ihraç sürecinde varlığı satın alan ve yatırımcılara sukuku dağıtan bir SPV vardır. SPV varlığı ödemeyi yaparak satın alır ve daha sonra varlık üçüncü tarafa kullanım için kiraya verilebilir. Kiracı SPV'ye periyodik olarak kirayı öder ve SPV sukuk sahiplerine kira bedelini dağıtır.

— İcara sukuk ciro edilebilir ve ikincil piyasada alım satımı yapılabilir.

— İcara sukuk ihraç edenlere yönetim ve pazarlama açısından yüksek derecede esneklik sağlar. Merkezi hükümetler, belediyeler özel ve kamu sektöründe faaliyet gösteren varlık sahipleri bu sukuk türünü ihraç edebilmektedirler. Buna ek olarak finansal aracı kuruluşlar veya doğrudan varlık sahipleri de ihracı gerçekleştirebilirler.<sup>11</sup>

### **İşlem adımları:**

— Yükümlü söz konusu varlığı önceden anlaşılmış olan fiyattan SPV'ye satar.

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

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

— SPV yükümlüden periyodik olarak kirayı alır.

— Kira tutarı yatırımcılara (sukuk sahiplerine) dağıtılır.

---

<sup>11</sup> Syed Ali Salman, **Introduction to Ijara Sukuk: Current Structures and Future Prospects**, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, 2005, s.21.

— Vadede veya parçalanma durumunda, SPV önceden belirlenmiş bir fiyattan varlığı yükümlüye geri satar. Bu tutar icara sukukun şartlarındaki tüm borçlara eşit olmalıdır.<sup>12</sup>

### **Örnek Uygulama:**

NNN A.Ş. yeni kurduğu fabrikaya yüksek teknolojiye sahip makineler almak istemektedir. Ancak makinelerin maliyeti çok yüksektir. Şirket bir İslami bankaya giderek bankanın makineleri satın almasını ister. Banka makineleri satın almak için sukuk ihraç eder. Elde ettiği gelirle makineleri satın alıp şirkete kiralar. Sertifika sahipleri de faiz yerine şirketin ödediği kira bedelinden gelir elde eder. Banka ise ihraç tutarı ile makinelerin maliyeti arasındaki fark kadar komisyon geliri elde eder.<sup>13</sup>

#### **2.1.4. Murabaha Sukuk**

Bu sukuk türünde sertifika ihraç eden taraf Emtia Murabahası satıcısı, murabaha alan emtianın alıcısı ve fon da emtianın satın alma maliyetidir. Sertifika sahipleri murabaha emtiasına sahip olurlar ve emtianın tekrar satışında nihai satış fiyatı hakkına sahiptirler. Murabaha temelli sukukun hukuki olarak geçerli olması için sadece birincil piyasada işlem görmesi gerekir. Sukukun ciro edilmesi veya ikincil piyasada işlem görmesine İslam hukuku tarafından izin verilmemiştir. Çünkü sertifikalar, emtia alıcısının sertifika sahiplerine borcunu temsil etmektedir ve borcun vadeli olarak alınıp satılması faizle sonuçlanacağından izin verilmemiştir. Borç enstrümanı olmasına rağmen büyük bölümü muşaraka veya icara sukuku gibi ciro edilebilir enstrümanlardan oluşan ve bir portföyün küçük bir parçasını oluşturursa murabaha sukuku ciro edilebilir. Murabaha sukuku, anlaşılan fiyattan borcun satışına (bai-al-dayn) izin verilen Malezya'da daha yaygındır.

### **İşlem adımları:**

- SPV ve borçlu arasında ana sözleşme imzalanır.
- SPV yatırımcılara sukuk ihraç eder ve sukuk getirisi alır.
- SPV emtia satıcısından spotta emtia satın alır.

<sup>12</sup> Yavuz Akbulak, Erkan Özgüç, “Alternatif Finansman Yöntemi Olarak İslami Finansal Araçlar ve Türkiye’de Uygulanabilirliği Üzerine Düşünceler”, **Aktive Finans Dergisi**, Kasım – Aralık, 2004, s.80.

<sup>13</sup> Ahmet Tok, **a.g.m.**, s. 12

— SPV emtiayı kar marjını ekleyerek spot fiyattan anlaşılan zaman diliminde taksitli ödenmek üzere borçluya satar.

— Borçlu emtiayı spotta emtia alıcısına satar.

— Yatırımcılar nihai satış bedeli ve getiri elde ederler.<sup>14</sup>

Murabaha Sukuku Uygulaması: Bahreyn menşeli yatırım firması olan Arcapita Bank Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG, Standard Bank Plc ve WestLB AG, London Branch (yetkili ana düzenleyiciler olarak birlikte) beş yıllık çokdövizli (usd, eur ve gbp) murabaha sukuku ihraç etmişlerdir. Sukukun vadesi beş yılda olup önerilen fiyat üç aylık libor+175 pipstir.

### **2.1.5. Salam Sukuk**

Salam Sukuk, Salam sermayesi toplamak için eş değerli olarak ihraç edilen belgelerdir. Toplanan bu sermaye ile ihraç olan belgeleri alanlar Salam bazlı satılan malların mülkiyetini almış olur. Belgeleri ihraç eden bu malların satıcısıdır. Üyeler ise malların alıcılarıdır. Ödenecek üyelik ücretleri malların satınalma fiyatıdır. Salam belgelerini ihraç edenler mal sahipleridir ve bu mal sahipleri Salam bazlı malları ihraç edilen Salam Sukuk belgeleri ile satmaya yetkilidirler.

Salam-bazlı menkuller bir SPV aracılığıyla çıkartılıp satılabilir. Böylece yatırımcılardan alınan fonlar belli bir malın ileri ki bir tarihte teslim alınacağı sözleşmesi ile SPV şirketine ödenir. SPV ayrıca sözleşmede belirtmiş olduğu miktardaki malı teslim etme zamanında daha yüksek bir fiyattan pazarlaması için bir acente ile anlaşabilir. Alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki fark SPV nin ve ayrıca Sukuk alıcılarının karıdır. Salam için geçerli olan tüm şer-i gereklilikler Salam Sukuk için de geçerlidir.

Alicının ödemeyi tam olarak yapması, salam bazlı malın standart bir yapıya sahip olması, malın miktarının, kalitesinin, teslim tarih ve yerinin açıkça belirlenmiş olması bu gerekliliklere örnek olarak gösterilebilir. Salam ve aynı zamanda Salam Sukuk ile ilgili Şer-i şartlardan biri de alınan malın vade zamanı gelmeden ikinci bir satışının yapılamamasıdır. Çünkü bu tür işlemler borç satışı olarak değerlendirilir ve Salam likit olmayan ve

<sup>14</sup> Ali Tarıqı, "What is sukuk?", [http://islamicbanking.worldmuslimmedia.com/what-is-sukuk/\(19.12.2009\)](http://islamicbanking.worldmuslimmedia.com/what-is-sukuk/(19.12.2009)).

yatırımcılara cazip gelmeyen bir enstrüman halini alır. Oysa yatırımcı Salam belgesini Salam bazlı menkulün vade zamanı geldiğinde fiyatının daha yüksek olacağını düşünüyorsa alacaktır.

### **İşlem Adımları:**

— SPV bir yükümlü ile hem malları hem de alıcıları bulmak için anlaşma imzalar. Yükümlü, Sukuk alıcıları adına malları almayı ve sonrasında yine Sukuk sahipleri adına kar etmek için malları satmayı taahhüt eder.

— Salam belgeleri yatırımcılara verilir ve SPV Sukuk getirilerini alır.

— Salam getirileri ileri ki bir tarihte malları satacak olan yükümlüye verir.

— SPV yükümlü den malları alır.

— Yükümlü Sukuk sahipleri adına malları kâr için satar.

— Sukuk sahipleri malların satış getirilerini alır.

Salam Sukuk Uygulaması, Bahreyn Hükümeti Salam Sözleşmesinde, Salam Sukuk'un baz varlığı alüminyum olarak belirlenmiştir. Sözleşmede, alıcıya peşin ödeme yapması karşılığında belirlenmiş ileri ki bir tarihte alüminyum satılacağı taahhüt edilir. Bahreyn İslam Bankası (BIB) Salam Sözleşmesine katılmak isteyen diğer bankaları temsil etmek üzere görevlendirilmiştir. BIB sözleşmeleri ve gerekli dökümanları diğer bankalar adına imzalamaya yetkili kılınmıştır. Aynı zamanda alıcı Salam bazlı malı dağıtım kanalları ile pazarlaması için Bahreyn Hükümetini acente olarak görevlendirir. Bahreyn Hükümeti BIB'nın Salam sahiplerine diğer geleneksel kısa vadeli para piyasası enstrümanlarının getirisine eşit getiri getirecek şekilde kazanç olmasını sağlayacak bir fiyattan alüminyumu pazarlamasını sağlar

### **2.1.6. İstisna Sukuk**

İstisna sukuku, sertifika sahibinin sahip olduğu ürünleri imal için gerekli fonların sağlanması amacıyla ihraç edilen ve eşit değer taşıyan sertifikalardır. Üyelikten elde edilen fonlar ürünün maliyetiyken, sertifikaları ihraç edenler üreticiler (satıcı/tedarikçi) ve üyeler ise planlanan ürünün alıcılarıdır. Sertifika alıcıları ürüne sahip olurlar ve sertifikanın satış

bedeline veya paralel istisnayla satılan ürünün satış bedeline hak kazanmaktadırlar. İstisna sukuku büyük altyapı projelerini finanse etmekte kullanışlıdır. Alt yükleniciyle paralel istisna sözleşmesi yapması için istisnadaki yükleniciye izin vermesinden dolayı İstisna finansal aracılığa uygundur. Bu nedenle bir finansal kuruluş kâr amaçlı bir inşaat işlemini yüklenilebilir ve alt yüklenici sözleşmesiyle inşa işlemini uzmanlaşmış bir firmaya devredebilir.<sup>15</sup> İslam hukuku bu borç senetlerinin ön (ilk) değerinden farklı herhangi bir fiyattan üçüncü bir kişiye satılmasını yasaklamıştır. Bu nedenle bu tür sertifikalar ikincil piyasa işlem görememektedir.

### **İşlem Adımları:**

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

İstisna Sukuk Uygulaması: Milli Merkezi Soğutma Merkezi (Birleşik Arap Emirlikleri) adına Tabreed'in beş yıllık global şirket sukuku %5.50 sabit kupon ödemesi sağlamıştır. İcara istisna ve İcara mawsufah fi al dhimmah'den (forwad leasing sözleşmesi) oluşmaktadır. Değeri 136 milyon USD olan, mevcut borcu azaltmak ve finansal büyümeyi sağlamak için gerekli fonun bulunması amacıyla ihraç edilmiştir. Durrat Sukuku, Durrat Al Bahrain olarak bilinen Bahreyn Krallığının en büyük rezidans projesinin bir milyar usd'lik rezidans ve alışveriş merkezinin ilk aşamasının altyapı çalışmalarını finanse etmek için ihraç edilmiştir. Sukuk üçer aylık dönemlerde libor+ 125 baz puan getiriye sahiptir, beş yıl için çıkarılmıştır ve erken ayrılma opsiyonu vardır.

### **2.1.7. Melez Sukuku**

Sukuk ihracı ve alım-satımının önemli bir yatırım aracı oluşu ve yatırımcıların farklı taleplerinin göz önünde bulundurulması nedeniyle; daha kapsamlı bir sukuk olan "hibrid ya

<sup>15</sup> Türkiye Finans Katılım Bankası, Günlük Bülten, "Sukuk", www.turkiyefinans.com.tr 2007/05.

da karma sukuk” piyasada işlem görmeye başlamıştır. Hibrid sukukta ilgili varlık havuzu İstisna, Murabaha ve İcara’dan oluşmaktadır. Farklı niteliklerdeki enstrümanlardan oluşan bir varlık havuzuna sahip olmak, fonların daha yüksek hareket kabiliyetine imkan sağlamaktadır. Her ne kadar murabaha ve istisna sözleşmeleri menkul kıymete dayalı enstrümanlar gibi ikincil piyasalarda satılamasa da, bir hibrid sukukta varlık havuzunun en az %51’i İcara Sukuk gibi piyasada alım satımı yapılabilen sukukdan oluşmalıdır.<sup>16</sup> Murabaha ve istinanın havuzun birer parçası olmasından ötürü bu belgelerin getirisi sadece önceden belirlenmiş sabit bir oranda olabilir.

### **İşlem Adımları:**

- İslami finans koordinatörü maddi varlıkları ve murabaha işlerini SPV’ye transfer eder.
- SPV, sukuk sahiplerine katılım sertifikası yayımlar ve fonları toplar. Bu fonlar İslami finans koordinatörü tarafından kullanılır.
- İslami finans koordinatörü SPV’den bu varlıkları anlaşılmış bir zaman periyodu üzerinden satın alır.
- Yatırımcılar bu varlıklar üzerinden sabit bir getiri elde ederler.

İlk “Melez Sukuk” uygulaması, İslami Kalkınma Bankası tarafından ihraç edilmiş olup ve içeriği %68 İcara sukuk, % 30.73 murabaha ve %3.4 istisna sukuk şeklindedir. Piyasa sürülen bu sukuğa uluslararası pazarlanabilirlik sağlamak için IDB tarafından garantörlük verilmiştir. Jersey, kanal adalarında faaliyet gösteren bir anonim şirket olan Solidarity Trust Services tarafından 400 milyon \$’lık sukuk ihraç edilmiştir. Özel sektörün gelişimi için İslami İşbirliği Örgütü; bu varlıkların konsolide net aktif değer üzerinden IDB’den alınıp Solidarity Trust Services’a satılması şeklinde aracı rol oynamıştır.

---

<sup>16</sup> Fitchratings, “Fitch’s Approach to Rating Sukuk”, Criteria Report, 5.3.2007, s.8.

## BÖLÜM 3

### 3. MALEZYA'DAKİ SUKUK SİSTEMİ

Sukuk ihracının ilk olarak Malezya hükümeti tarafından yapılmasından dolayı, sukuk açısından bu ekonominin incelenmesi gerekmektedir. Malezya; İslami finans sisteminin gelişiminde öncülük eden ülkelerden biri olmuştur. Ülkede bu sistemin ilerlemesinde devlet desteği ön plana çıkmaktadır. İslami Finans Malezya'da 30 yıldır varlığını sürdürüyor. 1983 yılında İslami bankacılık kanunu, 1984'de Takaful (İslami sigortacılık) kanunu çıkartılarak gerekli hukuki altyapı hazırlanmıştır.<sup>17</sup>

Dünyadaki ilk İslami bankalardan olan Malezya İslam Bankası, 1983 yılında kurulmuştur. Yine dünyadaki ilk İslami yatırım fonu 1993 yılında Malezya'da oluşturulmuş, bir yıl sonra da sadece İslami hisse senetlerinin alım satımını yapan ilk aracı kurum kurulmuştur. İlk devlet sukuku (2002) yine Malezya'da ihraç edilmiştir.

#### 3.1. Malezya'daki Sukuk Hacmi

2009 yılında yayınlanan bir rapora göre, dünyadaki toplam sukuk ihracının %79'u Malezya'da yapıldığı belirtilmektedir.<sup>18</sup> 2007 yılında Malezya'da 28.1 milyon USD'lik sukuk ihracı gerçekleşirken Körfez Bölgesinde ise toplam 19 milyon USD'lik ihraç gerçekleşmiştir. Bu durum 2004 ocak – 2007 Temmuz arasında dünyada yapılan toplam sukuk ihracının % 75'inin Malezya da olmasını desteklemektedir. Bu aynı zamanda Malezya'daki sukuk ihracının ülkedeki tahvil ihracının yaklaşık yarısına karşılık geldiği fikrini de desteklemektedir. Aşağıdaki şekil 3. de bunu göstermektedir.<sup>19</sup>

2000 yılından itibaren Malezya'nın Uluslararası İslami Finans Merkezi olması yönünde çalışmalara başlanmış, yabancı katılımcıların piyasaya girmesi için çeşitli düzenlemelere gidilmiştir. Labuan Uluslararası Finansal Borsası bu amaca uygun olarak

<sup>17</sup> <http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=14&pg=17&ac=16&full=1>

<sup>18</sup> [http://www.khaleejtimes.ae/biz/inside.asp?xfile=/data/business/2010/August/business\\_August352.xml&section=business](http://www.khaleejtimes.ae/biz/inside.asp?xfile=/data/business/2010/August/business_August352.xml&section=business)

<sup>19</sup> Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss, Laurent Weill, **Are Sukuk Really Special? Evidence from the Malaysian Stock Exchange**, "http://www.em-strasbourg.eu/docs/iw/papers/Godlewski-Turkariss-Weill.pdf" (Mart 2010), s.2.

İslami finans alanında da faaliyetlerine devam etmektedir. 2009 Kasım sonu itibariyle Borsaya kote borçlanma araçlarının %34'ü İslami prensiplere uygun olarak ihraç edilmiştir.<sup>20</sup>

2008 sonu itibariyle Malezya Borsasında işlem gören şirketlerin %87'sinin Şeriat Danışma Konseyi tarafından şeriat prensiplerine uygun olduğu onaylanmışken, bu şirketler Malezya Borsasının toplam piyasa değerinin %64'ünü oluşturmuştur.

Malezya'da İslami tahvil sukuk ihracı 2007'de 37 milyar \$'a çıkmıştır. Bu dönemdeki dünyadaki toplam sukuk stoğunun %61'i Malezya'dadır. Küresel finans krizinin etkisiyle 2008 yılında bu faaliyetler de kısıtlı kalmış, 2008'de 12 milyar \$'lık yeni sukuk ihracı gerçekleşmiştir.<sup>21</sup>

İlk İslami tahvil, Malezya Hükümeti tarafından 1983 yılında ihraç edilmiştir. İslami bankaların varlık yönetimini kolaylaştırmak için bu bonolar, (faizsiz borç) usulüne göre ihraç edilmiştir.<sup>22</sup>

İslami Finans Bilgi Hizmetleri'nin (IFIS) 2010 ilk yarı sukuk raporuna göre, 2010 yılının ilk yarısında 20,41 milyar USD değerinde 350 adet Sukuk sözleşmesi ihraç olmuştur. Bu ihraçların en fazlası 15,45 milyar USD'lik 313 adet ihraç ile Malezya tarafından gerçekleştirilmiştir. Malezya'nın en yakın takipçisi olan Endonezya 1,75 milyar USD değerinde 16 adet sözleşme ihraç etmiştir.<sup>23</sup> Şekil 4'de bu görülmektedir.

---

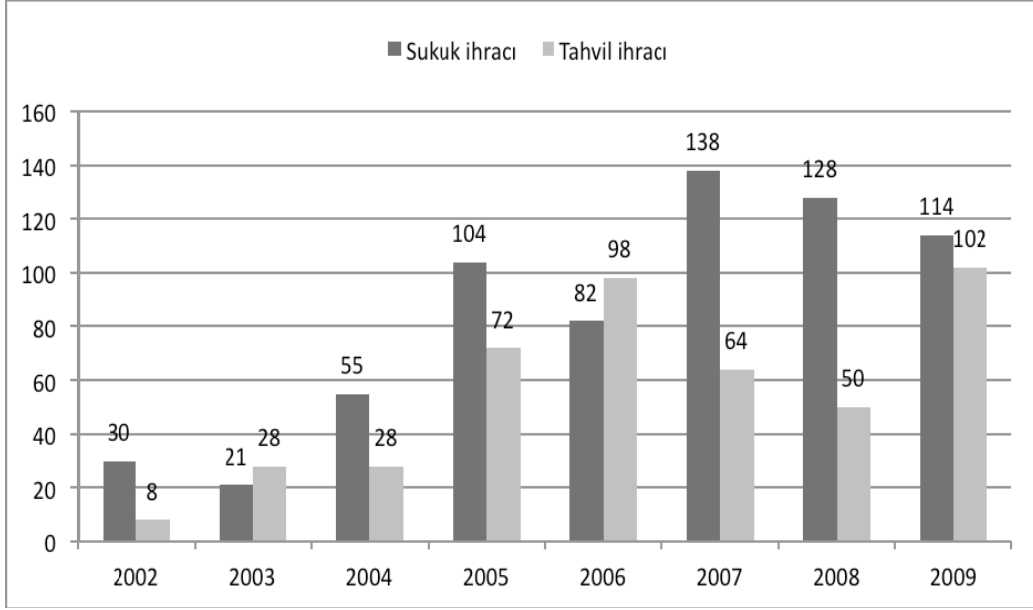
<sup>20</sup> Gökben Altaş, "Malezya Sermaye Piyasası", **Sermaye Piyasasında Gündem**, TSPAKB, Sayı 89 Ocak 2010, s.34.

<sup>21</sup> Hijazi Faisal, Global Sukuk Issuance: 2008 Slowdown Mainly Due to Credit Crisis, But Some Impact from Shari'ah Compliance Issues  
[http://www.institutfrancaisdefinanceislamique.fr/docs/docs/doc\\_id57.pdf](http://www.institutfrancaisdefinanceislamique.fr/docs/docs/doc_id57.pdf) (13.12.2010).

<sup>22</sup> Gökben Altaş, "İslami Finans Sistemi", **Sermaye Piyasasında Gündem**, TSPAKB, sayı: 69, Mayıs 2009 s.19.

<sup>23</sup> <http://www.securities.com/ifis>

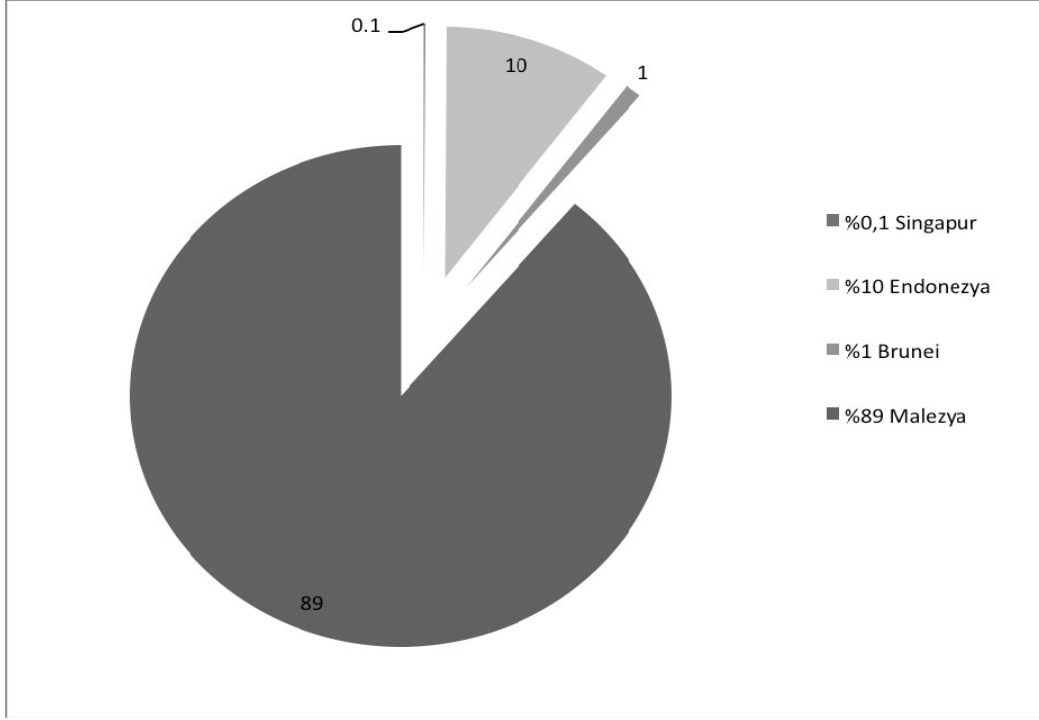




**Şekil 3:** Malezya’da Konvansiyonel (standart) Tahviller ile Sukuk ihracı

**Kaynak:** <http://www.em-strasbourg.eu/docs/iw/papers/Godlewski-Turkariss-Weill.pdf>

Mart 2010 s.2

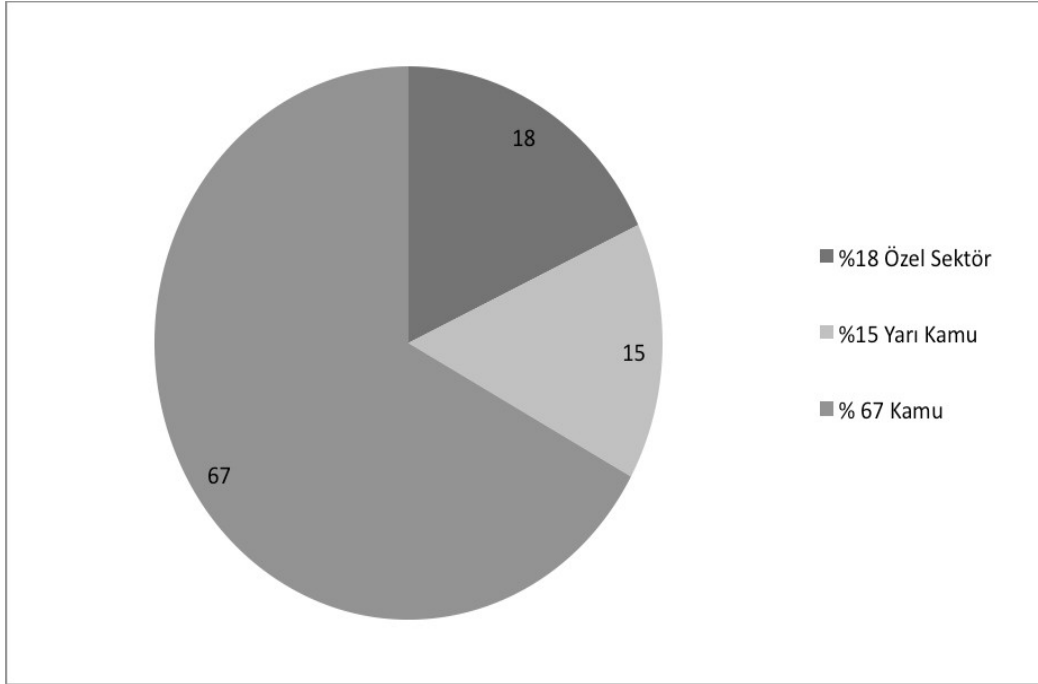


**Şekil 4:** Güney Doğu Asya Sukuk ihraci

**Kaynak:**IFIS (Islamic Finance Information Service), <http://www.securities.com/ifis>

Şekil 4.'de görüldüğü gibi 2010 yılında ihraç edilen Güneydoğu Asya'da ihraç edilen Sukuk kontratlarının % 89'u Malezya'da ihraç edilmektedir. Aynı şekilde şekil 5'de görüldüğü üzere Malezya'da ihraç edilen sukuk kontratlarının ihraççılara göre sınıflandırıldığında en büyük ihraççı %67 ile kamu kesimidir. Geri kalan % 33'lük kesimin % 15'ni yarı kamu niteliğindeki kurumlar. Diğer kalan % 18'lik kısmını ise özel sektör oluşturmaktadır.

### 3.2. Malezya'daki Sukuk Tipleri



**Şekil 5:** Malezya Sukuk tipleri

**Kaynak:**IFIS (Islamic Finance Information Service), <http://www.securities.com/ifis>

Sukuk gibi İslami finansal enstrümanların geliştirilmesi yasal bir çerçeveye oturtularak. Malezya hükümetleri tarafından bir devlet politikası olarak günümüzde devam etmektedir. Bir finansal inovasyon olarak görülebilecek bu durum, global farklılaşma adına ülkemiz ekonomisi tarafından farklılaşma adına referans alınabilecek bir uygulamadır.

### 3.3. Malezya'da İslami Finans Sistemi ve Sukuk'un Kilometre Taşları

— Malezya'da ilk İslami bankanın kurulmasına yol açan İslami Bankacılık Kanunu, 1983

— Malezya'da ilk Takafül şirketinin kurulmasına yol açan Takafül Kanunu, 1984

— 1993'te İslami Bankalararası Para Piyasası kuruldu. Sonrasında İslami varlıklar için ayrı kayıt tutmayı taahhüt eden bankaların talep ettiği İslami bankacılık pencerelerinin oluşturulması

— 1990 yılında ilk sukuk ihracı

— 1997 yılında, İslami fonların gelişmesini mahmuzlayan ilk şer’i uyumlu hisse senetleri listesinin oluşturulması

— 1996 yılında, spesifik İslami sermaye piyasası ürünleri tertip etme, İslami talimatlar ve İslami sermaye ürünleri için merkezi bir onay otoritesi olarak Menkul Kıymetler Komisyonu’na bağlı Şer’i Danışma Kurulu tesis edildi.

## KAYNAKÇA

Ayhan Keser, “Türkiye Ekonomisi İçin Yeni Bir Kaynak: Sukuk”, **Albaraka Türk Katılım Bankası Bereket Dergisi**, Sayı 31, 2012

Ahmet Tok, “Sukuk-u İcara Örneği Çerçevesinde Katılım Bankaları ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri”, **Active Finans Dergisi**, Nisan-Mayıs-Haziran Sayısı 2008

Ali Tarıqı, “What is sukuk?”, <http://islamicbanking.worldmuslimmedia.com/what-is-ukuk/> (19.12.2009).

Gökben Altaş, “İslami Finans Sistemi”, **Sermaye Piyasasında Gündem**, TSPAKB, sayı: 69, Mayıs

Gökben Altaş, “Malezya Sermaye Piyasası”, **Sermaye Piyasasında Gündem**, TSPAKB, Sayı 89 Ocak 2010

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

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

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

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

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

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