

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

MALİYE ANABİLİM DALI

DOKTORA PROGRAMI

TÜRKİYE'DE KAMU FİNANSMANINDA İSLAMİ FİNANS ALTERNATİFİ: SUKUK

DOKTORA TEZİ

Mehmet ELA

ARALIK - 2017

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

MALİYE ANABİLİM DALI

DOKTORA PROGRAMI

TÜRKİYE'DE KAMU FİNANSMANINDA İSLAMİ FİNANS ALTERNATİFİ: SUKUK

DOKTORA TEZİ

Mehmet ELA

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Ahmet ULUSOY

ARALIK - 2017

TRABZON

ONAY

Mehmet ELA tarafından hazırlanan “Türkiye’de Kamu Finansmanında İslami Finans Alternatifi: Sukuk” adlı bu çalışma 23/01/2018 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği/oyçokluğu ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından Maliye Anabilim dalında **doktora tezi** olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyesi		Karar		İmza
Unvanı- Adı ve Soyadı	Görevi	Kabul	Ret	
Prof. Dr. Ahmet ULUSOY	Başkan	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Prof. Dr. Tekin AKDEMİR	Üye	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Prof. Dr. Birol KARAKURT	Üye	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Doç. Dr. Haşim AKÇA	Üye	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Doç. Dr. Bünyamin ER	Üye	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım.

Prof. Dr. Yusuf SÜRMEŒ
Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca KTÜ - Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kılavuzu'na uygun olarak hazırlanan bu Çalışmada yararlanılan kaynakların tümüne eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul edeceğimi beyan ederim.

Mehmet ELA
21/12/2017

ÖNSÖZ

Günümüzde gerek finansal ve gerekse de ekonomik istikrar ve gelişim birbirinin ayrılmaz parçası ve birbirini destekleyen unsurlar haline gelmiştir. Ekonomik ve finansal amaçlara ulaşabilmek adına ihraç edilen devlet sukukları ise son zamanlarda ülkelerin yeni gözde borçlanma aracı haline gelmiştir. Bu çalışma Türkiye’de devlet sukuklarının getirdiği avantajları ve sukukun geleneksel piyasaya alternatif olabilme potansiyelini ortaya koymaktadır.

Tez çalışmamın başlangıç ve olgunlaşma süresince gerçek anlamda etkili ve yapıcı eleştiri ve yönlendirmeleri ile çalışmamın tez haline gelmesine destek olan çok değerli hocam Prof. Dr. Ahmet ULUSOY’a çok şey borçluyum. Gerek İslami ve gerekse de araştırmaya şayan bir alanı bulmam konusundaki yardımları ile gerçekten kısıtlı kaynaklarla olsa bile çalışmamın tez haline gelmesinde ve sukuk konusunu çalışmamda etkili oldu.

Tezin düzeltme süreci ise gerek ekonomi-maliye ve gerekse de İslami ilimlerde yetkin birini gerektiriyordu. Bu açıdan değerli hocam Doç. Dr. Haşim AKÇA’ya teşekkürlerimi sunarım. Tezin Türkçe anlam ve imlasına destek olduğu için de Arş. Gör. Halenur SOYSAL KURT’un emekleri inkar edilemez. Kendisine teşekkür ediyorum.

En önemli nokta tezin olgunlaşma ve yazım aşamasıdır şüphesiz. Bu noktada günlerce okulda olmamdan dolayı beni görmeyen eşim ve çocuğumun vaktinden çaldığım gerçeği su götürmezdir. Bu nedenle eşim Senem ve oğlum Teoman’a da bana destek oldukları için şükran borçluyum. Gerçekten durumu iyi idare ettiklerini belirtmek isterim.

Son olarak beni yetiştiren aileme, tez sürecinde maddi ve manevi anlamda yanımda olan kardeşim İmirze ELA’ya ve destekleri ile kafamı toparlamama yardımcı olan çok değerli arkadaşlarıma, can dostlarıma teşekkür ederim. Var olsunlar.

Aralık, 2017

Mehmet ELA

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	IV
ÖZET.....	XI
ABSTRACT.....	XII
TABLolar LİSTESİ.....	XIII
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	XV
GRAFİKLER LİSTESİ.....	XVI
KISALTMALAR LİSTESİ.....	XVII
GİRİŞ.....	1-2

BİRİNCİ BÖLÜM

1. İSLAMİ FİNANS KAVRAMI VE KAPSAMI.....	3-72
1.1. Genel Olarak İslami Finans.....	3
1.2. İslami Finansın Tanımı.....	4
1.3. İslami Finansın Tarihsel Gelişimi.....	7
1.3.1. 650-750 Dönemi.....	7
1.3.2. 750-1900 Dönemi.....	8
1.3.3. 1900-2000 Dönemi.....	8
1.3.4. 2000'den Günümüze.....	12
1.4. İslami Finansın Temel Prensipleri.....	12
1.4.1. Risk, Kâr/Zarar Paylaşımı İlkesi.....	13
1.4.2. Faiz (Riba) Yasağı.....	14
1.4.2.1. Kavram Tartışmaları.....	14
1.4.2.2. Faizin Özellikleri ve Diğer Ekonomik Getirilerden Farkları.....	16
1.4.2.3. Faizin (Ribanın) Çeşitleri.....	18
1.4.2.3.1. Riba'nın Nesie (Borç Faizi, Veresiye Faizi).....	18
1.4.2.3.2. Riba'ın Fadl (Alışveriş Faizi, Fazlalık Faizi).....	19
1.4.2.4. Faiz Yasağının Kaynakları.....	20
1.4.2.4.1. Kur'an-ı Kerim.....	20
1.4.2.4.2. Hadis.....	22
1.4.3. Garar (Belirsizlik) Yasağı.....	23
1.4.3.1. Gararın Tanımı.....	23

1.4.3.2. Gararın Türleri	24
1.4.3.3. Gararın Özellikleri	25
1.4.3.4. Garar Yasağının Kaynakları	26
1.4.4. Kumar ve Şans Oyunları (Meysir) Yasağı	27
1.4.4.1. Kumar ve Şans Oyunları (Meysir) Yasağının Kaynakları	27
1.4.5. Helal Olmayan Mal ve Hizmetler Yasağı	28
1.5. İslami Finansman Yöntemleri	28
1.5.1. İcara (Kiralama)	29
1.5.1.1. İcaranın Tanımı	29
1.5.1.2. İcaranın Çeşitleri	29
1.5.1.3. İcaranın İşleyişi	30
1.5.1.4. İcaranın Özellikleri	31
1.5.2. Mudaraba	34
1.5.2.1. Mudarabanın Tanımı	34
1.5.2.2. Mudarabanın Çeşitleri	34
1.5.2.3. Mudarabanın İşleyişi	35
1.5.2.4. Mudarabanın Özellikleri	36
1.5.3. Muşaraka	39
1.5.3.1. Muşarakanın Tanımı	39
1.5.3.2. Muşarakanın Çeşitleri	40
1.5.3.3. Muşarakanın İşleyişi	40
1.5.3.4. Muşarakanın Özellikleri	41
1.5.4. Murabaha	43
1.5.4.1. Murabahanın Tanımı	43
1.5.4.2. Murabahanın Çeşitleri	44
1.5.4.3. Murabahanın İşleyişi	44
1.5.4.4. Murabahanın Özellikleri	45
1.5.5. İstisna	47
1.5.5.1. İstisnanın Tanımı	47
1.5.5.2. İstisnanın Çeşitleri	48
1.5.5.3. İstisnanın İşleyişi	49
1.5.5.4. İstisnanın Özellikleri	50
1.5.6. Selemin	52
1.5.6.1. Selemin Tanımı	52
1.5.6.2. Selemin İşleyişi	52
1.5.6.3. Paralel Selemin	53
1.5.6.4. Selemin Özellikleri	53
1.5.7. Vekalet (Vakala)	55

1.5.7.1. Vekaletin Tanımı	55
1.5.7.2. Vekaletin İşleyişi	55
1.5.7.3. Vekaletin Özellikleri.....	55
1.6. İslami Finans Endüstrisi.....	57
1.6.1. İslami Bankacılık	59
1.6.2. Tekafül (İslami Sigorta).....	62
1.6.3. İslami Sermaye Piyasaları.....	66
1.6.3.1. İslami Hisse Senetleri	67
1.6.3.2. İslami Yatırım Fonları	67
1.6.3.3. Sukuk	70

İKİNCİ BÖLÜM

2. İSLAMİ FİNANS ARACI OLARAK SUKUK.....	73-127
2.1. Sukukun Tanımı	73
2.2. Sukukun Tarihi	74
2.3. Sukukun Özellikleri	76
2.4. Sukuk ve Geleneksel Tahvil Arasındaki Farklar.....	78
2.5. Sukukun Tarafları.....	78
2.5.1. Sukukun Asli Tarafları.....	79
2.5.2. Sukukun Feri Tarafları	80
2.6. Sukuk İhracının Amacı	80
2.7. Sukuk Çeşitleri	81
2.7.1. İcra Sukuk	83
2.7.1.1. İcra Sukukun Aşamaları.....	84
2.7.1.2. İcra Sukukun Temel Özellikleri.....	86
2.7.2. Muşaraka Sukuk.....	87
2.7.2.1. Muşaraka Sukukun Aşamaları	89
2.7.2.2. Muşaraka Sukukun Temel Özellikleri	90
2.7.3. Mudaraba Sukuk	91
2.7.3.1. Mudaraba Sukukun Aşamaları.....	92
2.7.3.2. Mudaraba Sukukun Temel Özellikleri.....	93
2.7.4. Murabaha Sukuk	94
2.7.4.1. Murabaha Sukukun Aşamaları.....	95
2.7.4.2. Murabaha Sukukun Temel Özellikleri.....	96
2.7.5. İstisna Sukuk	97
2.7.5.1. İstisna Sukukun Aşamaları	97
2.7.5.2. İstisna Sukukun Temel Özellikleri	99
2.7.6. Selem Sukuk	99

2.7.6.1. Selem Sukukun Aşamaları.....	100
2.7.6.2. Selem Sukukun Temel Özellikleri.....	101
2.7.7. Vekalet (Vakala) Sukuk.....	102
2.7.7.1. Vekalet Sukukun Aşamaları	102
2.7.7.2. Vekalet Sukukun Temel Özellikleri	103
2.8. Sukukun Problemleri.....	104
2.8.1. Sukuk Piyasasının Başlıca Problemleri.....	105
2.8.1.1. Standardizasyon Eksikliği	105
2.8.1.1.1. Standardizasyon Eksikliğinin Nedenleri	105
2.8.1.2. Zayıf İkincil Piyasa.....	106
2.8.1.3. Yasal Problemler	107
2.8.1.3.1. Hüküm İfade Eden (Hâkim) Kanun Belirsizliği.....	108
2.8.1.3.2. Sukuka İlişkin Düzenlemelerde Yetersizlikler	108
2.8.1.3.2.1. Yasal Düzenlemelerde Yetersizlik.....	108
2.8.1.3.2.1.1. İflas Kanunu'na İlişkin Yetersiz Düzenlemeler.....	109
2.8.1.3.2.1.2. SPV'nin İşleyişine İlişkin Yetersiz Düzenlemeler.....	109
2.8.1.3.2.1.3. Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Yetersiz Düzenlemeler	110
2.8.1.3.2.2. Vergisel Düzenlemelerde Yetersizlik	110
2.8.1.4. Sınırlı Tanınırlık	111
2.8.1.5. Karmaşıklık.....	111
2.8.1.6. Şeffaflığın Olmaması.....	112
2.8.1.7. Şeriat Kurulu Eksikliği	113
2.8.1.8. Yüksek İhraç Maliyetleri	114
2.8.2. Sukukun İşleyişinden Kaynaklanan Problemler	114
2.8.2.1. Temerrüt Halinde Geç Ödeme Cezası	115
2.8.2.2. Kâr Payı Garantisi ve Yöneticiye Ücret Verilmesi.....	115
2.8.2.3. Varlıkları Satın Alma Taahhüdü.....	116
2.9. Dünyada ve Türkiye'de Devlet Sukuku İhraçları.....	117
2.9.1. Global Devlet Sukuku İhraçları	118
2.9.1.1. Global Devlet Sukuku İhraçlarının Seyri.....	118
2.9.1.2. Global Devlet Sukuku İhraçlarının Ülkelere Göre Dağılımı	120
2.9.1.3. Global Devlet Sukuku İhraçlarının Para Birimine Göre Dağılımı.....	121
2.9.1.4. Global Devlet Sukuku İhraçlarının Sukuk Çeşidine Göre Dağılımı.....	123
2.9.2. Türkiye'de Devlet Sukuku İhraçları	124
2.9.2.1. Türkiye'de Devlet Sukuku İhraçlarına Yönelik Yasal Düzenlemeler	125

2.9.2.2. Türkiye’de Devlet Sukuku İhraçlarının Seyri.....	125
2.9.2.3. Türkiye’de Devlet Sukuku Giderleri (Kira Ödemeleri).....	127

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE’DE KAMU FİNANSMANI, BORÇ YÖNETİMİ VE SUKUKUN KAMU

FİNANSMANINDA ALTERNATİF OLMA POTANSİYELİ 128-184

3.1. Kamu Finansmanında Başvurulan Kaynaklar.....	129
3.1.1. Kamu Gelirleri	129
3.1.1.1. Vergi Gelirleri.....	129
3.1.1.2. Vergi Dışı Normal Gelirler	133
3.1.1.3. Faktör Gelirleri	135
3.1.1.4. Fonlar	136
3.1.2. Merkez Bankası Kaynakları.....	137
3.1.3. Borçlanma	138
3.1.3.1. İç Borçlanma.....	139
3.1.3.1.1. Tanımı ve Kapsamı	139
3.1.3.1.2. İç Borç Göstergelerinde Gelişmeler	140
3.1.3.1.2.1. İç Borç Stoku	140
3.1.3.1.2.2. İç Borç Stokunun Döviz ve Faiz Yapısı.....	142
3.1.3.1.2.3. İç Borçlanmanın Faiz Oranı ve Vade Yapısı	143
3.1.3.1.2.4. İç Borçların Alıcılara Göre Dağılımı	145
3.1.3.1.2.5. İç Borç Servisi ve İç Borç Çevirme Oranı	146
3.1.3.2. Dış Borçlanma	148
3.1.3.2.1. Tanımı ve Kapsamı	148
3.1.3.2.2. Dış Borç Göstergeleri.....	149
3.1.3.2.2.1. Dış Borç Stoku.....	149
3.1.3.2.2.2. Net Dış Borçlanma.....	151
3.1.3.2.2.3. Dış Borç Stokunun Vade Yapısı	152
3.1.3.2.2.4. Dış Borçlanmanın Faiz ve Vade Yapısı.....	153
3.1.3.2.2.5. Dış Borç Stokunun Alacaklı Dağılımı	154
3.1.3.2.2.6. Dış Borç Servisi	155
3.2. Devlet Borçlanma Senetleri	157
3.2.1. Global Olarak Devlet Borçlanma Senetleri.....	157
3.2.2. Türkiye’de Devlet Borçlanma Senetleri	158
3.3. Kamu Borç Yönetimi	161
3.3.1. Tanımı ve Kapsamı	161
3.3.2. Amaçları.....	162
3.3.2.1. Devletin Borçlanma İhtiyacının Karşlanması.....	162

3.3.2.2. Finansal Piyasalara Girişin Sürekliliğinin Sağlanması	163
3.3.2.3. Borçlanma Maliyetlerinin Minimize Edilmesi	163
3.3.2.4. Borçlanma Araçlarında Çeşitlilik Sağlanması	164
3.3.2.5. Vade Yapısında Denge Sağlanması	165
3.3.2.6. Tasarruf Güdüsünün Arttırılması	165
3.3.2.7. Krizlerin Önlenmesi	166
3.3.2.8. Ekonomik İstikrarın Sağlanması	166
3.4. Kamu Borçlanmasında Yaşanan Sorunlar ve Türkiye İçin Değerlendirmeler	167
3.4.1. Kamu Borçlarında Artış	167
3.4.2. Faiz Oranları ve Ödemelerinde Artış	168
3.4.3. Dışlama Etkisi	169
3.5. Global Olarak Kamu Borç Yönetimi Amaçları ve Borçlanma Problemleri Açısından Sukukun Kamu Finansmanında Alternatif Olma Potansiyeli	170
3.5.1. Maliyet Minimizasyonunda Başarısız Olması	170
3.5.2. Fon Kaynaklarının ve Yatırımcı Tabanının Çeşitlendirilmesi	171
3.5.3. Finansal İstikrara Katkısı	173
3.5.4. Altyapı Yatırımları İçin Uygun Olması	174
3.5.5. İslami Bankaların Gelişimini Sağlaması	174
3.5.6. Yurtiçi Tasarrufları Arttırması	176
3.6. Türkiye’de Kamu Borç Yönetimi Amaçları ve Borçlanma Problemleri Açısından Sukukun Kamu Finansmanında Alternatif Olma Potansiyeli	176
3.6.1. Maliyet Minimizasyonunda Başarısız Olması	176
3.6.2. Yatırımcı Tabanının ve Borçlanma Araçlarının Çeşitlendirilmesi	178
3.6.3. Ekonomik Büyümeye Katkı Sağlaması ve Yurtiçi Tasarrufların Arttırılması	179
3.6.4. Finansal İstikrara Katkı Sağlaması	181
3.6.5. Altyapı Yatırımları İçin Uygun Olması	181
3.6.6. Katılım Bankalarının Gelişimine Katkı Sağlaması	183
SONUÇ VE ÖNERİLER	185
YARARLANILAN KAYNAKLAR	190
ÖZGEÇMİŞ	213

ÖZET

İslami finans piyasası son yıllarda önemli bir gelişim hızı göstermiştir. İslami finansın bu gelişim hızını yakalamasında son dönemlerin ilgi çeken enstrümanı olan sukukun payı oldukça fazladır. Nitekim sukuk, 2001 yılından itibaren tüm dünyada önemli bir atılım göstermiştir. Öyle ki sukuk 2014 yılında 120 milyar doları aşan ihrac tutarlarına ulaşmıştır.

Sukukun son yıllarda hızla büyümesinin ardında hiç şüphesiz devlet sukuklarının payı oldukça fazladır. Nitekim, özellikle 2009 yılının ardından sukuk piyasasına devlet sukukları hakim olmaya başlamıştır.

Global olarak artan devlet sukuku ihraçlarına paralel olarak Türkiye, devlet sukuku ihracına 2012 yılında başlamış ve 2016 yılında yaklaşık 9 milyar dolarlık sukuk ihracı ile dünya piyasasında öne çıkmıştır.

Devlet sukukları, kamu borç yönetimi açısından devletlere birçok avantajlar sağlamaktadır. Ancak devlet sukuklarının kamu borç yönetiminde kullanılabilmesi için daha düşük maliyetli olması gerekmektedir. Sukuk ihrac maliyetlerinde ve getirilerinde yaşanacak bir azalma ise ancak sukuk problemlerinin çözümü ile gerçekleşebilecektir.

Vatikan'ın İslami finansla kulak verin çağrısından ve Birleşik Krallık'ın sukuk merkezi olmak için çabasından esinlenerek Türkiye'de devlet sukukunun alternatif bir fon olarak sağlayacağı faydalara ve Türkiye'nin bu yönde ele alabileceği önlemlere değinen bu çalışmanın amacı Türkiye'ye devlet sukukunun alternatif bir fon kaynağı olarak sağlayacağı avantajlar ve Türkiye'nin atması gereken adımları incelemektir.

Anahtar Kelimeler: İslami Finans, Sukuk, Devlet Sukuku, Türkiye.

ABSTRACT

The Islamic finance market has shown a significant pace of development in recent years. The contribution of sukuk, which is an interesting instrument of recent periods, in catching the pace of development of Islamic finance, is quite high. As a matter of fact, sukuk has made an important breakthrough all over the world since 2001. So much so that in 2014, sukuk reached issuance amounts exceeding 120 billion dollars.

There is no doubt that the underlying cause of this rapid sukuk growth is sovereign sukuk issuances. Indeed, sovereign sukuk dominated sukuk market especially after 2009.

In parallel with the increase in the sovereign sukuk issuances, Turkey started sukuk issuances in 2012 and issued sovereign sukuk amounted 9 billion dollar in 2016.

Sovereign sukuk provide many advantages to the governments in terms of public debt management. However, sovereign sukuk need to be low-cost to be used in public debt management. A reduction in the sukuk yields and issuance costs can only be achieved by solving the sukuk problems.

The purpose of this research, which is inspired by the call of Vatican to pay attention to Islamic finance and effort of United Kingdom to be a sukuk center, is examining advantages of sukuk as an alternative fund source and the steps must be taken by Turkey.

Keywords: Islamic Finance, Sukuk, Sovereign Sukuk, Turkey.

TABLolar LİSTESİ

Tablo Nr.	Tablo Adı	Sayfa Nr.
1	Fazlalık Faizi (Ribe'l Fadl)'ni Ortaya Çıkaran ve Çıkarmayan Alışverişler	20
2	İslami Finansal Hizmetlerin Gelişim Evreleri	59
3	Geleneksel Bankalar ile İslami Bankalar Arasındaki Temel Farklar	60
4	Tekaful ve Geleneksel Sigortanın Farklılıkları	64
5	Tekafulun Sektörlere Göre Dağılımı (2015)	65
6	Tekaful Katkılarının (Primlerinin) Bölgelere Göre Gelişimi	66
7	Sukuk ve Geleneksel Tahvil Arasındaki Farklar	78
8	Sukukun Aşamaları	82
9	Global Devlet Sukuku İhraçlarının Ülkelere Göre Dağılımı (2001-Ekim 2016)	120
10	Hazine Müsteşarlığı Tarafından İhraç Edilen Sukuklar	126
11	Vergi Gelirlerinin GSYH'ya Oranı (%)	132
12	Vergi Dışı Normal Gelirler Toplamı ve GSYH'ya Oranı	134
13	Faktör Gelirleri Toplamı ve GSYH'ya Oranı	135
14	Fon Gelirleri Toplamı ve GSYH'ya Oranı	136
15	Toplam İç Borç Stoku, İç Borç Stoku Artış Oranı ve İç Borç Stoku/GSYH Oranı (2000-2016)	141
16	İç Borç Stokunun (Merkezi Yönetim) Döviz ve Faiz Yapısı (%)	143
17	İç Borçlanmanın Faiz Oranı ve Vade Yapısı	144
18	İç Borçların Alıcılara Göre Dağılımı	145
19	İç Borç Servisi (Bin TL), İç Borç Servisi/GSYH Oranı (%) ve İç Borç Çevirme Oranı (%)	147
20	Toplam Kamu Dış Borç Stoku (Milyon ABD Doları), Dış Borç Stoku Artışı (%) ve Borç Stoku/GSYH Oranı (%)	150
21	Kısa ve Uzun Vadeli Kamu Dış Borç Stoku (Milyon ABD Doları) ve Kısa Vadeli/Uzun Vadeli Borç Stoku Oranı (%)	152
22	Kamuca Yapılan ve Garanti Verilen Yeni Borçlanmalarda Ortalama Vade (Yıl), İlk Ödeme Süresi (Yıl), Ortalama İndirim/Borç Tutarı (%) ve Ortalama Faiz Oranı (%)	153
23	Dış Borç Stokunun Alacaklı Dağılımı (Milyon ABD Doları)	155
24	Kamu Dış Borcu ve Kamuca Garanti Edilen Dış Borçlar Toplamı Borç Servisi, Anapara ve Faiz Ödemesi (Milyar ABD Doları) ve Borç Servisi/GSYH Oranı (%) ...	156
25	Çeşitli Ülkelerde Sukuk/Tahvil İhracı Oranı (%) (2014-2016)	158

26	2000-2016 Yılları Arasında Yurtiçi Piyasalarda Gerçekleştirilmiş Tahvil, Bono ve Kira Sertifikası İhraçları (Milyar TL) ve Sukuk/(Tahvil+Bono) Oranı (%).....	160
27	Benzer Vadelere Sahip Devlet Sukuku ve Tahvillerin Getiri Oranları.....	171
28	TL Cinsi 6 Ayda Bir Kupon Ödemeli Tahvil ve Sukuk Getirileri Karşılaştırması.....	177
29	Türkiye'nin 2023'e Değın Yapacağı Altyapı Yatırımları Tahmini	182



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil Nr.	Şekil Adı	Sayfa Nr.
1	İslami Finansın İslam Dini İçindeki Yeri.....	3
2	İslami Finansın Tarihsel Gelişimi (1963-2016).....	11
3	İslami Finansın Temel Prensipleri	12
4	İcaranın İşleyişi.....	31
5	Mudarabanın İşleyişi.....	36
6	Muşarakanın İşleyişi	41
7	Murabahanın İşleyişi.....	45
8	İstisnanın İşleyişi	50
9	Selemin İşleyişi.....	53
10	İslami Yatırım Fonunun Yapısı	68
11	Dayandığı Finansman Metoduna Göre Sukuk Çeşitleri	81
12	İcara Sukukun Aşamaları.....	85
13	Muşaraka Sukukun Aşamaları.....	89
14	Mudaraba Sukukun Aşamaları.....	92
15	Murabaha Sukukun Aşamaları.....	95
16	İstisna Sukukun Aşamaları	98
17	Selem Sukukun Aşamaları.....	100
18	Vekalet Sukukun Aşamaları	103

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik Nr.	Grafik Adı	Sayfa Nr.
1	İslami Finans Sektörü Toplam Varlık Büyüklüğü (2012-2021) (Milyon Dolar).....	57
2	İslami Finansal Varlıkların Dağılımı (Milyar Dolar, 2015).....	58
3	İslami Bankacılık Sektörü Varlıkları (2012-2021) (Milyar Dolar).....	62
4	Toplam Tekafül Varlıklarının Gelişimi (2012-2021) (Milyar Dolar).....	65
5	2017 Ç1 İtibariyle Ülkelerde İslami Yatırım Fonu Sayıları ve Payları (%)	69
6	2017 Ç1 İtibariyle İslami Yatırım Fonlarınınca Yönetilen Varlıkların Ülkelere Göre Dağılımı (%)	70
7	Sukuk İhraç Değer ve Sayıları (1966- 2016 Ç3)	71
8	Khartoum Borsası'nda Sukuk ve Geleneksel Enstrümanların İşlem Görme Sayısı	107
9	Global Devlet Sukuku İhraçları (2001-2016, Milyar Dolar)	119
10	Global Devlet Sukuku İhraçlarının Para Birimine Göre (Yerel-Uluslararası) Dağılımı (2001-2016, Milyar Dolar)	121
11	Yerel Para Cinsinden Devlet Sukuku İhraçları (% , 2001-Kasım 2016)	123
12	Yabancı (Uluslararası) Para Cinsinden Devlet Sukuku İhraçları (% , 2001-Kasım 2016).....	124
13	Hazine Müsteşarlığı Tarafından Yapılan Sukuk (Kira Sertifikası) Giderleri (Kira Ödemeleri) (2013-2016, Bin TL).....	127
14	Vergi Gelirleri (Bin TL)	130
15	Kamu Kesimince Merkez Bankasından Kullanılan Krediler (Bin TL)	138
16	Kamuca Yapılan ve Garanti Edilen Net Dış Borç Akımı (Milyar Dolar)	151
17	Çeşitli Ülkelerde Tahvil ve Sukuk İhraçları	157
18	2000-2016 Yılları Arasında Uluslararası Piyasalarda Gerçekleştirilmiş Tahvil ve Kira Sertifikası İhraçları (Milyar ABD Doları)	159
19	OECD Ülkelerinde Kamu Borçları/GSYH Oranı (%) (2015)	167
20	Kamu ve Kamu Garantili Dış Borç Faizleri (%) (2000-2016).....	168
21	Kamu ve Kamu Garantili Dış Borç Faiz Ödemeleri/GSYH (%) (2000-2016)	169
22	Sukukun Yatırımcı Tabanının Ülke ve Bölgelere Göre Dağılımı.....	172
23	Sukukun Yatırımcı Profili.....	175
24	Türkiye Devlet Sukuku Yatırımcı Tabanının Bölgelere Göre Dağılımı (2013)	178
25	Türkiye'de Yerel Devlet Sukuklarında Yatırımcıların Dağılımı	183

KISALTMALAR LİSTESİ

AAOIFI	: Uluslararası Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BÜMKO	: Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü
CDOs	: Teminatlı Borç Yükümlülükleri
DIFC	: Dubai Uluslararası Finans Merkezi
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
GCC	: Körfez İşbirliği Konseyi
GIFR	: Global İslami Finans Raporu
HM	: Hazine Müsteşarlığı
IDB	: İslam Kalkınma Bankası
IFN	: Islamic Finance News (İslami Finans Haberleri)
IFSB	: İslami Finansal Hizmetler Kurulu
IIFM	: Uluslararası İslami Finansal Piyasa Kurumu
IIRA	: Uluslararası İslami Derecelendirme Kuruluşu
IJC	: İslami Fıkıh Akademisi Konseyi
IMF	: Uluslararası Para Fonu
ISRA	: İslami Finans için Uluslararası Şariat Araştırma Akademisi
KFH	: Kuwait Finance House
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
LIBOR	: Londra Bankalararası Faiz Oranı
MENA	: Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesi
MIFC	: Malezya Uluslararası İslami Finans Merkezi
MKYF	: Menkul Kıymet Yatırım Fonu
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
OIC	: İslam Konferansı Örgütü
RAM	: Malezya Derecelendirme Kuruluşu
SEC	: Nijerya Menkul Kıymet ve Döviz Komisyonu
SERPAM	: Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPV	: Özel Amaçlı Kuruluş (Special Purpose Vehicle)
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TKBB	: Türkiye Katılım Bankaları Birliği

GİRİŞ

Sukuk, İslami finans alanındaki inovasyonların başında gelmektedir. Son yıllarda yaşanan olumlu gelişmelerle piyasada kendine yer bulan sukuk, dayanak varlık üzerindeki bölünmemiş (ortak) sahiplik paylarını göstermektedir. Sukuk, 2000’li yıllara kadar genellikle özel sektör tarafından ihraç edilemiş ve sukuk ihraçları zayıf kalmıştır. 2000’li yıllarda ise devletler tarafından ihraç edilen sukuklarda görülen artışlar sukuk piyasasını desteklemiştir.

Sukuk, 2002’den beri yükselişine hız verirken özellikle global finansal krizin ertesinde zayıf dolardan kaçmaya ve kendi yerel piyasasına yönelmeye çalışan devletler, devlet sukuku ihraçlarıyla sukuk piyasasını domine etmeye başlamışlardır. Sukukun karmaşıklık, yüksek ihraç maliyetleri gibi birçok olumsuz özelliğine karşın avantajlarının oldukça yüksek olmasından dolayı birçok Müslüman ve Müslüman olmayan ülke sukuk ihracına başlamış ve sukuka yönelik yasal ve vergisel düzenlemelere gitmişlerdir.

Gerek başlangıç maliyeti gerekse de getirisi oldukça yüksek olmasına rağmen sukukun sağladığı diğer avantajların devletleri bu piyasaya çektiği tezinden hareketle oluşturulan bu çalışmada sukukun global boyutta kamu borç yönetimine sağladığı katkılar ve borçlanma problemlerine getirdiği çözümler ile birlikte Türkiye açısından kamu finansmanında alternatif olabirliği ve faydaları araştırılmıştır.

Sukukun geleneksel piyasaya alternatif olma durumu, henüz literatürde kendisine yer bulmamıştır. Bu anlamda literatürde devlet sukuklarının geleneksel tahvillere alternatif olabileceğine yönelik bir çalışma tarafımızca bulunamamıştır. Diğer yandan, devlet sukukuna ilişkin literatürde yetersiz kaynak bulunması da çalışmanın kısıtlarından en önemlisidir.

Bu çalışma 3 bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde İslami finans genel hatları ile tanımlanmış, özellikleri, kaynakları ve finans yöntemleri irdelenmiş ve son olarak sukukun İslami finans piyasası içindeki yeri belirlenmiştir. Şeri kurallara uygun finansal aktiviteleri içeren İslami finans, kökenini İslam’ın doğuşuyla birlikte atmasına rağmen asıl gelişimini 1950’li yılların ardından gerçekleştirmiş ve 2000’li yıllarda hızlı bir yükselişe geçmiştir. Faiz ve garar (belirsizlik) gibi birçok yasağa sahip olan İslami finans zarar paylaşımı gibi belirli ilkelere göre hareket etmektedir. İslami finans araçları, çeşitli finansal yöntemler vasıtasıyla işlemler gerçekleştirmektedir. Bu yöntemler karşılıksız kredi şeklinde

olabileceği gibi kar-zarar ortaklığına da dayanabilmektedir. Örneğin mudaraba, muşaraka, icara, murabaha, istisna, selem ve vekalet İslami finansal yöntemlerdendir. Bu yöntemler vasıtasıyla işleyen İslami finans piyasası, bünyesinde İslami bankacılık, İslami fonlar, tekaful (İslami sigorta) ve sukuk piyasasını barındırmaktadır.

İkinci bölümde sukuk tanımlanmış, tarihi ve özellikleri belirtilmiş, geleneksel tahvilden farkları irdelenmiş ve sukuk çeşitleri tanımlanarak devlet sukukları incelenmiştir. Aslen İslami tahvil olarak da bilinen sukuk, bir varlığa dayanan ve sahiplerine bu varlık (hizmetler ve intifa hakkı) üzerinde bölünmemiş sahiplik payı veren, sahiplerine kar payı sağlayan Şeriat'a uygun finansal enstrüman olarak tanımlanabilmektedir. Başta Şeriat'a uygun olması gibi özellikleri yanında varlığa dayalı olması, varlık üzerinde sahiplik hakkı vermesi gibi özelliklere sahip olan sukuk bu özellikleri ile geleneksel tahvillerden de farklılaşmaktadır. Bir menkul kıymetleştirme olan sukuk ihraç süreci ise bünyesinde menkul kıymetleştirmenin birçok tarafını barındırmaktadır. Sukuk çeşitleri üç başlık altında işlenmiş olmakla birlikte piyasada üzerinde durulan sınıflandırma, dayandığı finansman metoduna göre sukuk çeşitleridir. Bu anlamda Uluslararası İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (AAOIFI) 14 çeşit sukuk belirlemesine rağmen bunların ancak yarısı piyasada ağırlıklı olarak kullanılmaktadır. Buradan hareketle piyasada ağırlıklı olarak kullanılan sukukları ele alan çalışma, icara sukuk, mudaraba sukuk, muşaraka sukuk, istisna sukuk, murabaha sukuk, selem sukuk ve vekalet sukuka yer vermiştir. Sukukun kamu finansmanında kullanımının önündeki engellerden olan sukuk piyasası problemleri, sukukun maliyetini yükseltmekte, yaygınlaşmasını ve standartlaşmasını önlemektedir. Ancak bu problemler çözülmüşse sukukun gerçekten kamu finansmanında alternatif bir model olacağı düşüncesinden hareketle bu bölümde sukuk piyasası problemlerine yer verilmiştir. Tezin özünü oluşturan devlet sukuklarının gerek global gerekse de Türkiye'deki durumuna yine bu bölümde yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde Türkiye'de kamu finansmanında kullanılan araçlar olarak kamu olağan gelirlerine, merkez bankası kaynaklarına ve borçlanmaya yer verilmiştir. Borçlanma konusu, iç ve dış borçlar ayrımına gidilerek ayrıntılı olarak incelenmiştir. Sukukun bir borçlanma kağıdı olmasından dolayı dünyada ve Türkiye'de kamu borçlanma araçlarına değinilmiş ve sukuk ile tahvilin kullanımı gerek global ve gerekse de Türkiye bazında karşılaştırılmıştır. Sukukun alternatif bir kamu finansman modeli olabilmesi için gerek kamu borç yönetimi amaçlarına hizmet etmesi gerekse de kamu borçlanma problemlerine çözüm getirmesi gereğinden hareketle kamu borç yönetimi amaçları ve borçlanma problemlerine değinilmiştir. Son olarak sukukun global olarak ve Türkiye'de alternatif finansman modeli olma potansiyeli ve önündeki mali engeller işlenmiştir. Bu bölümde işlenen genel düşünceye göre devlet sukuku ihraçlarının kamu borç yönetiminde kullanılabilmesi ve borç piyasası problemlerine çözüm olması anlamında avantajlarından devletlerin daha çok faydalanabilmesi için oldukça yeni olan sukuk piyasasının geliştirilmesi adına sukuk piyasası problemlerinin çözülmesi gerektiği belirtilmiştir.

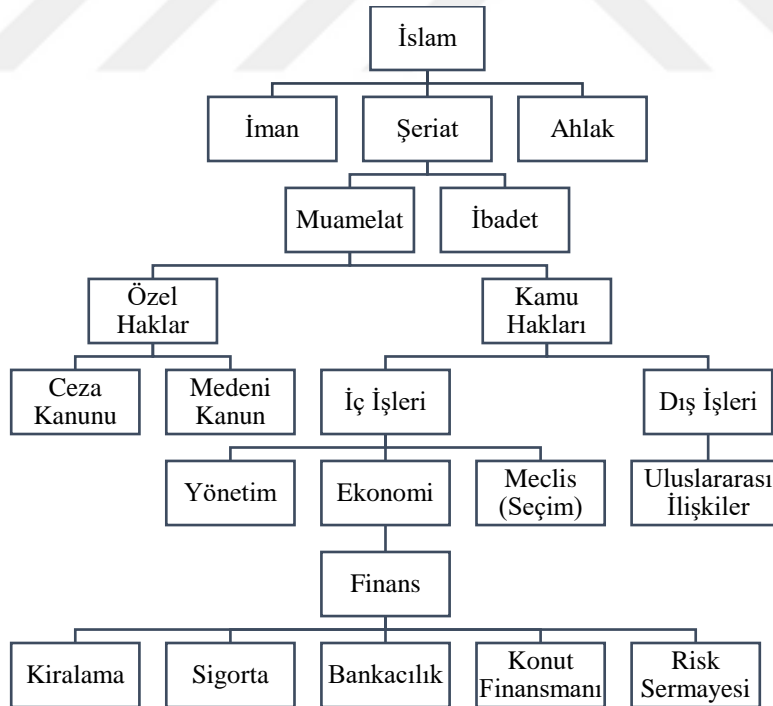
BİRİNCİ BÖLÜM

1. İSLAMİ FİNANS KAVRAMI VE KAPSAMI

1.1. Genel Olarak İslami Finans

Bütün dinlerin gerek bireysel gerekse de toplumsal ekonomik ilişki ve tutumlarla ilgili kendine has normları ve hükümleri olduğu bilinmektedir. Ancak İslam dini bu anlamda diğer dinlerden ayrılmaktadır. Nitekim Yahudilik ve Hristiyanlık'ta din kavramı son derece daraltılmıştır. Bu anlam daralmasının bir sonucu olarak da başta ekonomi ve siyaset olmak üzere birçok alan dinin yetkisinden çıkarılmıştır (Kahf, 2003: 2-3). İslam dini ise ekonomi ve finansa ilişkin yeterli kaynakları bünyesinde barındırmaktadır ve giderek artan şekilde İslami finans piyasasını prensipleri ve hükümleri ile düzenlemeye çalışmaktadır.

Şekil 1: İslami Finansın İslam Dini İçindeki Yeri



Kaynak: Dwidayati, 2016: 12

İslam dini, akide (inanç) ile ilgili esaslar yanında dünyaya ait düzenlemeler ve hükümler de getirmiş semavi bir dindir. Dünyaya ait fiiller ve müesseseler içinde ise ibadetler ve ahlak kaideleri yanında muamelat tabiri ile ifade edilen, muamele ve fiilleri de içine alan kaideler ve müesseseler

manzumesi bulunmaktadır (Armağan, 2005: 15). Bu durum Şekil 1’den de görülmektedir. Şekil 1’e göre İslami finans esas itibarıyla bu muamelat grubuna giren kaide ve müesseseleri ifade eder. Muamelat denilen tabir ile ifade edilen hususlar, İslam dini terminolojisinde “İslam hukuku” veya “İslam fıkhı” şeklinde adlandırılmıştır ve asırlardan beri bu tanım kullanılmaktadır. Bu tabir içine, insanın insan ile ve insanın eşya ile olan münasebetleri girmektedir. Bu münasebetlere ait ayet ve hadisler ile, içtihatlar yoluyla getirilen hükümler, İslam hukukunun ana çatısını meydana getirmektedir. İşte İslam ekonomisi ve finansı bu münasebetlerin iktisadi ve finansal tarafı ile ilgili olan ilim dalını ifade etmektedir (Armağan, 2005: 15). Örneğin, insanın insan ile ilişkilerine getirilen ekonomik ve finansal yasaklara müşteri kızıştırma yasağı; insanın eşya ile ilgili münasebetlerine getirilen ekonomik hükümlere de elde olmayan malı satma yasağı gösterilebilir (Bayındır, 2007: 149-150). Diğer yandan İslami finans, sözleşme hükümleri ve türleri ile ilgili prensipleri de bünyesinde barındırmaktadır. Bu çalışmada yine İslami finansın içeriklerinden olan sözleşmeler ve sukuk üzerinde durulacaktır.

1.2. İslami Finansın Tanımı

“İslami finansal sistem” terimi göreceli olarak yenidir ve 1980’lerin ortalarında ortaya çıkmıştır (Iqbal, 1997: 42). Bu anlamda İslami finans oldukça yeni bir terimdir (Askari ve diğerleri, 2009: 1). Aslına bakılırsa daha önceleri İslami prensiplere uygun ticari işlemler, faizsiz ya da İslami bankacılık şemsiyesi altında yapıldı. Ancak İslami finansı sadece faizsiz olarak tanımlamak mümkün değildir. Bu bakımdan İslami finans, örneğin risk paylaşımı gereği gibi diğer özellikleri de bünyesinde barındırmaktadır (Iqbal, 1997: 42). Dolayısıyla İslami finans daha geniş anlamda tanımlanabilmektedir. Bu anlamda, İslami finansın tanımı faizsiz bankacılık gibi çok dar tanımlamalardan, Müslümanlar tarafından yürütülen finansal işlemler gibi çok geniş tanımlamalara kadar geniş bir yelpazeyi kapsamaktadır. Ancak İslami finansı tanımlamaya yönelik yapılan girişimler İslami finansı tam olarak yansıtmaktan uzak ve yetersizdir. Nitekim, genel kriterler (Müslümanlarca sahip olunan finansal kuruluşlar, Müslümanlara hizmet verme, Şariat Kurulu tarafından denetlenme, Uluslararası İslam Bankaları Birliği’ne veya İslami Bankalar ve Finansal Kuruluşlar Genel Konseyi’ne mensup olma gibi) olmakla birlikte uygulamada bunların istisnalarına rastlamak mümkündür. Örneğin, kendini kimliklendirme aşamasında Türkiye’deki katılım bankaları ve Suudi Arabistan’daki İslami bankalar dışarıda bırakılmalıdır; çünkü bu bankalar kendi İslami karakterlerine uygun hareket etmemektedirler (Warde, 2010: 7-8). Bu anlamda, Sorially (2005) tarafından 19 farklı ülkede İslami finansal kuruluşlarda çalışanlar arasında yapılan ankete göre, katılımcıların %70,8’i İslami finansı geniş anlamda ele alarak İslami finansı faiz yasağı, faizsiz ticaret, sosyal açıdan kabul edilebilir ve insan odaklı, çevre dostu finansal sistem ile eşdeğer görmüşlerdir. Ancak Türkiye katılımcılarının % 80’i İslami finansı daha dar anlamda; faizsiz ticaret, sosyal açıdan kabul edilebilir bir adil finansal sistem olarak tanımlamış ve çevre dostu finans ve toplum odaklı finans tanımlarını benimsememişlerdir. Bu durum açıkça İslami finansdaki

standardizasyon eksikliğine işaret etmektedir. Nitekim Orta Doğu'da İran, Bahreyn ve Suudi Arabistan İslami finansın uygulanması anlamında oldukça farklı özellikler sergilemektedir (Mir ve Khan, 2015: 235).

İslami finansın temel ve tek bir tanımı yoktur (Smith, 2010: 2). Bu anlamda İslami finansa yönelik olarak yapılan farklı tanımlamaları görmek mümkündür. Literatüre bakıldığında, birçok çalışma İslami finansı yalın ve genel olarak “Şeri kurallara uygun olan finans sistemi” olarak tanımlamaktadır. Bu anlamda, Askari ve diğerleri (2009: 1)'a göre İslami finans, İslami Kanun (Şeriat) prensiplerine uygun olarak finansal ve ticari işlemlerde bulunmayı simgelemektedir. Ayub (2007: 73)'a göre İslami bankacılık ve finans, İslam ahlakı ve değerler sistemi ile uyum içinde olan bankacılık ve finansı tanımlamaktadır. Derbel ve diğerleri (2011: 76)'ne göre İslami finans, Şeriat'a dayanan finansal sistemi ifade etmektedir. Gait ve Worthington (2007: 4)'a göre İslami finans, temel olarak Şeriat'ın ana ilkelerine uymak için uygulanan bir finansal hizmettir. Balz (2014: 320)'a göre İslami finans, İslami prensiplere uygun finansal işlemlerin uygulanmasıdır. Agha (2009: 126)'ya göre İslami finans, finansı İslami kurallara göre gerçekleştirmek ve yönetmektir. Buriro (2016: 6)'ya göre İslami finans, bankacılık ve finans işlemlerini Şeriat prensiplerine göre gerçekleştirmektir. Merdad (2012: 3)'e göre İslami finans, finansal işlemlerin umumi ya da özel olsun hayatın tüm yönlerini düzenleyen yasal çerçeve olan Şeriat'a göre yürütülmesini ifade etmektedir. Smith (2010: 2)'e göre İslami finans, Şeriat'a göre yürütülen ticari finansal aktivitelerdir. Masvood ve Choudary (2014: 401)'e göre İslami finans, İslami Kanun prensiplerine uymak şartıyla uygulanan finansal aktivitelerdir. Jabbar (2009: 1)'a göre İslami finans Şeriat ile uyumlu olan finansal aktivitelerdir.

Bazı tanımlamalar, İslami finansın sadece İslami bankacılıktan ibaret olmadığını ve diğer kurum ve kuruluşların da İslami finasta yer aldığını belirtmek üzere kurgulanmıştır. Bu anlamda Warde (2010: 7)'ye göre İslami finansal kurumlar, amaçları ve işlemleri yönünden İslami kanuna uygun olan kuruluşlar olarak tanımlamıştır. Bu tanım, İslami finansal kuruluşların sadece bankaları değil, aynı zamanda Şeriat ilkelerini kullanan diğer finansal araçları da içerdiğini göstermektedir (Gait ve Worthington, 2007: 4). Jamaldeen (2012: 11)'e göre İslami finans, İslami kanuna uygun olarak faaliyet gösteren ve bu nedenle Şeriat'a uyumlu olan finansal sistemdir. İslami finans bankalara, sermaye piyasalarına, fon yöneticilerine, yatırım firmalarına ve sigorta (tekaful) şirketlerine rol vermektedir. Bu tanım da Warde (2010)'e benzer şekilde İslami finansı sadece faizsiz bankalarla sınırlı tutmamış ve İslami finansa bir bütün olarak yaklaşmıştır. Gerçekten bakıldığında, İslami finans piyasası birçok kuruluş ve hizmeti bünyesinde barındırmaktadır. Bu durum, İslami finans endüstrisi başlığı altında ayrıca irdelenecektir.

Bazı çalışmalar, İslami finansı İslami finansa yönelik Şeri kurallara dayandırarak ve bu kuralları açıklayarak tanımlamaktadır. Bu anlamda, Askari ve diğerleri (2010b: 1-2)'a göre İslami

finans, borç temelli finansmanı yasaklayan bir finans sistemidir. Bu sistemde faiz, kumar, alkol ve şarap dağıtımı gibi İslam'da kabul edilmeyen işlevler yasaklanmaktadır. İslami finans risk paylaşımı, güven, şeffaflık ve İslami değerlerin benimsenmesine dayanmaktadır.

Jobst (2007: 4), İslami finansın tanımını İslami finansa yönelik Şeri emir ve yasaklara dayandırmıştır. Yazar tarafından yapılan tanıma göre İslami finans,

- Faiz kazancı veya riba ve faizle borç verme,
- Haram (günah) olan alkol, domuz ürünleri, ateşli silahlar, eğlence gibi işlerle doğrudan ve dolaylı ilişki,
- Spekülatif ticaret ve dayanak bir varlık olmadan (faizle) borçlanmayı içeren spekülasyon, bahis ve kumar (meysir),
- Aynı malın alıcı ve satıcı arasında ticareti (bay'al inah)¹,
- Finansal türev enstrümanlar, vadeli işlem sözleşmesi ve vadeli işlemler gibi önlenebilir belirsizlikleri (garar) içeren girişim yatırımına ait finansal ilişkilerle sınırlıdır.

Literatürde birbirine tezat tanımlamalar da bulmak mümkündür. Nitekim El-Gamal (2005)'a göre İslami finans, yasaklar tarafından yönlendirilen ve Müslümanlara İslam hukukunda kabul edilemez sayılan geleneksel finansal hizmetler ve ürünlerin izin verilebilir benzerlerini sağlamaya çalışan bir endüstridir. Ancak tam aksine Alam (2011: 40)'a göre İslami finans, Şeriat'ın gereklerine uyan finansal hizmetlerdir. Ancak İslami finans sadece Müslümanlara hizmet etmemektedir.

Bu tanımlamalara dikkat edildiğinde genellikle İslami finans, İslami kanun ve finansla ilgili prensiplere dayandırılmaktadır. Dolayısıyla İslami finansın hiçbir tanımı yeterince doyurucu değildir (Pitluck, 2008: 4). Şöyle ki tanımlarda yer alan Şeriat, genellikle İslami kanuna ve dolayısıyla prensiplere, emir ve yasaklara atıf yapmaktadır. Ancak belirtmek gerekir ki, Şeriat sadece kanundan ibaret değildir. Şeriat etik, din ve bir kanundur (Zaki ve diğerleri, 2014: 101). Diğer yandan İslami finansal sistem, toplumun ve insanlığın topyekûn iyiliği için eşitlik ve adaleti arttırarak etik, sosyal ve dini boyutlara aynı önemi atfetmektedir (Iqbal, 1997: 42). Hatta, bazı yazarlara göre İslami finansın tanımı hayırseverliği de içermelidir (Ismail ve diğerleri, 2016: 1). Bu açıdan konuyu sadece kanunla sınırlamayan bir tanım yapan Abdullah ve Chee (2010: 4)'nin tanımına göre İslami finans, İslami kanun birikimine veya Şeriat'a dayanan finans türüdür. Ancak yazarlara göre bu tanımda Şeriat, sadece yasal kuralları değil ahlaki amaç ve doğruluğu da içermektedir. Bu anlamda Şeriat'a uygun olan, İslami kanun altında izin verilen her şeydir. Bu

¹ Taraf A bir emtiayı belirli bir fiyattan Taraf B'ye nakitle satar. Daha sonra Taraf A emtiayı Taraf B'den vadeli olarak ödenmek üzere maliyet artı kar payı ile geri satın alır.

anlamda Şeriat, tüm insanlar ve devletlerin İslami kanunlar uyarınca adalete tabi olması fikrini temsil etmektedir.

İslami finansı tanımlamaya yönelik girişimlerden esinlenerek İslami finansı tanımlamak gerekirse, İslami finans ahlak, adalet, eşitlik, kardeşlik gibi amaçlara ulaşmaya çalışan, bu amaçlara ulaşmak için geleneksel finansa alternatif finansal hizmetler sunan, Şeri kurallara uygun bir endüstridir.

1.3. İslami Finansın Tarihsel Gelişimi

İslami finansın temelleri hiç şüphesiz İslam'ın başlangıcından itibaren atılmaya başlanmıştır. Bu anlamda İslami finansa ilişkin emir ve kurallar, kaynaklar ve kurumlar M.S. 610 döneminden başlayıp günümüze kadar devam etmektedir. İslami finansın gelişimine ilişkin temeller 650 ve 1900'lü yıllar arasında atılmış olmakla beraber İslami finansın kurumsallaşması ve hızla büyümesi 1900'lü ve 2000'li yıllara tekabül etmektedir.

1.3.1. 650-750 Dönemi

İslami finans, yeni bir kurum ve düzen değildir. Kökleri Kur'an-ı Kerim ve hadislere dayanmaktadır (Shalhoob, 2016: 15). Bu anlamda İslami finansın gelişme süreci, Hz. Muhammed'in doğrudan Allah'tan vahiy aldığı tarih olan 7. yüzyılın başında (610 yılı) başlamıştır. Hz. Muhammed'e ilk vahiy 40 yaşındayken gelmiştir. O tarihlerde, finansal işlemler doktrini doğrudan Kur'an-ı Kerim'den ve Hz. Muhammed'in sünnetinden kaynağını bulmuş; yani Kur'an-ı Kerim ve sünnetler İslami finans için rehber olmuştur (Gait ve Worthington, 2007: 5).

İslami finansın İslam'ın ilk yıllarında kullanıldığına ilişkin delillerden diğerleri de Hz. Muhammed (sav)'in faizsiz tüketim ya da üretimi finanse etmek için ileri vadede varlık teslimi karşılığı peşin ödemeye (selem) izin vermesi, Müslümanları hayırsever krediler (karz-ı hasen) sağlamaya teşvik etmesi ve mudaraba sözleşmelerinin varlığıdır (Gait ve Worthington, 2007: 5). Aslında mudarabanın kervan ticareti için İslam öncesi zamanlarda kullanıldığına ilişkin deliller de vardır. Karısının kayıtları göstermiştir ki, Hz. Muhammed (sav) de mudaraba sözleşmelerine katılarak karısı ve diğerlerince sağlanan sermayeye vekil olarak atanmıştır. Kayıtlara göre ayrıca Hz. Muhammed (sav)'in iki halifesi Hz. Ömer ve Hz. Osman, öksüz ve yetimlere ait fonların kullanılması için mudaraba sözleşmesini kullanmışlardır. Genellikle Irak ve Medine arasında ticaret yapan tüccar kesim fon yöneticisi olarak görev yapmıştır. Öte yandan, Hz. Muhammed (sav)'in M.S. 632'de ölümünün hemen ardından Doğu Asya ve İslam dünyası arasında ticaret yapan Müslüman tüccarlar sakk (çoğulu sukuk) olarak bilinen finansal enstrümanı kullanmaya başlamışlardır (Jamaldeen, 2012: 44-45).

İslam'ın ilk yüzyılında (MS 600 ve sonraki yüzyıl) bazı bankacılık faaliyetlerinin varlığı da göze çarpmaktadır. Bu dönemde İslam'ın önemli şahsiyetlerinden birisi olan Zübeyr bin Avvam, insanlardan fon toplayarak bunları yatırımda kullanmıştır. Ayrıca aldığı fonları sahiplerine teslim etmek için çeşitli şubeler de kurmuştur. Bu dönemdeki bankalar sarraf ya da jahabidhah olarak anılmaktadır. Ayrıca 8. Yüzyılda Abbasi halifeliği zamanında sarraf, para ve hazine konusundaki uzmanlara ve katiplere verilen ad olarak kayıtlara geçmiştir (Alharbi, 2015:12-13).

1.3.2. 750-1900 Dönemi

750-1900 döneminde İslam ekonomisi ve finansı ile ilgili literatürde pek bilgi yer almamaktadır. Özellikle Osmanlı İmparatorluğu, Moğollar, Hindistan ve Şam ile ilgili detaylı bilgi yoktur. Bu dönemde bölgesel, ulusal ve uluslararası düzeyde Roma, Tunus, Türkiye, Hindistan ve Sumatra'yı kapsayan uluslararası ticaret bulunmaktadır. Ticaret özellikle muşaraka (kar-zarar paylaşımı) şeklinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde ayrıca, finansal enstrümanlar olan sakk ve sukuk, saftija, bai al-wafa ve bai al-nuqud da kullanılmıştır (Marifa Academy, 2014: 30). Bu anlamda, İslami finansman araçlarının kullanımında artış, mudaraba ve muşarakanın da aralarında bulunduğu sözleşmelerin kayıtlarında da görülmüştür. İslami finans uygulamaları 19. yüzyılın başlarına kadar değişmeden devam etmiştir (Gait ve Worthington, 2007: 5).

800'lü yıllarda yaşanan bir gelişme, temel ticaret şehirlerindeki devletlerin bu periyotta faiz içermeyen ve jahabidhah olarak adlandırılan bir bankacılık sistemi kurmuş olmalarıdır. Bu dönemde ahabidhah, mevduatları ve fon transferlerini (sakk'ı içerir) yönetmiştir. Ayrıca bu finansal merkezler halifelere, bakan gibi yüksek dereceye sahip memurlara ve adli memurlara kredi vermiş; devlet için vergi toplamıştır (Jamaldeen, 2012: 45).

Diğer yandan, MS. 10. yüzyılda Halep prensi Hamdani tarafından ödemesi yapılan ilk çek sarraflar tarafından Bağdat'ta yazılmıştır (Alharbi, 2015:13). Bu durum bize İslami finansın gelişim yıllarında çeklerin de kullanılmaya başlandığını göstermektedir.

1.3.3. 1900-2000 Dönemi

19. yüzyıldan itibaren neredeyse tüm İslam ülkeleri, batı sömürge güçlerinin kontrolünde kalmıştır. Bu durum, İslam dünyasını etkili bir şekilde birçok küçük parçaya bölmüştür. 19. yüzyılın ortalarına gelindiğinde hemen hemen tüm İslam ülkelerinin kontrolündeki bölgeler batı sömürge güçlerine geçmiş ve Şeriat'a uygun mevcut finansal düzen etkili bir şekilde kapitalist sistem ile değiştirilmiştir (Gait ve Worthington, 2007: 6).

1920'lerde İslami bankacılığın filizleri görülmeye başlanmıştır. Bu yıllarda İslami bankacılık Hasan Al-Banna tarafından ilan edilmiş ve batının geliştirdiği finansa karşı çıkılmaya başlanmıştır (Gaffaney, 2009: 559). Pakistanlı alimler 1940'larda, İslami finansal sistemin olabirliğine ilişkin entelektüel bir tartışma içerisine girmişlerdir. İslami bir ekonominin neye benzeyeceği fikrinin geliştirilmesi biraz zaman almıştır. Panislamizm'in ortaya çıkışı ve yükselen petrol fiyatları teoriyi pratiğe dönüştürmekte önemli rol oynamıştır. Başlangıçta bu bir deneme yanılma işlemiydi. Bu gelişme, hükümetin İslam ekonomisini teşvik etmeye başladığında sürmeye devam etmiştir. İlk zamanlarda Mısır bu düşüncüyü desteklemiş daha sonra Suudi Arabistan ve diğer ülkeler de desteklemeye başlamıştır (Maraj, 2013: 6; İbrahim, 2007: 665).

1950'lerde ilk modern İslami finansal kuruluş olarak kabul edilen yerel bir İslami banka Pakistan'da kurulmuştur. 1950'lerin sonlarında Müslüman toplumu, mudaraba ve vekalet (vakalaya) dayalı faizsiz bir bankacılığı başarılı bir şekilde geliştirmiştir. Şeriat'a dayalı bankacılık talebinin artması üzerine 1963'te Mit Ghamr Local Savings Fund'un Mısır'da kurulması ile bu talep karşılanmış ve bankanın ünü sosyal aktivist Ahmad-al-Najjar tarafından yayılmıştır. Bu banka, ilk modern İslami banka olarak tarihe geçmiştir. Aynı dönemde, Malezya'da hac için bir tasarruf kuruluşu oluşturmak amacıyla çeşitli çalışmalar yapılmış ve Pilgrims' Savings Corporation kurulmuştur. Daha sonra bu kuruluş 1969'da Pilgrims' Management and Fund Board (Tabung Haji) ile birleştirilmiştir. 1971'de Mısır'da Nasir Social Bank kurulmuştur. Bu kuruluş, Başkanlık Kararnamesi ile kurulan ilk devlet destekli faizsiz kuruluştur. Önde gelen İslami bankalar, yani Dubai İslam Bankası ve İslam Kalkınma Bankası (IDB), 1975'te kurulmuştur. Buna ek olarak 1977'de Bahamalar'da Islamic Investment Company adıyla bir yatırım şirketi kurulmuştur. 1978'de King Abdul Aziz University of Jeddah'da bu alanda geniş çaplı araştırmalar yapmak üzere İslami Ekonomiler Araştırma Merkezi (Centre for Research in Islamic Economics) kurulmuştur (Marifa Academy, 2014: 31).

1970'li yıllarda İslami düşünceye dayanan finans ve bankacılık teorisi olgunlaşmış ve teorisinin artan şekilde pratiğe dönüşmesi için çeşitli çalışmalar ve toplantılar yapılmıştır. Birinci İslam Ülkeleri Maliye Bakanları Konferansı, 1970'de Karaçi'de yapılmıştır. İlk Uluslararası İslam Ekonomisi Konferansı, 1976'da Mekke'de düzenlenmiştir. Bu ve benzeri gelişmeler sonucu İslami düşüncenin finansa uygulanmasına yönelik pratiklerde artış gerçekleşmiş, bu anlamda İslami banka sayıları artış göstermiştir (Alrifai, 2015: 102).

1970'li yıllardan itibaren günümüz anlamında modern İslami bankaların sayısında artış görülmeye başlanmıştır. Artan petrol gelirleri sonucu İslam ülkelerinde biriken fon İslami ürünlere talep oluşturmuş ve bunun sonucunda talebi karşılayacak yeni İslami kuruluşlar boy göstermeye başlamıştır. Öyle ki, 1977-2002 döneminde dünya çapında 100 yeni İslami banka kurulmuştur (El Tiby ve Grais, 2015: 7). Örneğin, 1977'de Faisal Islamic Bank of Egypt, Faisal Islamic Bank of

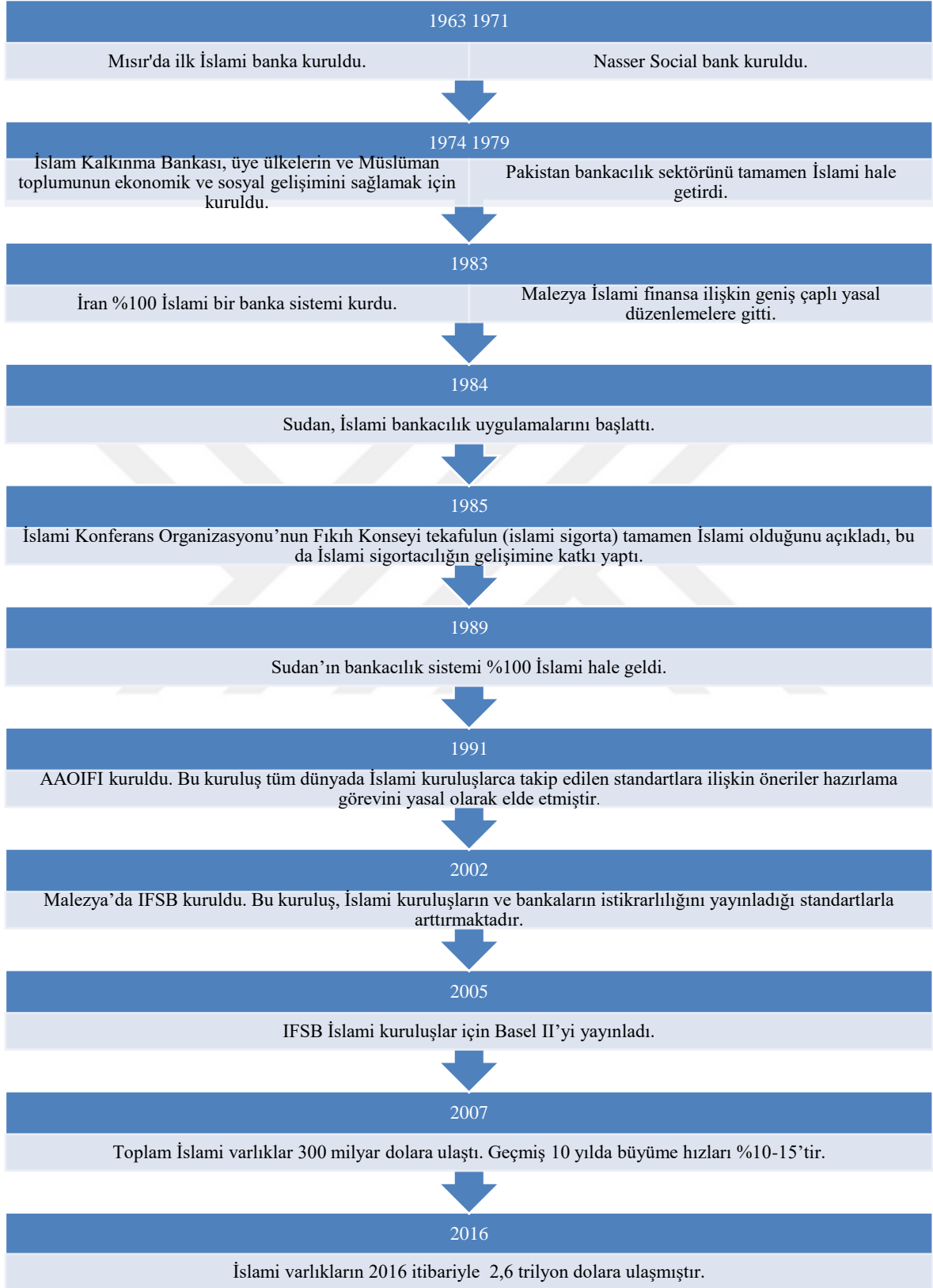
Sudan ve Kuwait Finance House isimli üç tane daha banka kurulmuştur. 1978'de Jordan Islamic Bank bu gruba katılmıştır. Daha sonra 1979'da Bahrain Islamic Bank kurulmuştur. 1980'li yıllarda daha başka birçok İslami banka faaliyete geçmiştir. Şüphesiz bunlardan en önemlisi 1983 yılında Malezya'da açılan Bank Islam Malaysia Berhad'dır. 1985 yılında İslami Fıkıh Akademisi Konseyi (IJC), Jeddah-Suudi Arabistan'da toplanmış ve İslami bankaların desteklenmesi yönünde öneri yayınlamıştır. Bunun üzerine İslami bankaların sayısında artış görülmüştür (Jamaldeen, 2012: 51-52).

Bu tarihlerde geçen diğer bir önemli gelişme ise, İslam Konferansı Örgütü (OIC)'nin 1970'de kurulmasıdır. Bu başlangıçla birlikte OIC, İslami para ve finansal sistemleri planlamasına dahil edilmiştir. Örgütün dördüncü zirvesinde, 1974'te Pakistan'da İslam Kalkınma Bankası'nın kurulması kararlaştırılmıştır. 1979'da Pakistan, bankacılık sektörünü tamamen İslami hale getirmiştir. Pakistan, bunu yapan ilk ülke olmuştur. Ek olarak, Arap dünyasında artan politik slogan da İslami finansal sistemin oluşumu için ayrı bir gerekçe oluşturmuştur (Ibrahim, 2007: 665).

Bu dönemde gerçekleşen bir diğer yenilik, geleneksel sigortanın İslam alimlerince eleştirilmesi (büyük oranda garardan -belirsizlikten- dolayı) sonrası gelişen İslami sigortacılık (tekaful) sektörüdür. Nitekim, 1979'da Sudan'da ilk İslami sigorta şirketi kurulmuştur (Jamaldeen, 2012: 52).

1990'lı yıllara gelindiğinde ilk göze çarpan 1990'da AAOIFI'nun kuruluşudur. 1991'de faaliyete geçen AAOIFI'yi 45 ülke desteklemiştir. Bugüne değin Bahreyn, Dubai, Ürdün, Lübnan, Katar, Sudan ve Suriye AAOIFI standartlarını kabul ederek uygulamıştır. Diğer yandan, 1990'lı yıllarda birçok Batı bankası İslami finansal hizmetler sunmaya başlamıştır. Bunu ilk yapan 1996 yılında Bahreyn'de Citi İslami Yatırım Bankası (Citi Islamic Investment Bank)'ni kuran Citibank olmuştur. Bu örneği HSBC, HSBC Amanah'ı, Standard Chartered, Standard Chartered Saadiq'i kurarak devam ettirmişlerdir. Ayrıca birçok Batı bankası İslami pencereler (Islamic window), yani geleneksel bankacılık içinde kurulan İslami şubeler açmışlardır. Ayrıca, 2004'te Müslüman dünyası dışındaki ilk banka olan Britanya İslam Bankası (Islamic Bank of Britain) kurulmuştur. 1999'da meydana gelen diğer bir yenilik, Dow Jones İndeks'in Dow Jones İslami Piyasa İndeksi'ni kurmasıdır (Jamaldeen, 2012: 52-54). Diğer yandan, 1990'da Shell MDS Malaysia tarafından ilk sukuk ihraç edilmiştir (Omar, 2015: 3).

Şekil 2: İslami Finansın Tarihsel Gelişimi (1963-2016)



Kaynak: Shalhoob, 2016: 16'den uyarlanmıştır.

1.3.4. 2000'den Günümüze

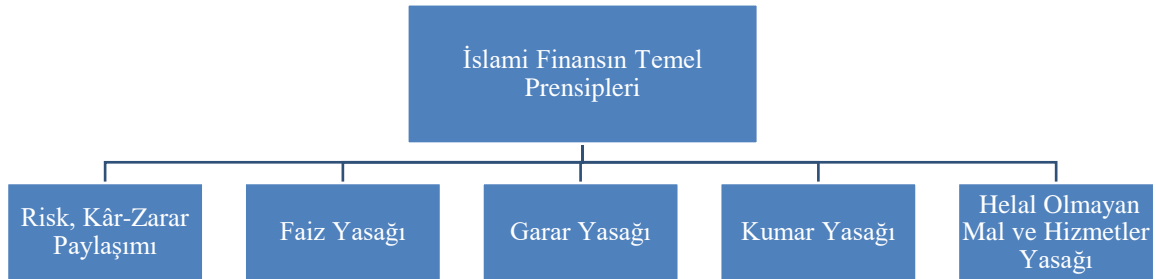
İslami finansal kuruluşlarda yaşanan hızlı artış, ulusal ve uluslararası çapta bir düzenleyici yapıyı da gerekli kılmıştır. Bu nedenle, 1990'lar ve 2000'ler uluslararası standart koyucu kuruluşların kurulmasına tanıklık etmiştir. Önde gelen kuruluşlardan Uluslararası İslami Finansal Piyasa Kurumu (IIFM) 2001'de kurulmuştur. Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu, İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB) ve Uluslararası İslami Derecelendirme Kuruluşu (IIRA) 2002'de kurulmuştur (Marifa Academy, 2014: 32). Ayrıca 2004'te Ekonomi ve Finans için Uluslararası İslami Kurumu ve 2005'te Uluslararası Uzlaşma ve Ticari Tahkim İslami Merkezi kurulmuştur (Alharbi, 2005: 16).

2000'li yıllarda İslami finans ve özellikle sukuk önemli gelişmeler göstermiştir. Oldukça hızlı büyüyen İslami finans sektörüne bakıldığında, 2015 yılında İslami finansal varlıkların 2 trilyon dolara ulaştığı görülmektedir. İslami bankaların sayısı 480'e ulaşmıştır. Sukuk piyasası ise 342 milyar dolara ulaşmıştır (Reuters, 2016: 8).

1.4. İslami Finansın Temel Prensipleri

İslam, insanla ilgili tüm ilişkilere dair emir ve yasaklar muhteva ettiği gibi finans konusunda da birtakım temel prensiplere sahiptir. Önceki kısımda yer alan açıklamalara dayanan bu prensiplerden genel olarak faiz yasağına odaklanılmasına rağmen² özellikle global finansal kriz yıllarında garar (belirsizlik) ve kâr/zarar paylaşımı ilkesi de ön plana çıkmıştır. Bu anlamda, İslami finansın temel prensiplerine yani kâr/zarar paylaşımı ilkesine ve faiz, garar, kumar ve belirli aktiviteler yasağına değinilecektir. Temel prensipler bir bütün olarak Şekil 3'te de sunulmuştur.

Şekil 3: İslami Finansın Temel Prensipleri



² Bazı kaynaklarda İslami finans faizsiz finans olarak da geçmekte İslami finans kelimesi dar bir kalıba sokulmaktadır.

1.4.1. Risk, Kâr/Zarar Paylaşımı İlkesi

İslam, insanların riske³ girmeksizin para kazanma yolunu kapatmak istemiştir (Döndüren, 2014: 126). Bu bakımdan İslami finans, insanları borç veren ya da borç alanlar açısından herhangi bir haksızlık yapmadan yatırım yapmaya teşvik etmektedir. Bu ilkeye göre, borç verenler, finanse edilen teşebbüsten doğan kazanç veya kayıpları borçlularla paylaşmalıdır. Buna göre, teşebbüse yatırılan sermaye oranına göre taraflar riski eşit olarak paylaşmalıdırlar.

Bu ilke iki kısımda incelenebilir. İlki, kâr paylaşımı prensibi; ikincisi de kâr/zarar paylaşımı prensibidir. İlkinde göre, mudarabada olduğu gibi, sermaye sahibi ve girişimci kârları paylaşmalıdır. Bu finansman metodunda (mudaraba); sermaye sahibi, tecrübe sahibi olan ve emek gücü ile girişime ortak olan girişimciye sermaye sağlamaktadır. Ancak sadece kârı paylaşmaktadırlar. Zarar olması durumunda, sermaye sahibi tüm zarara katlanırken girişimci de emeğini ve zamanını kaybetmiş olacaktır. İkinci prensibe göre, sermaye ve yönetimde; dolayısıyla da kâr ve zarara katılımda tam bir ortaklık vardır. Örneğin; muşaraka, tarafların belirli miktarda sermaye yatırmasına izin vermektedir ve kâr/zarar yatırılan sermaye oranına göre paylaşılmaktadır (Gait ve Worthington, 2007: 12).

Riskin, kârın ve zararın paylaşımı İslami finansın temel taşlarından ve çok önemlidir. Kâr/zarar paylaşımı sistemlerinin geliştirilmemesi ve yaygın şekilde uygulanmaması halinde, parasal sermayenin üretimden alacağı pay kaçınılmaz şekilde faiz olacaktır. Bu nedenle, faizi yasaklama ile birlikte kâr/zarar paylaşımı sistemlerinin geliştirilmemesi halinde ekonomi sekteye uğrayabilecektir. Çünkü, kâr sistemlerinin oturmaması halinde, “sıfır faiz politikası” sonucunda sermaye sahipleri üretimden pay alamayacaktır. Bu durum ise ayrı bir haksızlıktır. Bu bakımdan, kâr–zarar paylaşımı sistemlerinin geliştirilmemesi durumunda faizi yasaklamak doğru değildir. Bu nedendir ki Hz. Muhammed (sav) de faizi hemen yasaklamamıştır (Özsoy, 2012a: 4). Bu konuda İslami finansal kuruluşlara önemli görevler düşmektedir. Çünkü kâr/zarar paylaşımı yöntemleri en çok İslami finansal kuruluşlarca kullanılmaktadır. Bu yüzden, bu kuruluşların getiri (kâr payı) sunumunda aynalamadan⁴ (mimicry) kaçınması da olumlu bir gelişme olacaktır.

³ İslam faizi yasakladığı gibi ticarete ve reel yatırıma olur vermiştir. Bu anlamda ticarete daima risk vardır. Şöyle ki, üretilen veya satın alınan malın ne zaman ve ne kadar karla satılacağı başlangıçta çoğu zaman belirsizdir. Ya da önceden yapılan tahminlerde pek tabiidir ki değişiklikler olabilmektedir. Sipariş üzerine yapılan satışlarda dahi alıcı için “görme veya ayıp (üretim hatası) muhayyerliği hakkı”nın bulunması bir riziko (risk) halidir. Sermayenin bu riskinden dolayı ise kar meşru sayılırken riski içermeyen faiz haram kılınmıştır (Döndüren, 2014: 128). Ticaret ve faizin farkları konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. Erdoğan (1994: 42).

⁴ Aynalama, genellikle İslami finansal yöntemlerde getiri (kar payı) belirlenirken faizin gösterge olarak belirlenmesi ve İslami finansal kuruluşların geleneksel finansal kuruluşları taklit etmesi olarak açıklanabilir.

1.4.2. Faiz (Riba) Yasağı

Faiz, gerek Kur'an-ı Kerim'de gerekse de sünnetlerde yasak kılınmıştır. Öyle ki, Kur'an'ın pek çok Ayetinde faiz yasaklanmış, faiz alıp verenler uyarılmıştır. Bu açıdan faiz yasağı İslami finansın temel taşı oluşturmaktadır. İslami finansın diğer prensipleri de günümüzde vurgulanmakla beraber gerek uygulamada gerek yeni İslami finansal ürünlerin geliştirilmesinde ilk önce dikkate alınan husus faiz yasağı olmaktadır. Öyle ki, sukuka faizsiz tahvil, İslami bankalara ise faizsiz banka denebilmektedir. Bu açıdan faiz yasağı, İslami finansın temel direğini oluşturmaktadır.

1.4.2.1. Kavram Tartışmaları

Faizin tanımında dolayısıyla kapsamı ve illetinde⁵ herkesçe kabul edilmiş bir birlik sağlanamamış olmakla birlikte (Armağan, 2005: 188; Döndüren, 2014: 124), diğer bir sorun da faiz ile Arapça olan ribanın aynı muhtevaya sahip olup olmadığı tartışmalarıdır. Bu durumun temel nedeni Kur'an'da ve hadislerde faizin (ribanın) mahiyetinin açıklanmamış olmasıdır (Yaran, 1997: 705).

“Fyz” kelimesinden türetilen “faiz” Türkçe'de kullanılan anlamıyla Kur'an-ı Kerim'de kullanılan bir kavram değildir. Gerek kök itibarıyla gerekse türemiş haliyle Kur'an'da yoktur. Ancak, Kur'an'ın kullandığı ve “fvz” kökünden türeyen “faiz” çok farklı bir anlam ihtiva etmekte olup Kitab'ın çokça kullandığı bir kelimedir (Kayahan, 2014). Bu anlamda, bazı alimler riba ile faizin aynı şey olmadığını iddia etmektedir (Yaran, 1997: 705). Ayrıca Ö. Nasuhi, ribanın faizden daha umumi olduğunu belirtmiştir⁶ (Coşkun, 1972a: 40). Bazı alimler ise küçük ölçekli tüketim kredilerine riba, büyük ölçekli üretim kredilerine ise faiz demektedir⁷ (Beşer, 2015), faiz ile ribayı farklı tanımlamaktadır. Bu konuda diğer örneklerle rastlamak mümkündür. Diğer yandan ribanın sadece küçük miktardaki artış olmadığı ancak kat kat arttırılmış faiz olduğu yönünde görüşlere⁸ de rastlamak mümkündür (Akyol, 2011). Diğer yandan fazlalık ribasının (ribe'l fadl) bazı hallerde helal olabileceği belirtilmektedir⁹. Günümüzde ise enflasyon oranında faizin haram olmadığı

⁵ İlet, sebep, ortak nitelik, delil, hakkında şer'i delil bulunan vasıf olarak tanımlanmaktadır.

⁶ İngilizcede de faize (interest) ve ribaya (usury) ilişkin farklı kavramlar kullanılmaktadır.

⁷ M. ed-Devalibi 1951'de Paris'te yapılan İslam Hukuku Konferansı'nda tüketim kredilerinden alınan faizin haram olduğunu ancak yatırım kredilerinden alınan faizin haram olmadığını öne sürmüştür (Baktır, 1997: 750).

⁸ Ancak Elmalılı Hamdi Yazır'ın görüşü, bazı çevrelerce faizin (ribanın) sadece kat kat arttırılmış olması halinde haram olduğu yönünde bildirilen görüşün tam tersidir. Nitekim Elmalılı, kat kat arttırılmış faizin günümüzde uygulanan mürekkep faize eşit olduğunu belirtmiş ve bunun birçok bankaca uygulandığını belirtmiştir (Döndüren, t.y.). Ayrıca Müftü Ebu's Suud Efendi bu hususta şöyle demektedir: “Ayet-i kerime içerisindeki (kat kat) tabiri, Allah'ın riba hakkındaki yasağını kayıtlamaz. Yani fahiş faizi yasaklayıp basitini serbest bırakmaz. Bu tabirden maksat, Ayet-i kerimenin nazil oluşu sırasında hüküm süren adetin kötülüğünü bildirmektir” (Coşkun, 1973: 36).

⁹ Fazlalık ribasının bazı hallerde helal olabileceği görüşü Sahabeden İbn Abbas (r.a)'a ve ulemadan İbn Rüşd, İbn Kayyim ve Şah Veliyullah Dehlevi'ye nispet edilmiştir (Baktır, 1997: 750).

tartışmaları sürmektedir (Karaman, t.y.; Asutay, 2015: 71; Gözübenli, 1997: 646; Döndüren, 2014: 127, 135; Güneç, 1997: 257-258).

Ancak diğer yandan faiz ile ribanın aynı şey olduğu yönünde literatürde baskın bir görüş vardır. Döndüren (t.y.)'ye göre riba sözcüğü yerine, Türkçe'de daha çok "faiz" terimi kullanılır. Faiz, "taşan, taşkın, dolu, ödünç verilen para için alınan kâr" gibi anlamlara gelmektedir. Elmalılı Hamdi Yazır, ribâ ile faizin aynı anlama geldiğini belirtirken şöyle demektedir: "Ribâ; sözlükte, ziyâdelenmek, fazlalanmak anlamına mastar olup, faiz dediğimiz özel fazlalığın adı olmuştur... Câhiliyye devrinde asıl borca 're'sül-mâl', ziyadesine ise 'ribâ' adı verilirdi. Bugünkü faiz işlemleri nitelik bakımından câhiliyye devrinin bu âdetinden başka bir şey değildir. Zaman zaman faiz miktarının ve şekillerinin azalması veya çoğalması muâmelenin niteliğini değiştirmez. İşte cahilî Arap örfünde ribâ tam anlamıyla günümüzdeki nükudun (nakit paraların) faizi veya nemâsı tabir olunan fazlasıdır..." (Döndüren, t.y.). Armağan (2005: 188)'a göre dilimizde kullanılan faiz kelimesi ile riba ve türetildiği kelimeler (fazlalık, kabarıklık, şişkinlik) aynı manadadır. Diğer yandan, birçok kaynakta faiz ile riba aynı anlamda kullanılmış ve eş anlamlı olduğu vurgulanmıştır (Armağan, 2005: 188; Erdoğan, 1994: 29; Asutay, 2015: 63; Karaman ve diğerleri, 2002: 411; Döndüren, 2011: 203; Coşkun, 1972a: 40; Gözübenli, 1997: 645; Döndüren, 2014: 124; Özsoy, 2012a: 5). Öte yandan, birçok kaynakta da faizin sadece kat kat arttırılmış olması veya tefecilik sayılması gereksiz her türlü faizin yasak olduğu belirtilmiştir¹⁰ (Beşer, 2015; Döndüren, 1996: 58).

Bu tartışmalar ışığında bu çalışmada riba ile faiz aynı anlamda kullanılmıştır. Diğer yandan, her türlü faizin haram olduğu da kabul edilmiştir (Özsoy, 2012a: 3; Tabakoğlu, 2011: 148). Bu anlamda riba (faiz)'nin tanımlamalarına bakmak faydalı olacaktır.

Riba (faiz), lügatta "artma, şişme, kabarma, çoğalma, yayılma, nema, ziyade, ilave ve bir fazlalık" anlamına gelmektedir¹¹ (Armağan, 2005: 188; Döndüren, 2011: 203; Coşkun, 1972a: 40; Karaman ve diğerleri, 2002: 411; Özsoy, 2012a: 5). İslam hukukunda faiz (riba), "malın mal ile değişimi mahiyetindeki bir akitte karşılığı bulunmayan bir fazlalık"tır (Armağan, 2005: 188).

¹⁰ Döndüren (1996: 58) faizi kat kat arttırılmış faiz olarak gören görüşü eleştirmiştir. Örneğin The Oxford English Dictionary'de faiz (riba), "Aşırı faiz haddi ile, özellikle kanunların izin verdiğinden daha yüksek faizle ödünç para verme" olarak tanımlanmıştır. Ancak aşırı faizin ölçüsü belirli değildir. Bugün için normal sayılan bir faiz haddi yarın için aşırı sayılabilirken yine bir ülkede normal sayılabilecek bir faiz haddi başka bir ülkede aşırı sayılabilmektedir (Döndüren, 1996: 58)

¹¹ Ancak buradaki artış veya fazlalık sanal bir artıştır. Nitekim, Kur'an ribanın aslında gerçek manada bir artış olmadığını ve onun Allah tarafından eksiltip yok edildiğini beyan ederek faizin gerçek mahiyetini ortaya koymaktadır (Özsoy, 2012a: 5). Nitekim Rûm Suresi 39. Ayet'te "İnsanların mallarında artış olsun diye verdiğiniz faiz, Allah katında artmaz. Allah'ın rızasını dileyerek verdiğiniz zekât ise; işte bunu yapanlar, (dünyada mallarının bereketini, ahirette sevablarını) kat kat arttıranlardır" buyurulmuştur.

Bir fıkıh terimi olarak faiz (riba), “ölçü ve tartı ile alınıp satılan misli malların, altın, gümüş ve nakit paranın aynı cinsten miktarını, ziyade bir ivazla mübâdele etmek”tir (Döndüren, 2011: 204). Diğer bir fıkhi tanıma göre faiz, “ödünç vermekte, rehinde ve alışverişte alıcıdan veya vericiden birinin ötekine karşılıksız olarak vermesi şart edilen fazla mala (paraya)” denmektedir (Işık, 2013: 851).

Faiz (riba) çeşitli İslam araştırmacıları tarafından da tanımlanmaya çalışılmıştır. Bu açıdan, Bilmen (1995: 421) tarafından yapılan tanıma göre riba (faiz), “alışverişlerde bir karşılık olmaksızın akideler arasında ziyade (fazla) bir miktarı şart koşturmak”tır. Özsoy (2012a: 5)’a göre faiz “ödünç işlemlerinde veya alışverişlerde ortaya çıkan, karşılığı bulunmadığı veya eşitsiz paylaşıldığı için iki taraftan birini zarara sokan, gerçekleşmiş veya gerçekleşme potansiyeli bulunan fazlalık veya kısaca karşılıksız bir değer transferi”dir. Armağan (2005: 191)’ın tarifine göre faiz, “eşyanın eşya ile aynı cins ve miktar eşya arasında değiştirilmesinde ve para borçlarında borcun zamanında ödenmemesi sebebiyle verilen fazlalık”tır. Gözübenli (1997: 645)’ye göre faiz (riba), “ivazlı işlemlerde¹² taraflardan birisi için şart koşulmuş karşılıksız kalan fazlalık” demektir.

Şu duruma açıklık getirilmelidir ki, faiz sadece paranın ödünç verilmesinde ödünç verenin ödünç alandan ödeme sırasında bir fazlalık almasına münhasır değil, eşya mübadelesini kapsayan akitlerde de söz konusudur (Armağan, 2005: 188). Yani faiz sadece paranın mübadelesinde değil ayrıca mal mübadelesinde de ortaya çıkmaktadır. Bu konu faizin çeşitleri başlığında ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

1.4.2.2. Faizin Özellikleri ve Diğer Ekonomik Getirilerden Farkları

Faiz; kâr, komisyon geliri, kira geliri gibi getirilerden oldukça farklı bir faktördür. Unutulmamalıdır ki, faizde risk alınmamakta ve getiri borçlu tarafından taahhüt edilmektedir. Bu ve benzeri nedenlerden dolayı faiz, diğer ekonomik aktivite ve getirilerden oldukça farklıdır. Bu duruma ilişkin açıklama şu şekilde yapılmaktadır:

- Faiz, ticaret değildir. Çünkü ticarete satan ve alan arasında menfaat bakımından denge vardır (Erdoğan, 1994: 29). Diğer yandan, İslam’da yenilmesi, içilmesi veya yararlanılması caiz olan şeylerin üretimi ya da alım satımının yapılması caiz görülmüştür. Faiz ise şiddetle yasaklanmıştır (Döndüren, 2014: 128). Bu anlamda Kur’an’da alışveriş helal, faiz haram kılınmıştır (Erdoğan, 1994: 29). Nitekim, Bakara Suresi 275. Ayet’te “Onların başına gelen bu durum; alım-satım tıpkı faiz gibidir, ikisi de aynı niteliktedir, demeleri yüzündendir. Halbuki Allah, alım-satımı helal, faizi ise haram kılmıştır” buyurulmuştur.

¹² İvazlı işlem taraflardan her ikisine de borç yükleyen işlemdir.

- Faiz, kâr değildir. Bu sebepten, kısaca “parasal sermayenin üretimden alacağı payın önceden belirlenmesi faiz; üretim sürecinin sonunda gerçekleşmiş, ortaya çıkmış, sınırları belirlenmiş kazançtan belirlenmesine kâr denir” (Özsoy, 2012a: 4). Nitekim faizde belirli bir getirinin kişi veya banka tarafından alacaklıya ödenmesi yönünde taahhüt verilmektedir¹³. Burada sermayenin zarar riskini banka üstlenmektedir. Bu nedendir ki, banka zarar etse de taahhüdünü yerine getirmek (faizi ödemek) zorundadır. İslam, bunun yerine sermayenin kâr/zarar riskine sokulmasını öngörmektedir¹⁴. Kısaca, faizli işlemlerde zarar riski bankaya ait iken, İslam’ın öngördüğü finansman modellerinde (mudaraba gibi) bu risk sermayenin üzerindedir (Döndüren, 2014: 129).
- Faiz, kira geliri değildir. Çünkü ancak kendisi tüketilmeksizin ayından¹⁵ yararlanmak mümkün olan şeyler kira konusu olabilmektedir. Örneğin kiralanan bir ev, dükkân, araç vb. kendisi varlığını sürdürürken kiracı ondan yararlanır ve karşılığında kira öder. Para ise tüketilerek tasarruf edilebildiği için kiraya konu olamaz (Döndüren, 2014: 129). Özsoy (2012a: 4)’a göre ise “Faize ‘paranın kirası’ denmesi son derece yanlıştır. Dayanıklı olması bir yana kâğıttan öte fiziki bir varlığa sahip olmayan paranın kirasından söz edilmesi onun karşılığı olan ‘menfaat’ kavramını tanımamak demektir. Mesela bu kez elimizde bir daire yerine 100 TL para olsun. Bu paranın, para halinde hiçbir zâti değeri yoktur. İnsanın hiçbir ihtiyacını gidermez; yenilmez, içilmez, giyilmez. Onun faydası ancak zâti faydası olan bir mala çevrilmesi ve mal halinde iken ondan faydalanılması, alım-satımlara konu olarak bu faydanın arttırılarak, sonrasında tekrar paraya çevrildiğinde ilk paraya göre reel bir artışın olması ile mümkündür”.
- Faiz, komisyon bedeli değildir. Nitekim, komisyoncu; sermaye yatırımı yapmaksızın ve ticaret riskine girmeksizin satıcı ve alıcıyı buluşturan ve malın satışına aracılık eden kimsedir. Bu nedenle komisyoncunun emeği karşılığında anlaşma ve örf gereğince alacağı ücret meşrudur (Döndüren, 2014: 129-130).
- Faiz, tasarrufa ödenen prim değildir. Çünkü tasarrufun asıl saiki faiz elde etmek değil, güvenlik ve gelecek endişesidir (Erdoğan, 1994: 29-30).

¹³ Bu anlamda faiz “üretim katkısı önceden öngörülmesi mümkün olmayan parasal sermayenin üretimden alacağı payın önceden belirlenmesinden başka bir şey değildir” (Özsoy, 2012a: 4). Ancak belirtildiği gibi İslami finasta sermayenin getirisi önceden belli değildir. Nitekim alınan risk şudur ki, zarar da gerçekleşebilmektedir. Yani faizin aksine getiri kesin değildir.

¹⁴ İslam’da olduğu gibi önceki semavî dinlerde de faiz, üretime dayalı olmayan emek ve ticaret riski bulunmayan bir haksız kazanç olarak görülmüştür (Döndüren, 2011: 204).

¹⁵ Nakit para dışındaki maddi servet anlamındadır. Ev, at, vb. buna örnektir.

1.4.2.3. Faizin (Ribann) Çeşitleri

Faiz çeşitleri Kur'an ve hadislerle bakıldığında iki çeşit faiz olarak görülmektedir.¹⁶ Bunlar borç faizi ve alışveriş faizidir.

1.4.2.3.1. Ribe'n Nesie (Borç Faizi, Veresiye Faizi)

Faizin en eski ve en çok bilinen şekli budur. Araplarda Cahiliye döneminde oldukça sık rastlanmıştır (Sayı, 1987: 28). Günümüzde de en çok tartışma konusu olan ve en sık rastlanan faiz türü olarak göze çarpmaktadır.

Ribe'n nesie (borç faizi) Kur'an tarafından kesin bir dille yasaklanmıştır (Karaman ve diğerleri, 2002: 416). Ayetlerde ribanın kârdan tamamen farklı olduğu belirtilmiş ve gelirin bir kısmını tedavülden alıkoyan ve dolayısıyla yeni gelirler oluşturmasını önleyen "bereketsiz" bir işlem olacağı vurgulanmıştır (Tabakoğlu, 2011: 147). Ayrıca, sünnet de bu yasağı teyit etmiştir (Karaman ve diğerleri, 2002: 416).

Ribe'n nesie, "vade karşılığında alacağın miktarının artırılması" olarak tanımlanabilmektedir (Karaman ve diğerleri, 2002: 416). Diğer bir tanıma göre ribe'n nesie, "Paranın araya girdiği durumlar hariç, malın malla veya paranın parayla mübadelesinde bedellerden birinin veya ikisinin vadeli olduğu her mübadelede vade faizi tahakkuk eder. Bedellerin cins ve miktarının aynı veya farklı olması neticeyi değiştirmez. Bu durumda faizin doğmasına sebep olan unsur, yani faiz illeti tek başına vadedir"¹⁷ (Özsoy, 2012b: 45). Örneğin, on gram gümüş bu ağırlıktaki gümüş para karşılığında veresiye olarak satılamaz. Çünkü bunların cinsleri ve miktarları birdir, ayrıca bunların biri peşin diğeri ise veresiyedir. Bu şekilde aralarında bir fark vardır. Diğer yandan, cinsler farklı da olsa tartıya bağlı olan şeyler (misli mallar) birbirini ile veresiye olarak değiştirilememektedir (Bilmen, 1995: 422). Örneğin; miktarları eşit olsa dahi buğday ile buğday, buğday karşılığında arpa, demir karşılığında çimento vadeli satılamaz. Bu anlamda bedellerden sadece birinin vadeli (veresiye) olması faizin gerçekleşmesi için yeterlidir (Özsoy, 2012b: 45).

Ribe'n nesie'de vade önemlidir. Vadenin önemi, iki bedel arasında ortaya çıkabilecek olan değer farklılaşması ve eşitsizliğe zemin teşkil etmesinden kaynaklanmaktadır. Bir taraftan piyasa

¹⁶ Bazı kaynaklar borç faizini cahiliye faizi (ribası) olarak görmüş ve ribe'l fadl (alışveriş faizi, fazlalık faizi) ve ribe'n nesie'den ayrı tutmuştur (Döndüren, 2011: 203; Asutay, 2015: 65; Bayındır, 2007: 74). Bazı kaynaklar ise ribe'n nesie'yi borç faizi olarak genellemiş ve vadesinde ödenmeyen borcun vadesinin daha da uzatılması olan cahiliye ribasını (faizini) ribe'n nesie kapsamında değerlendirmiştir (Karaman ve diğerleri, 2002: 415). Biz bu çalışmada veresiye (vade) sonucu alacağın artırılması ile vadenin ileride daha da artırılması sonucu alınan faizi Karaman ve diğerleri (2002)'yi takip ederek aynı kapsamda yani ribe'n nesie kapsamında değerlendirmiş bulunmaktayız.

¹⁷ Bedellerden birinin para diğerinin mal olması halinde ise peşin veya vadeli (mal peşin parası vadeli veya tersi=selem) mübadeleler caizdir (Özsoy, 2012b: 46).

şartlarının değişkenliği, yani mal ve para piyasalarında ortaya çıkan yükselme ve düşüşler; diğer yandan alacaklı tarafın vade süresince para veya malını kullanma imkânından mahrum kalması sebebiyle karşılaşılabileceği fırsat kaybı veya borçlanılan para veya mal biriminin ani değer kazanmasıyla borçlunun yükünün beklenmedik boyutlara ulaşması v.b. bu farklılaşma ve eşitsizliğin en önemli sebebidir (Özsoy, 2012b: 46).

Ribe'n nesie altında ele alınabilecek olan bir diğer faiz (riba) türü, vadede ödeme yapılamaması nedeniyle faiz koşuluyla vadenin ötelenmesidir. Bu durum özellikle İslam öncesi dönemde oldukça yaygınlık kazanmıştır. Örnek vermek gerekirse, borç alınan 200 lira zamanında ödenmezse 400 lira, yine zamanı gelince ödenmezse 800 lira olmakta ve bu durum bu şekilde devam etmektedir (Coşkun, 1972b: 42).

1.4.2.3.2. Ribe'l Fadl (Alışveriş Faizi, Fazlalık Faizi)

Ribe'l fadl, “misli¹⁸ (standart) bir malın kendi cinsiyle (mesela altının altınla, buğdayın buğdayla) peşin mübadelesinde bedellerden birindeki kemmi (nicel) fazlalık” olarak tanımlanmaktadır. Başka bir tanıma göre ribe'l fadl, “tartılan ve ölçülen bir cins eşyanın kendi cinsi karşılığında peşin olarak ziyadesi ile (fazlası ile) satılması” şeklindedir (Bilmen, 1995: 421).

Ribe'l fadl özellikle altı madde hadisine dayanmaktadır¹⁹. Bu anlamda örneklendirilecek olursa; on kilo buğday, on kilo buğday karşılığında peşin olarak satılabilir. Ancak dokuz veya on bir kilo buğday karşılığında satılamaz. Fazla olan kısım riba (faiz)'dir (Bilmen, 1995: 422). Bu durum Tablo 1'de de gösterilmiştir. Tablo 1'e göre arpa, arpa ile eşit miktarda ve peşin olmak üzere mübadele edilebilirken; hurma, hurma ile yine eşit miktarda ve peşin olmak üzere mübadele edilebilir. Yine altının altınla ve gümüşün gümüşle ticaretinde eşitlik ve peşin ödeme şartı aranmaktadır. Yiyeceklerin kendi aralarındaki mübadelesinde ise, eşit miktarda olma şartı aranmaksızın peşin mübadele yeterlidir. Yiyeceklerin altın ve gümüş karşılığı ticaretinde ise şart aranmaz.

¹⁸ “Misli mal, parçaları arasında, birimlerinde ayrılık olmayan veya az bir ayrılıkla beraber piyasada benzerinin bulunması sebebiyle bu ayrılığın önem arz etmediği mallardır. Misli mallar tamı tamına birbirinin yerine geçen (ikame mal anlamında değil) mallardır. Ödünç alınan şekerin yerine çarşıdan alınan şeker verilebilir. Bu mallar normal olarak ya tartı ya hacim ölçüsü ya da sayıyla takdir edilir. Altın, gümüş, demir, bakır vb. birinciye, zeytin ve hububat ikinciyeye örnektir. Tahıl ürünlerinde tartı daha çok kullanıldığından ölçülenlerden değil tartılanlardan olmuştur. Sayılabilenlere misal ise yumurta, kavun ve karpuzdur. Tencere, tabak, kaşık, kitap ve benzerleri de sayıyla takdir edilir. Günümüzde fabrikalarda üretilen mallar imal ve vasıfta birleştikleri misli mallardan sayılırlar. Dolayısıyla televizyon, bilgisayar, buzdolabı vb. teknolojik ürünler de sayılabilir. Metre gibi uzunluk ölçüsüyle takdir edilen kumaş ve benzeri tekstil ürünleri de misli mal sınıfına dahil edilebilir. Kıyemi mallar ise, piyasada benzeri olmayan veya benzeri olan, fakat büyük ayrılık bulunan, normal olarak benzeri karşılanamayan şeylerdir. Ev, daire, işyeri, arsa gibi, gayrimenkul varlıklar; deve, koyun ve benzeri hayvanlar, kıymetli taşlar, yazma kitaplar, antika eşyalar vb. kıyemi mallardır” (Özsoy, 2012b: 44).

¹⁹ Hadiste belirtilen altı madde altın, gümüş, buğday, arpa, hurma ve tuzdur.

Tablo 1: Fazlalık Faizi (Ribe’l Fadl)’ni Ortaya Çıkaran ve Çıkarmayan Alışverişler

Değerli Madenler	Değerli Madenler			Yiyecekler		
	Altın	Gümüş	Buğday	Arpa	Hurma	Tuz
Altın	+++	***				
Gümüş	***	+++				
Yiyecekler						
Buğday			+++	***	***	***
Arpa			***	+++	***	***
Hurma			***	***	+++	***
Tuz			***	***	***	+++

+++ Eşitlik ve peşin ödeme *** Peşin Ödeme Serbest

Kaynak: Armağan, 2005: 199

Fazlalık faizi ile ilgili başka bir konu da altı malın mübadelesinde ortaya çıkan fazlalığın ayar, işçilik veya kaliteye karşılık tutulmasının kabul edilemez olduğudur. Nitekim kalite ve işçilik değeri objektif bir değer değildir (Özsoy, 2012b: 44).

Çoğunluk müctehitlere göre; hadislerde belirtilen altı madde örnek kabilinden olup ortak nitelik, bunların ağırlık ve hacim ölçüsü ile alınıp satılan mallardan olmasıdır (Döndüren, 2014: 126). Müctehidler²⁰, bu altı maddeye kıyasla aralarında tespit ettikleri illete göre başka maddeleri de faiz kapsamına almışlardır (Asutay, 2015: 67). Bu anlamda, paranın ve gıda maddelerinin peşin olarak fakat fazlalıkla değişiminin (ribe’l fadl) yasaklanmış olma gerekçesi ve illeti üzerinde farklı görüşler ileri sürülmüş olup yasağın ölçüsü, sınırı ve hangi cins ve nevi malları kapsadığı hususu tartışmalıdır (Karaman ve diğerleri, 2002: 416).

1.4.2.4. Faiz Yasağının Kaynakları

Faiz yasağının kaynaklarını, Kur’an-ı Kerim ve hadisler oluşturmaktadır.

1.4.2.4.1. Kur’an-ı Kerim

Kur’an’da faiz (riba) yasağına, değişik üslup ve anlatım tarzı ile birden çok yerde değinilmiştir. Ancak faize ilişkin hiçbir Ayet’te faizin tanımı yapılmamış; ayırıcı özellikleri ve kapsamı belirtilmemiştir. Kur’an’da geçen riba kavramının anlamı o dönem Araplarınca bu kelimeye yüklenen anlamdan farklı değildir (Karaman ve diğerleri, 2002: 413).

²⁰ Müctehid, dinin tafsili delillerden şer’i hüküm elde etme melekesine ve ehliyetine sahip olan adâlet sahibi kimselerdir (Kahraman, 2012: 161).

Kur'an'da riba (faiz) meselesi dört yerde ele alınmış ve riba (faiz) yasağı tıpkı içki yasağında olduğu gibi aşamalı bir yöntem izlenerek dört aşamada ortaya konmuştur (Karaman ve diğerleri, 2002: 413).

İlk aşama: Bu konuda ilk Ayet, Mekke döneminde nazil olmuştur. Bu anlamda Mekkî Rum Suresi 39. Ayet'te "İnsanların mallarından artsın diye, verdiğiniz faiz Allah katında artmaz. Ama Allah'ın yüzünü (rızasını) isteyerek verdiğiniz zekât ise, işte (sevablarını ve gelirlerini) kat kat arttıranlar onlardır" buyurulmuştur. Bu Ayet, faizi açık bir şekilde yasaklamamaktadır. Ancak bununla birlikte Allah katında çirkin görüldüğüne ve bereketsizliğine değinerek faizi dolaylı olarak reddetmekte ve Müslümanlara bu yönde uyarıda bulunmaktadır (Karaman ve diğerleri, 2002: 413).

İkinci aşama: Nisa Suresi 160-161. Ayetlerinde "Yahudilerin yaptıkları zulüm ve birçok kişiyi Allah'ın yolundan alıkoymaları nedeniyle (önceleri) kendilerine helal kılınmış güzel şeyleri onlara haram kıldık. Yasaklandığı halde faiz almaları ve insanların mallarını haksız yere yemeleri nedeniyle (öyle yaptık.) Onlardan kâfir olanlara pek acıklı bir azab hazırlamışızdır" buyurulmaktadır. Bu Ayet ile de Yahudilere faizin haram kılındığı, fakat onların faizi helal sayıp uygulamaya devam ettikleri ve bu nedenle de birçok azaba çarptırılacakları haber verilmektedir. Böylece Ayet dolaylı olarak faiz yasağına temas etmiş ve bu konuda Müslümanları yönlendirmiştir (Karaman ve diğerleri, 2002: 413).

Üçüncü aşama: İslam'da ilk faiz yasağı (açıkça) üçüncü hicret yılında "katlanmış faizin yasaklanması" ile başlamıştır (Döndüren, 2011: 204). Nitekim bu zamanda Al-i İmran Suresi 130. Ayet'te "Ey iman edenler, faizi kat kat arttırılmış olarak yemeyin. Ve Allah'tan sakının, umulur ki kurtulursunuz" buyurulmuştur. Bu Ayet ile faizciliğin o günkü toplumda cari oluş şekline dikkat çekilerek bu şekilde faiz yemenin kesinlikle yasak olduğu belirtilmiştir (Gözübenli, 1997: 610). Ancak belirtmek gerekir ki, burada faizin kat kat olarak belirtilmesi tek dereceli faizin helal olduğu anlamına gelmemekte; sadece o günkü olguyu açıklamaktadır (Karaman ve diğerleri, 2002: 413).

Dördüncü aşama: Artık faiz bir önceki kaydı da taşımaksızın şiddetli bir üslupla yasaklanmış, faizi bırakanlara bazı imkânlar gösterilirken faizde ısrar edenlere acı sonuçlar bildirilmiştir (Karaman ve diğerleri, 2002: 413). Bu anlamda, Hayber'in fethi yılında Bakara Suresi 275-279. Ayetlerle faiz yasağına ilişkin uygulama genelleştirilmiştir (Döndüren, 2011: 204). Bakara Suresi 275-279. Ayetlerde "Faiz yiyenler, ancak şeytan tarafından çarpılmış gibi bir hale geliverirler. Bu da onların, alışveriş de faiz almaya benzer, onun eşidi demelerindedir. Allah, alışverişini helal etti, faizi haram. Rabbinden kendisine öğüt verilen, faizden vazgeçerse eskiden aldıkları ona aittir, işi de Allah'a ait. Fakat bundan sonra gene tutup faiz alanlar, ateş ehlidir, orada da ebedi kalırlar. Allah faizli kazançları bereketten mahrum eder, ama karşılıksız yardımlar olan, sadakaları kat kat artırarak bereketlendirir. Allah kendisinden gelen gerçekleri örtbas edenleri ve

günahkârların hiçbirini sevmez. İman edenler, doğru ve yararlı işler yapanlar, namazlarında dikkatli ve devamlı olanlar, karşılıksız yardım denilen zekâtı verenler, işte onlar mükâfatlarını Rablerinden alacaklardır ve onlara ne korku vardır ne de üzürlüler. Ey inananlar! Yolunuzu Allah ve kitabıyla bulun ve eğer mü'minseniz faizden doğan kazançların tümünden vazgeçin. Çünkü böyle yapmazsanız, o zaman Allah ve elçisi tarafından açılmış bir savaştan haberiniz olsun! Ama eğer tevbe ederseniz, ana paranızı almaya hak kazanırsınız. Böylece ne haksızlık yapmış ve ne de haksızlığa uğramış olursunuz” buyurulmuştur. Sahabeden bazılarına göre Bakara Suresi'nde yer alan faiz yasağı ile ilgili Ayetler ile faiz yasağının kesinliği yanında yasağın şumulüne ve ayrıca faizden vazgeçilse dahi borç altında ezilenlere yapılabilecek insani yardımlara dikkat çekilmiştir (Gözübenli, 1997: 610).

1.4.2.4.2. Hadis

Hiz. Muhammed (sav)'in hadisleri Kur'an-ı Kerim'de ortaya konulan faiz yasağını açıklamış, uygulamasını göstermiş ve ayrıca Kur'an-ı Kerim'de işaret edilmeyen bazı işlemleri de faiz olarak nitelendirip yasaklamıştır (Karaman ve diğerleri, 2002: 414). Bu anlamda Kur'an'da sözü edilen faiz (riba), o gün piyasada kullanılan ve altın ve gümüş para borçlarından doğan cahiliye ribasıdır. Hiz. Muhammed (sav)'in hadisleri ise, faizin kapsamını genişletmiş ve şartlarını ortaya koymuştur (Döndüren, 2011: 205).

Hadislerde ayrıca faizin yasak olduğu ve büyük günahlardan olduğu belirtilmiştir. Bir hadiste “yedi helak edici şey” sayılırken bir tanesinin “faiz yemek” olduğu belirtilmiştir (Döndüren, 1996: 57). Başka bir olaya ve olayda geçen hadise göre; Amr b. Umeyr'in dört oğlu, Müslüman olmadan önce hak kazandıkları faizi almak için Müslüman olduktan sonra borçlulara başvurmuş, sorun çözülemeyince Mekke valisi Attab b. Esid'e başvurmuştur. Vali konuyu Peygamberimiz'e bildirmiş; Peygamberimiz de sadece anaparayı alabileceklerini faizden vazgeçmeleri gerektiğini bildirmiştir. Hatta Peygamberimiz valinin mektubuna karşılık olarak “Ya (ribadan vazgeçip anaparayı almaya) razı olurlar, ya da onlara harp ilan ettiğini bildir” şeklinde cevap vermiştir (Gözübenli, 1997: 613). Diğer bir hadise göre, Hiz. Muhammed'in şöyle dediği aktarılmıştır: “Resûlullah (sav) faiz yiyeni, şahidini ve kâtipliğini yapanı lanetlemiştir” (Asutay, 2015: 63). Başka bir hadise göre, Hiz. Peygamber şöyle buyurmuştur: “Faiz 73 kısımdır, en küçükü (basiti) bir erkeğin annesiyle zina yapması gibidir” (Armağan, 2005: 197).²¹

Diğer yandan Hiz. Peygamber kendi döneminde uygulanan işlemleri ve alım satım türlerini de ya faize yol açacağı veyahut da faiz olduğu için yasaklamıştır. Örneğin, “eşya-yı sitte” veya “emval-i ribeviyye” hadisi (altı eşya hadisi) buna ilişkindir (Karaman ve diğerleri, 2002: 414).

²¹ Faizin katiyen yasak olduğu ve faiz alışverişinde bulunanların lanetlendiği, kötü azaplara çarptırılacağı konusunda daha fazla hadis için bkz Armağan (2005: 197-198).

Fazlalık faizi (riba el fadl) olarak da bilinen faizin yasaklığına ve açıklamasına ilişkin hadislere örnekler şöyledir: ²² Ubade b. es-Samit'ten nakledilen hadise göre “Altın altınla, gümüş gümüşle, buğday buğdayla, arpa arpayla, hurma hurmayla ve tuz tuzla misli misline eşit ve peşin olarak satılırlar. Ancak maddeler farklı cinsle değiştirilecekse, peşin olmak şartıyla istediğiniz gibi satış yapınız” Bu hadisin Müslim'deki rivayetinde, “Kim fazla verir veya alırsa şüphesiz riba yapmış olur” ilavesi vardır (Döndüren, 2014: 126).

Cins birliği olanlar arasındaki mübadele konusunda Bilal el-Habeşi'den (r.a.) şu olay nakledilmiştir: Bilal'in Hz. Peygamber'e ikram etmek üzere, iki ölçek âdi hurmayı bir ölçek kaliteli hurma ile değişim yaptığını haber alan Hz. Muhammed: “Vah vah ribanın ta kendisi. Bunu böyle yapma, fakat hurma satın almak istersen, kendi hurmanı sat, onun satış bedeli ile istediğin hurmayı al” buyurmuştur. Buradaki yasağın sebebi, takasların para değeri üzerinden yapılmasını sağlamaktır. Çünkü kalite farkını başka türlü belirlemek, taraflardan birinin aldanmasına yol açabilmektedir (Döndüren, 2011: 203-205). Bu konudaki diğer bir olay ve hadis şöyledir: Hayber ganimetleri arasında bulunan altın ve boncuk dizili bir gerdanlığı 12 dinara (yaklaşık 48 gr. altın para) satın alan Fudale İbn Ubeyd (r.a.) bu alışverişten şüpheye düşünce, durumu Hz. Muhammed (sav)'e sormuştur. Hz. Muhammed (sav) “Gerdanlıktaki altın kısmının diziden çıkarılarak ayrıca tartılmasını ve altın parayla ağırlık olarak denkleştirilmesini, geri kalan kısım için de fiyat takdiri yapılmasını” bildirmiştir (Döndüren 2011: 205).

Bazı hadisler ise nesie (gecikme) faizine ilişkindir. Örneğin bir hadiste, Hz. Peygamber şöyle buyurmuştur: “Faiz ancak veresiyededir”. Başka bir hadiste “Esas faiz nesie (gecikme) faizidir” buyurulurken diğer bir hadiste, “Nesie (gecikme) faizinden başka faiz yoktur” buyurulmuştur (Karaman ve diğerleri, 2002: 414).

1.4.3. Garar (Belirsizlik) Yasağı

İslami finansın temel yasaklarından birisi de garar (belirsizlik) yasağıdır. Kur'an ve hadislerle yasaklı olması hüküm altına alınmış olan garar çeşitli tanımlamalara konu olabilmektedir.

1.4.3.1. Gararın Tanımı

Arapça bir kelime olan garar geniş bir anlama sahiptir. Kelime anlamıyla garar, tahribat ya da zarara yol açabilecek hilekârlık, risk, tehlike, dolandırıcılık, belirsizlik, bilinmezlik, riziko ve spekülatif işlemler anlamına gelmektedir (Uddin, 2015; Gait ve Worthington, 2007: 10; Ernst, 2011: 15; Shalhoob, 2016: 19). Hanefi alimleri gararı “sonucu belirsiz (belirlenmemiş veya karara

²² Fazlalık faizine (altı mal faizi) ilişkin daha fazla hadis örneği için bkz. Armağan (2005: 195-197) ve Bayındır (2007: 51-60).

bağlanmamış) olan şeyler” olarak tanımlamıştır. Şafi alimlere göre garar, “usûlü (biçimi) ve sonucu gizli (bilinmez) olan şey” olarak tanımlanmıştır. Hanefi fıkıh alimlerinden Serahşi’ye göre garar, “sonucu gizli (bilinmez) olan şey veya müşterek olmayan risk”tir (Uddin, 2015). Hanbeli alimlere göre garar, “sonucu bilinmeyen şey” veya “mevcut olsun ya da olmasın teslim edilemeyen şey”dir (Razali, 2012: 33). Ayrıca, Ibn Abidin’in tasvirine göre garar, “satışa konu bir belirsizliği” ifade etmektedir. Bu görüş, Zahiri Okulu tarafından benimsenmiştir (Gait ve Worthington, 2007: 10).

Diğer yandan birçok farklı yazar garara ilişkin tanımlamalar yapmıştır. Bu konuda Maraj (2013: 11)’a göre garar, “işlemin ana faktörleri hakkında çok az bilgiye veya asimetrik bilgiye sahip olmak, dolayısıyla gereksiz tehlikeye maruz kalmak” demektir. Zadrán (2013: 16)’a göre garar, “bir işte (ticarete) alım ve satımda kullanılan mal ve hizmet ile ilgili gerekli şart ve bilgilerin yeterince edinilmemesi”dir.

Tanımlamalardan görüldüğü üzere garar, belirli konuların (maddelerin) kalite ve türü ile ilgili, ayrıca sözleşmenin nihai sonucu ile ilgili bilginin veya malumatın olmamasından dolayı eşkâlleri belli olmayan bu konu veya maddelere ilişkin işlemlerdir (Uddin, 2015).

1.4.3.2. Gararın Türleri

Bir işlemin garar sayılabilmesi için belirsizliğin derecesi konusunda alimler arasında görüş farklılıkları mevcuttur (Shalhoob, 2016: 19). Örneğin, Hanbeliler satış fiyatı tam olarak bilinmeden sözleşmeden kaynaklı yükümlülükler izin vermiştir. Ayrıca, icap ve kabul sırasında piyasa fiyatı bilinmiyor olsa bile piyasa fiyatı üzerinden yapılan satışlara genel olarak izin vermiştir (Visser, 2009: 46).

Hangi işlemlerin garar sayılabileceği ve belirsizliğin (garar) hangi derecesinin akitleri ve işlemleri geçersiz kıldığı noktasında görüş farklılıkları vardır. Bu konuda düşük ve aşırı garardan söz etmek gerekmektedir. Bu anlamda garar iki türe ayrılmaktadır (Ernest, 2011: 15; Uddin, 2015):

- **Garar fahiş (Aşırı garar):** Aşırı derecede belirsizlik ve riske işaret etmektedir. Sözleşmelerde aşırı garar örneği, hadislerde de gösterildiği gibi oldukça fazladır ve normal olarak garar satışlarının yasaklanma nedenleriyle ilişkilidir.
- **Garar yasir (Düşük garar):** Sözleşmelerde oldukça sık rastlanan az miktarda ve önemsiz olan garar, miktarının azlığı ve önemsizliğinden dolayı tolere edilmektedir. Alimlerin tamamı tüm işlemlerde bir miktar garar bulunduğu ancak içeriklerine göre farklılaştığı konusunda fikir birliği etmiştir.

Aşırı garar, işlemi geçersiz kılarken; düşük garar, işlemi geçersiz kılmamaktadır. Ancak ikisini ayırt etmek oldukça zordur ve fikirleri birbiri ile çelişen alimler arasında geniş bir gri alan bulunmaktadır. Ancak temel koşullar konusunda, ince düşünülen ve dikkat edilen bir sözleşme ile aşırı belirsizlikten kaçınmak mümkündür (Ernest, 2011: 15).

Gararın ortaya çıkış biçimi ve çeşitlerini Mohammed Obaidullah şu şekilde sınıflandırmıştır (Sultan, 2016: 9-10):

- **Açıklama Riski:** Burada satış konusu ortada bulunmamaktadır. Yani satıcı satış konusu varlığa sahip olmamaktadır ve bunun sonucunda varlığın alıcıya teslimi belirsizdir. Bu durum sözleşmeyi eksik kılmaktadır.
- **Bilgi Eksikliği ve Yanlışlığı:** Burada fiyat, satış konusu, teslim tarihi v.b.'ne ilişkin kritik bilgiler bilinmemekte veya eksik kalmaktadır. Ayrıca bu tür kritik bilgilerin dolandırıcılık, aldatma veya sahtekârlık nedeniyle herhangi bir taraf tarafından kasıtlı olarak kısıtlanması nedeniyle yanlış olduğu durumlar da olabilmektedir. Bu anlamda kötü (haksız) amaç ve güdüler de garar oluşturabilmektedir.
- **Sözleşmelerde Karışıklık:** Bir akitte iki bağımsız akit yapılması akitte koşulsallığa yol açmakta ve bu da akdi belirsiz hale getirmektedir.
- **Şans Oyunları:** Kumarın sonucunda veya içeriğinde yer alan belirsizlikten dolayı belirsizlik ortaya çıkabilmektedir.

1.4.3.3. Gararın Özellikleri

Gararın özelliklerini belirlemek oldukça güçtür. Nitekim İslami finasta garara rağmen istisna edilen uygulamalar bulunmakta; ayrıca hangi derecede gararın işlemi geçersiz kıldığı tam olarak bilinmemektedir. Buna rağmen Ibrahim (2007: 702) bir sözleşmeyi geçersiz kılan garara (belirsizliğe) ilişkin özellikleri şu şekilde sıralamıştır:

- İlk olarak, belirsizlik bir sözleşmeyi geçersiz kılacak kadar aşırı olmalıdır. Bu nedenle, bir satış konusuna ilişkin çok az bir belirsizlik sözleşmeyi etkilememektedir.
- İkincisi, potansiyel olarak etkilenen sözleşme her iki tarafın da bir şey alıp verdiği tam karşılıklı finansal sözleşme olmalıdır. Bu nedenle rastgele belirlenmiş bir hediye (örneğin bir dalgıcın yakaladıkları) geçerlidir, ancak aynı varlığın (dalgıcın yakaladıklarının) satışı belirsizlik nedeniyle geçersizdir.
- Üçüncü olarak, belirsizliğin bir sözleşmeyi geçersiz kılması için temel bileşenleri (yani fiyatı veya satış konusu varlığı) etkilemesi gerekmektedir. Bu nedenle, gebe bir dananın satışı buzağının durumu bilinmemesine rağmen geçerlidir. Aslında, gebe bir dananın fiyatı gebe olmayan bir danadan daha fazla olacaktır. Ancak, doğmamış buzağısının satışı

belirsizlikten dolayı geçersizdir. İlk durumda, satışın temel konusu dananın kendisidir; ancak ikinci durumda satışın konusu doğmamış buzağıdır ki, bu buzağı ölü de doğabilir.

- Son olarak, aşırı belirsizlik içeren tam karşılıklı bir sözleşme başka türlü karşılanamayan bir ihtiyacı karşılıyorsa, sözleşme (belirsizlik) üzerine dayanarak geçersiz sayılamamaktadır. Kutsal Kitap'ta geçen örneğe göre; peşin ödemeli ilerde teslim vaadiyle satışta (selemde) satış konusu, sözleşme başlangıcında bulunmamakta bu da belirsizliğe yol açmaktadır. Ancak, bu sözleşme başka türlü finanse edilemeyen tarımsal ya da endüstriyel işlemleri finanse ediyorsa, bu belirsizliğe rağmen sözleşme kabul edilebilir. Benzer şekilde çağdaş alimler, belirsizliğe dayanan sigorta işlemlerini yasaklamıştır. Ancak İslami sigortanın bulunmadığı durumlarda, İslami sigorta şirketlerinin İslami reasürans şirketleri ile bağlantılı işlem yapmasına izin verilmiştir.

1.4.3.4. Garar Yasağının Kaynakları

Kur'an-ı Kerim'de garar yasağı ile ilgili açık bir ifade ve belirli bir uyarı yoktur (Gait ve Worthington, 2007: 10; Uddin, 2015). Ancak Bakara Suresi 188. Ayet'te "Birbirinizin mallarını haksız yere yiyip tüketmeyin ve diğer insanların mallarından bir bölümünü bilerek haksızlıkla tüketmek için hukuki hilelere başvurmayın" buyurulmuştur. Diğer yandan Bakara Suresi 188. Ayet ve Nisâ Suresi 29. Ayet'te "batıl" kelimesi geçmekte ve malları batıl şekilde tüketmek yasaklanmaktadır. Bu açıdan, birçok alim batıl'ın garar anlamına geldiğini ifade etmiştir (Gait ve Worthington, 2007: 10).

Garar yasağının kaynakları özellikle bu konudaki hadislerdir (Visser, 2009: 45). Nitekim Hz. Muhammed (sav)'in hadisleri, doğmamış hayvanın anne karnında iken satın alımını, sütün ölçülmezsizin memeden (sağmadan önce) satışını, dağıtımından önce savaş ganimetlerinin satın alınmasını, toplanmadan önce yardımların satın alınmasını ve bir dalgıçkuşunun balıkları yakalamadan önce balıkların satın alınmasını yasaklamıştır (Zadran, 2013: 16). Bir hadise göre, "Resûlullah (sav) muhâkale, muhâdara, mülânese, münâbeze, müzâbene satışlarını yasakladı" denmiştir.²³ (Özsoy, 2012b: 49-50). Diğer bir hadiste, Abdullah bin Ömer'den aktarıldığına göre Hz. Peygamber şöyle buyurmuştur: "Yaş meyveyi (kızarmak, sararmakla yenilmeye) elverişliliği belirinceye kadar (ağacı üstünde ve ağaçtan ayrı) satmayınız" (Mace, 2012: 201).

²³ "Muhâkale, samandan ayrılmış hazır buğdayla başaktaki buğdayın tahmin edilerek mübadelesidir. Muhâdara, başak tutmamış yeşil ürünün satışidir. Ancak Ebu Hanife, müşteriye tanımacak muhayyerlik hakkı ile bu satışı câiz görür. Mülânese, dürülü bir kumaş ve elbiseyi sadece yoklamakla satmaktır. Münâbeze, bohçalanmış elbiselerin görmeden satılmasıdır. Ebu Hanife görme muhayyerliği ile bu satışı da câiz görür. Müzâbene, ağacındaki yaş hurmayı kuru hurma ile mübadele etmektir. Bu mübadelelerin hepsi garar sayılır. Çünkü hepsinde bedellerin miktar ve niteliklerinde belirsizlik söz konusudur. Alış-veriş sonunda taraflardan birinin haksız kazanç elde etme veya aldanma ihtimali vardır. Anlaşmazlık ve niza doğabilir. Bu sebeple bu satış türleri yasaklanmıştır" (Özsoy, 2012b: 49-50).

1.4.4. Kumar ve Şans Oyunları (Meysir) Yasağı

Meysir, Arapçada yüsr mastarı kökünden gelen bir kelime olup zorluk anlamındaki “usr” kelimesinin zıddı olmak üzere kolaylık, hafiflik, bolluk ve zenginlik gibi anlamlara gelmektedir. Günümüzde genel anlamda kumarı ifade eden meysir, Arapların şans ve fal oklarıyla oynadıkları bir tür kumardır (Ünal, 2010: 248; Uddin, 2015). Ekonomik anlamda ise meysir, para için özellikle de yüksek düzeyde ödüller için şans oyunları oynamak ya da bazı tesadüfi olaylar üzerine bahse girmektir. Ancak bu tanım oldukça dardır ve “oyun oynamak” kelimesi tüm kumar türlerini içermemektedir. Nitekim, birçok ekonomik işlem doğası gereği kumar iken oyun oynamak kapsamına girmemektedir. Diğer yandan, sonuçları öngörülemez olsa da sırf şansa dayalı olmayan at yarışı, boks ve diğer sportif faaliyetler gibi kumar türleri de vardır. İlâveten, para için kumar oynamak da yine modern kumarın tüm özelliklerini kapsamamaktadır. Nitekim para dışındaki şeyler (politik güç, liderlik gibi) için de kumar oynanabilmektedir. Bu anlamda geniş bir tanım yapmak gerekirse; meysir, bir tarafın zararının diğer tarafın kârına eşit olacağı biçimde iki taraf arasında yapılan belirsiz bir olaya dayalı olarak bir değer bir taraftan diğerine aktarılacağı yönünde yapılan bir anlaşmadır (Salamon ve diğerleri, 2015: 372).

İslam tüm kumar türlerini yasaklamıştır (Uddin, 2015). Bu anlamda kumar yasağı; belirsizlik, bahis ve kumarı Müslümanın hayatından çıkarmayı ve yasaklamayı amaçlamaktadır (Ernst, 2011: 16). Çünkü, kumar İslam alimlerinde sıfır toplamlı oyun olarak görülmüştür. Eğer bir taraf kazanırsa, bu diğer tarafın zararına olacak şekilde ortaya çıkacaktır. Bu ise refahta bir artışa yol açmayacaktır (Visser, 2009: 48).

1.4.4.1. Kumar ve Şans Oyunları (Meysir) Yasağının Kaynakları

Kumar, Kur'an-ı Kerim'de üç Ayetle yasaklanmıştır. Bu bağlamda, kumarın henüz yasak edilmediği zamanlarda indirilen ve meysirden (kumardan) ilk kez bahseden Ayet olan Bakara Suresi (219. Ayet)'e göre, “Sana, şarap ve kumar hakkında soru sorarlar. De ki: Her ikisinde de büyük bir günah ve insanlar için birtakım faydalar vardır. Ancak her ikisinin de günahı faydasından daha büyüktür. Yine sana iyilik yolunda ne harcayacaklarını sorarlar. ‘İhtiyaç fazlasını’ de. Allah size Ayetleri böyle açıklar ki düşünesiniz” buyurulmuştur. Diğer yandan, kumarı kesin olarak yasaklayan Maide Suresi (90-91. Ayet)'ne göre “Ey iman edenler! (Aklı örten) içki (ve benzeri şeyler), kumar, dikili taşlar ve fal okları ancak, şeytan işi birer pisliktir. Onlardan kaçının ki kurtuluşa eresiniz. Şeytan, içki ve kumarla, ancak aranızda düşmanlık ve kin sokmak; sizi Allah'ı anmaktan ve namazdan alıkoymak ister. Artık vazgeçiyor musunuz?” buyurulmuştur.

Kumar yasağına ilişkin hadislere de rastlamak mümkündür. Nitekim Ebu Hureyre şöyle demiştir: Rasulullah (sav) "...Ve arkadaşına 'Gel seninle kumar oynayayım' diyen kimse de hemen bir şeyi sadaka versin" buyurmuştur (Buhari, 2009: 4806).

1.4.5. Helal Olmayan Mal ve Hizmetler Yasağı

İslami finans, insanları paraları ile yatırım yapmaya teşvik eder, ancak bu genel teşvikin Şeriat tarafından belirlenen kurallara uyması gerekmektedir (Gait ve Worthington, 2007: 12). Bu anlamda, Şeriat'a uygun girişimlerde bulunmak veya iş yapmak isteyen yatırımcı, bazı tip işlerin etik olmadığını ve bu nedenle de İslam'da yasaklandığını göz önüne almalıdır. Bu iş alanları; alkol, domuz ürünleri, kumar ve pornografiye ilişkin sektörlerdir (Ernst, 2011: 16). Bu açıdan ne bireyler ne de kurumlar yasaklı maddelerle işlem yapan (üretim veya ticaret) işletmelerle ticaret yapamamakta ve onları finanse edememektedir (Gait ve Worthington, 2007: 12). Ancak yasak bununla da sınırlı değildir. Bu anlamda, bu tür ürünlerle ilgisi olmak, sadece almak ya da satmakla ilgili değildir; ayrıca paketlemek, ulaştırma, depolama ve pazarlama da bu tür ürünlerde yasaktır (Marifa Academy, 2014: 27).

Helal olmayan mal ve hizmetler yasağı konumuz (sukuk) için de bağlayıcı özellikler taşımaktadır. Örneğin, icara sukukta eğer binanın ana kiracısı, alkol üreticisi, kumarhane vb. olacaksa bina sukukun dayanak varlığı şartını sağlamamaktadır (Oladunjoye, 2014: 338; Stevens, 2013: 3).

Şeriat'ın bazı mal ve hizmetlere yasak getirmesinin amacı, dini yasakları ihlal ederek insanları ve toplumu olumsuz etkilemeyen "etik" yatırımları teşvik etmektir (Gait ve Worthington, 2007: 12). Ancak İslam alimleri, bu kuralların çok sıkı uygulanması halinde İslam ülkelerinin dezavantajlı duruma düşeceğini ve dünya ticaretinden yeterince pay alamayacağını vurgulamaktadır. Bu nedenle, yasağı %100 helal olmayanlara izin verecek şekilde yumuşatmışlardır (örneğin alkol sunumu yapan oteller gibi). Bu açıdan, ana işin helal olması koşulu ile yasaklanan aktivitelerden elde edilen gelirlerin toplam gelirin oldukça küçük bir kısmını oluşturduğu durumlar ile belirli sınırı aşmayan faiz ödemelerine izin verilebilmektedir (Ernst, 2011: 16-17).

1.5. İslami Finansman Yöntemleri

İslam alimleri ve finansal kuruluşlar, gerek İslami finansın gelişimine katkı sağlamak gerekse de finansal inovasyonlarla yeni finansman yolları açmak amacıyla İslami finansman yöntemlerini geliştirmişlerdir. İslam'ın başlangıcından beridir sıklıkla uygulanan İslami finansman yöntemleri aşağıdaki gibidir.

1.5.1. İcara (Kiralama)

1.5.1.1. İcaranın Tanımı

İcara kelime olarak, bir şeyi kiraya verme anlamındadır (Gait ve Worthington, 2007: 19). Yani icara, kiralamanın İslami şeklidir (Ernst, 2011: 35). Genel kullanımına bakıldığında ise icara, bir sözleşmeye dayalı olarak bir varlığın kullanım hakkının belirli bir bedel karşılığında kiralanması anlamına gelmektedir (Marifa Academy, 2014: 56). Bu anlamda icara, geleneksel kiralamaya (leasing) oldukça benzemektedir. Ancak icara ile konvansiyonel kira sözleşmeleri arasındaki fark, icarada temerrüde düşme veya gecikme durumunda bileşik faizin bulunmamasıdır. Bunun yerine caz hayır kuurmlarına ödenebilmektedir. Geleneksel kiralama sözleşmelerine benzerliği icarayı hem Müslüman olanlar hem de olmayanlar için çekici hale getirmektedir. İcara sözleşmeleri, İslami finansal piyasa ürünleri için de önemlidir, çünkü bunlar sukukun oluşumunda ve piyasaya sürülmesinde kullanılmaktadır (Maraj, 2013: 18).

1.5.1.2. İcaranın Çeşitleri

İcara çok çeşitli biçimlerde sınıflandırabilmektedir. Bu açıdan icaranın, satış ve geriye kiralama, kaldıraçlı kiralama, yurtiçi ve uluslararası kiralama gibi birçok çeşidinden bahsetmek mümkündür (Aktan, 1997: 223). Ancak genel literatüre ve İslam hukuku açısından tartışmalara bakıldığında, icarayı normal (pür) kiralama ve mülkiyetin devriyle sonuçlanan kiralama olarak sınıflandırmak mümkündür (Bayındır, 1997: 334).

Normal Kiralama: Kiraya verilen varlığın, kira dönemi sonunda kiraya verence geri alınması ile gerçekleşir. Bu finansman metodu, varlıkların salt kiralanmasını içermektedir. Varlık, belirli bir periyot için kiralanmakta ve sahibi tarafından geri alınmaktadır. Bu metot, bir arabanın birkaç yıl için kiralanması ve geri alınmasına benzemektedir. Ancak günümüzde kiralama işlerinde aylık kira ödemeleri, varlığın vade sonundaki öngörülen değerine dayandırılmaktadır (arabanın üç yıl sonraki öngörülen değeri gibi). Bu işlem, Yahudi-Hristiyan ve İslami kanunlara göre kabul edilebilir değildir, çünkü belirli bir varlığın gelecekteki piyasa değeri belirlenmemektedir; ancak Allah (c.c.) geleceği bilmektedir. Bu nedenle, kira döneminin sonundaki fiyat, dönem sonunda geçerli olan aktif güncel piyasaya değerine dayanmalıdır (Abdul-Rahman, 2010: 58).

Mülkiyetin Devriyle Sonuçlanan Kiralama: Birçok finansman işlemi, mülkiyetin devriyle sonuçlanan kiralama şeklinde yapılmaktadır. Burada bir satın alma opsiyonu vermek yerine, varlığın satın alınması bir zorunluluk halini almıştır. Böylece, kira boyunca yapılan ödemeler sonucunda son ödemede sahiplik kendiliğinden transfer edilmiştir. Ancak, satın alma fiyatı orijinal fiyattan daha fazla olamamaktadır; çünkü banka (finansal kuruluş, yani kiraya veren) kârını zaten

kiralar ile almaktadır. Aylık ödeme bu nedenle iki kısım içerir: İlk kısmı, varlığın kirasından dolayı, diğer kısmı da varlığın maliyetini ödemek ve varlığı bankadan satın almak için ödenmektedir. Kira, yıllık bazda hesaplanmaktadır ve bankanın (kiraya verenin) sigorta, bakım gibi giderlerini ve artı kârını kapsamaktadır (Ernst, 2011: 36).

Bu tür kiralamada, vade genellikle sınırlandırılmamakta ve kiracının isteği üzerine sona erdirilememektedir. Eğer kiracı varlığı kiralama süresince satmak isterse karşılıklı rıza gerekmektedir. Alimler kiralamanın bu yönünü finansal olarak elverişli görmemektedirler, çünkü bu durum kiracıyı böyle bir koşulun olmadığı faize dayalı finansman müşterilerinden daha güç durumda bırakmaktadır. Ayrıca, kiralamanın iptal edilemez olmasının İslami kanun açısından izin verilebilir olup olmadığı konusunda şüpheler vardır (İbrahim, 2007: 713).

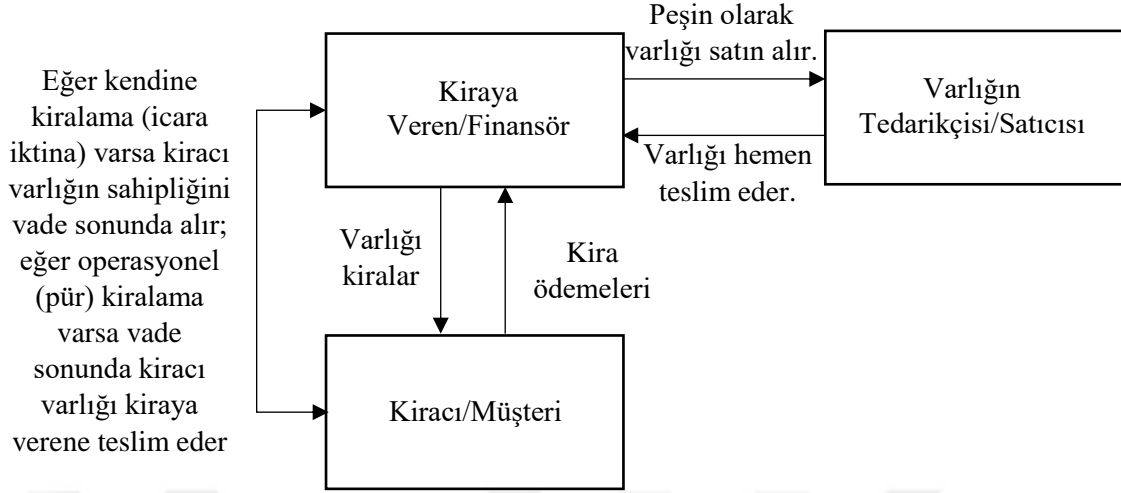
1.5.1.3. İcaranın İşleyişi

İcara sözleşmesinin yapılmasında bazı aşamalar vardır. Bu aşamalar sırasıyla şu şekildedir (Marifa Academy, 2014: 59):

1. Belirli bir varlığa ihtiyaç duyan müşteri, İslami finans kuruluşuna gelir ve varlığı kiralama sözü verir (vaat etmektedir).
2. İslami finans kuruluşu, varlığı tedarikçiden piyasa fiyatı üzerinden peşin olarak satın alır.
3. Her iki taraf da icaranın hüküm ve koşulları üzerinde anlaşır ve belirlenen periyodik kira karşılığında belirli bir periyot için sözleşmeyi akdeder.
4. Normal bir kiralamada, kiralama periyodunun tamamlanmasından sonra kiracı, varlığı kiraya verene geri verir.
5. İcara muntahia bittamleek²⁴,te, kiralama periyodunun sonunda varlığın sahipliği müşteriye transfer edilir (kira periyodunda ödenen kiralalar varlığın maliyetini de içermektedir).

²⁴ İcara muntahia bittamleek, icara va imtilak veya icara va iktina olarak değişik isimlerde kullanılmaktadır. İngilizcede ise “kendine kiralama” olarak Türkçe’ye çevrilebilecek “lease to own” olarak çevrilmiştir. Türkçe literatürde ise bu tür icara, mülkiyetin devriyle sonuçlanan kiralama olarak kendine yer bulmuştur. Bu konu icaranın çeşitleri başlığında ele alınmıştır.

Şekil 4: İcaranın İşleyişi



Kaynak: Alrifai, 2015: 130

1.5.1.4. İcaranın Özellikleri

İcara sözleşmesini diğer sözleşmelerden ayıran kendine has özellikler mevcuttur. İcara sözleşmesi İslami bir sözleşme türü olduğundan dolayı gerek sözleşme tarafları gerekse de akit İslami kurallara uymak zorundadır. Bu anlamda icaranın özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür:

Kiraya Verenin Sorumlulukları: Kiralanan varlığın, kiracıya fayda sağlayabilmesi için idamesini sağlamak kiraya verenin/varlığın sahibinin sorumluluğundadır. Kiraya verenin, varlığı hasar ya da kayba karşı yeteri derecede sigortalaması beklenmektedir. Kiraya veren, kiralamadan dolayı ortaya çıkan varlığın uğradığı hasar, sigorta prim ödemeleri ve temel idame giderleri gibi belirli maliyet ve sorumluluklara katılmakla sorumludur. Maliyet, kiraya verence karşılanmakla birlikte; etkinlik için kiraya veren, kiracıya bu işleri kiraya veren adına yönetmesi için yetki verebilmektedir (Iqbal ve Mirakhor, 2011: 81).

Anlaşmanın Tarafları: İcarada taraflar, kiracı ve kiraya verendir. Kiraya veren, kiralanan varlığın sahibi; kiracı, varlığın kiraya verildiği kişidir. Her iki taraf da hukuki ehliyete sahip olmalı ve farik mümeyyiz²⁵ olmalıdır.

İcaranın Ana Konusu: İcaranın ana konusu, fiziksel varlık ve varlığın intifa hakkı olabilir.

²⁵ Farik ve mümeyyiz olma, kişinin yaptığı işin farkında ve bilincinde olacak derecede aklının başında olması anlamına gelmektedir.

Nakit Akımlarının Niteliği: İcaradan kaynaklı nakit akımları sözleşme yapılırken belirlenmeli ve tüm kiralama döneminde açıkça bilinmelidir. Nakit akımları, tarafların sözleşme sırasında değişkenliği kabul etmeleri koşulu ile değişken olabilmektedir. Burada nakit akımlarının özünü oluşturan kira ödemelerine değinmekte fayda vardır. Kira sözleşme yapılırken belirlenmiş olmalıdır. Kira, nakit, aynı olarak ve hizmet edilerek karşılanabilmektedir. Hiçbir tarafın üzerinde anlaşmaya varılan nakit akımlarını tek taraflı olarak değiştirmesine izin verilmemektedir. Yani bir kez üzerinde anlaşıldığında kiralar ancak tarafların ortak kararı ile değiştirilebilmektedir. Peşinen (avans olarak) ödenen kira kiraya verence kiracı adına elde tutulur. Kira genellikle üç kısımdan oluşur: Sabit kira, değişken kira ve kira ile ilgili giderler (Nethercott, 2012). Tartışmalı bir konu, nakit akımlarının belirlenmesinde Londra Bankalararası Faiz Oranı (LIBOR) gibi faizlerin gösterge olarak kullanılıp kullanılmayacağıdır. Usmani (2007), bu uygulamanın icara sözleşmesini, faiz taşıyan krediye benzeteceğinden dolayı önlenmiş olmasına rağmen kabul edilebilir olduğunu açıklamıştır. Ayrım yapmak gerekirse; icarada kiracı, fiyat olarak dalgalanabilen ekonomik bir fayda için ödeme yapmaktadır ve varlığın sürekliliği kiraya verence sağlanmaktadır. Ancak kredide borçlu, kreditora herhangi bir reel maliyet yüklenemeyen bir ekonomik fayda elde edemeyebilir ve ödeme yapmak zorundadır. Ancak; örneğin, varlık bir emlak ise tarafların konut talep indeksi gibi bir gösterge belirlenmesinin önünde bir engel de yoktur. Yine, borcun kreditora reel bir maliyet yüklediği görüşü, İslam'ın erken dönemlerinde saklanan altınların verilmesi şeklinde olan kredi için geçerli olabilirken; günümüzde para vermek diğer olası yatırımlardan vazgeçmek anlamına gelmektedir ve bir fırsat maliyeti vardır başlamaktadır (Basov ve Bhatti, 2016: 44-45). Odaklanılması gereken diğer bir konu da varlığın ijara sözleşmesi yapılırken var olması ve vadenin sözleşme ile başlaması gereğidir (taraflar aksini belirtmedikçe). Bu ise ijarayı bay' (alım-satım)'dan farklılaştırır çünkü bay'da var olmayan (edinilmeyen) bir varlık satılamamaktadır. Ancak ijarada (ijara maw-sufa fi al-dhimma) var olmayan ve kiraya verence ileride edinilecek varlık için kiralama yapılabilmektedir. Bu tür kiralamda vade varlığın teslimi ile başlamaktadır (Nethercott, 2012).

Dayanak Varlığın Niteliği: Dayanak varlık kullanım hakkına (manfaa) sahip olmalıdır. Yani, kullanımla tüketilebilecek bir şey olmamalıdır. Bu nedenle yenilebilir şeyler (meyve ve pirinç gibi), petrol ve yasaklanan işlemler için kiralama yapılamamaktadır. Modern İslami finasta ise dayanak varlık genellikle bir fiziki (maddi) varlıktır (uçak, gemi veya güç istasyonu gibi), ancak gayri maddi sabit varlıklar da ijaraya temel oluşturabilmektedir. Varlığın bir bütün olmasına da gerek yoktur. Nitekim varlık uçağın motorları gibi bütün bir varlığın parçaları da olabilmektedir. Taraflar varlığa birlikte sahip olabilirler. Bu durumda kiraya veren varlıktaki kendi payını kiracıya kiralamış olur (Nethercott, 2012).

Yönetim: İcaranın yönetimi ile ilgili konular iki kategoriye ayrılabilir. Bunlar; kullanım hakkına ilişkin konular ve icarayı finansman ürünü olarak kullanma ile ilgili konulardır. İlk konu

ile ilgili olarak, icara varlığı normal olarak ne için kullanılıyorsa onun için kullanılmalıdır ve bu da demek oluyor ki her iki tarafın kullanım hakkının limitleri hakkında anlaşması faydalı olacaktır. İkinci kategori ile ilgili olarak, icarayı farklılıklarına rağmen geleneksel finansal kiralama ile aynı kategoriye koyma yönünde bir eğilim vardır. Farklılıklar doğal olarak yasal konuları içermektedir. Örneğin, kiralama aşaması ve sahipliğin transferi aşaması ayrı tutulmalıdır (Basov ve Bhatti, 2016: 45).

İntifa veya Faydalanma Hakkı: Kiralanacak olan varlık, kullanıma açık olmalıdır. Bu nedenle intifa (yararlanma) hakkı olmayan şeyler kiraya verilememektedir. Geçerli bir sözleşmede sahiplik kiraya verende kalmakta ve ancak kullanım hakkı devredilmektedir. Bu nedenle, tüketilerek kullanılan şeyler kiralanamamaktadır. Bu anlamda para, gıda maddeleri, petrol ve askeri mühimmat vb. kiralanamamaktadır. Çünkü bu varlıkların tüketilmeden kullanılmaları mümkün değildir. Ancak tüketilen şeyler kiralandığında sözleşme kredi anlaşması halini almaktadır (Ethica, 2017:171).

İcara Sözleşmesinin Akdedilmesi: İcara bağlayıcı bir sözleşmedir ve tarafların icap ve kabulü ile akdedilmektedir. Bir icara sözleşmesinin süresi, sözleşmenin yapıldığı zaman belirlenmiş olmalıdır. Varlığın sözleşme akdedilirken teslimi de gereklidir. Ancak daha sonraki bir tarihte teslim edilirse teslim tarihi ve sözleşme tarihi arası dönem için kira alınmamaktadır. Aynı varlığın farklı periyotlarda, farklı kiracılara kiraya verilmesi mümkündür. Kiracı, aynı zamanda kendi intifa hakkını paylaşması için müşterek kiracı davet edebilir (Marifa Academy, 2014: 58).

Garanti ve Bitiş (Tasfiye): Kiraya veren, kira ödemelerini güvenceye almak için güvence talep edebilir. Kiracı tarafından kiralalar geciktirildiğinde, kiraya veren tarafından kira vadesinin uzatılması şart koşulamamaktadır. Ancak; icara sözleşmesinde, iyi bir nedeni olmaksızın kiracının kirayı geciktirmesi durumunda kiracının bir hayır kuruluşuna bağış yapmasına yer verilebilir (Marifa Academy, 2014: 58).

Sözleşmenin Sona Ermesi: Bir icara sözleşmesi, kiraya verenin varlığı kiracıya satması halinde veya varlığın tamamen tahrip olması durumunda veyahut da her iki tarafın karşılıklı rızası ile son bulabilmektedir. Kiralanan varlıkta kusur bulunması durumu haricinde bir tarafın sözleşmeye son vermesine izin verilmemiştir. İcara sözleşmesi herhangi bir tarafın ölmesi ile son bulmamaktadır. Ancak ölen tarafın yasal mirasçıları sözleşmeyi sürdürme veya devam ettirme opsiyonuna sahiptir. Eğer varlık üçüncü bir tarafa satılırsa, mülkiyet ile icara sözleşmesinden doğan hak ve mülkiyetler yeni sahibe geçmektedir. Kiracı, varlığı kiraya veren adına elde tuttuğundan dolayı bir ziyandan (hasardan) sorumlu değildir. Varlıktan sağlanan faydayı azaltacak biçimde varlığa kısmi zarar verilirse, kiracı sözleşmeyi sonlandırabileceği gibi kiraya verenle anlaşarak kiralaları değiştirmesini veya varlığı yenilemesini isteyebilir. Kiracı, varlığı kullanmayı durdurur ve

kiraya verenin rızası dışında sahibine geri verirse kira yine alacak konumunu sürdürmektedir (kira devam etmektedir). Kiraya veren, kiracının kirayı zamanında ödememesi halinde sözleşmenin sonlandırılmasını şart koşabilir. İcra sözleşmesi, varlığın tamamen hasar görmesi durumunda veya varlık kullanılabilir durumda değilse sona ermektedir. Her iki taraf da sözleşmeyi başlamadan önce sonlandırabilir. İcra, yeni bir dönem için yenilenebilmektedir. Ancak böyle bir yenileme, orijinal sürenin dolmasından önce veyahut da herhangi bir tarafın diğer tarafa yenilemenin yapılmaması yönünde ihbarname çekmemesi halinde, yenilemenin otomatik olarak başlaması için sözleşmeye koşul koyarak yapılabilmektedir (Marifa Academy, 2014: 58).

1.5.2. Mudaraba

1.5.2.1. Mudarabanın Tanımı

Mudaraba, “D-R-B” kökünden gelen Arapça bir kelimedir. “D-R-B” kökü; gitmek, uzaklaşmak, akrep sokmak, para basmak, tacir veya savaşçı olarak yeryüzünde dolaşmak ve beslenmek için uğraşmak anlamlarını ifade etmektedir (Kumaş, 2006: 374). Mudarabaya, Iraklılar mudaraba adını verirken Hicazlılar kırâd ve mukârada adlarını kullanmayı yeğlemiştir. Bazı alimler muamele demeyi tercih etmiştir. Mudaraba, Türkçe’ye “emek-sermaye ortaklığı” olarak çevrilebilmektedir (Gül, 2005: 50-51).

Mudaraba, “bir taraftan sermaye, diğer taraftan emek olmak üzere kurulan bir ortaklık”tır (Bayındır, 1997: 333). İslam hukuku terimi olarak mudaraba, “bir veya birçok iş yapmak amacıyla ve sonuçta ortaya çıkan kârı paylaşmak, zararı ise sermayeye çıkarmak (zarardan sadece sermayenin sorumlu olması) şartıyla bir tarafın sermayesini, diğer tarafın da emeğini ortaya koyarak yaptıkları bir ortaklık türüdür” (Gül, 2005: 50-51).

1.5.2.2. Mudarabanın Çeşitleri

Mudarabayı çeşitli özelliklerine göre sınıflandırmak mümkündür. Literatürde üzerinde en çok durulan mudaraba sınıflandırmaları şu şekilde belirtilmiştir:

Sınırsız (Şartsız) ve Sınırlı (Şartlı) Mudaraba: İslam alimleri, genellikle sermayedarın işletmeciyi sınırlandırmadığı mudarabaya sınırsız/şartsız mudaraba, sınırlandırdığı mudarabaya da sınırlı/şartlı mudaraba adını vermektedir. İlâveten; sınırsız mudarabaya, genel mudaraba; sınırlı mudarabaya da özel mudaraba diyen alimler de mevcuttur. Sınırsız mudarabada sermayedar, mudaribe (girişimciye) herhangi bir şart koşmamaktadır. Mudarib; yatırım yapacağı sektör, bölge, alım-satım şekilleri vb. tüm konularda tamamen serbesttir. Ortaklığın bu şekilde, yani sınırsız mudaraba şeklinde kurulması mudaribe bazı imkânlar sunmaktadır. Bunlardan en önemlisi,

mudaribin birden fazla sermayedarın sermayesini birleştirebilme olanağına haiz olmasıdır. Bundan dolayı, aksi belirtilmedikçe İslam hukukunda bir sermaye havuzu oluşturulmasına engel yoktur²⁶ (Kumaş, 2006: 376).

Sınırlı mudarabada ise, sermayedar mudaribin faaliyetlerini sınırlandırmaktadır. Sınırlı mudarabanın örneklerine tarihte rastlamak mümkündür. Örneğin, el-Abbas b. Abdulmuttalip malını birisine mudaraba fonu olarak verdiği zaman, denizde seyahat etmemesini, vadiye inmemesini, canlı hayvan satın almamasını, eğer bunlardan birini yaparsa sermayesini tazmin etmesini şart koşmuş; daha sonra bu şartları Hz. Muhammed (sav)'e sormuş ve Hz. Peygamber de buna müsaade etmiştir. Bu anlamda sınırlı mudarabada mudarib, sermaye sahibince akitte belirtilen sınırlamalara uymak zorundadır. Aksi durumda mudarib, sözleşmeye aykırı hareket etmiş olmaktadır ve sermayedarın verdiği sermayeyi tazmin etmesi gerekmektedir (Gül, 2005: 53-54).

Azalan Katımlı Mudaraba: Genel olarak, sermayedar (banka) yeni bir girişimin kuruluşunu finanse ettiğinden anlaşma, mudaribin bankanın yatırımını satın almasına, böylece girişimin sahipliğini edinmesine izin vermektedir. Böyle bir durumda, mudaribin kârdan elde ettiği pay ayrı bir hesaba yatırımdan düşülmek üzere aktarılmaktadır. Bu nedenle, yatırımcıların payı yatırım miktarı sona erdirilene kadar satın alınmakta ve sonunda bitmektedir (Ernst, 2011: 28).

Çok Katlı Mudaraba: Şeriat alimleri, kompleks aracılık yapılarının gelişimine, mudaribe üçüncü taraflarla başka ortaklıklar kurabileceği yönünde özgürlük tanıyarak katkıda bulunmuştur. Diğer yandan, bu durum mudaribin pasif ortaklar şeklinde sermayedarlardan oluşan geniş bir havuz oluşturmak için ortaklığı geliştirmesine olanak sağlamıştır. Yine mudaribin, mudaraba bağlamında kendisine verilen sermayeyi yatırımda kullanmak üzere girişimciler tutmasına da olanak tanımıştır (İqbal ve Mirakhor, 2011: 91). Bu anlamda mudarib, daha geniş bir sermaye havuzu oluşturmak adına mudaraba temelinde çoklu ortaklık kurabilmektedir. Bu yapı, açık uçlu veya kapalı bir yatırım fonu oluşturmak için yaygın olarak kullanılmaktadır (Maraj, 2013: 17).

1.5.2.3. Mudarabanın İşleyişi

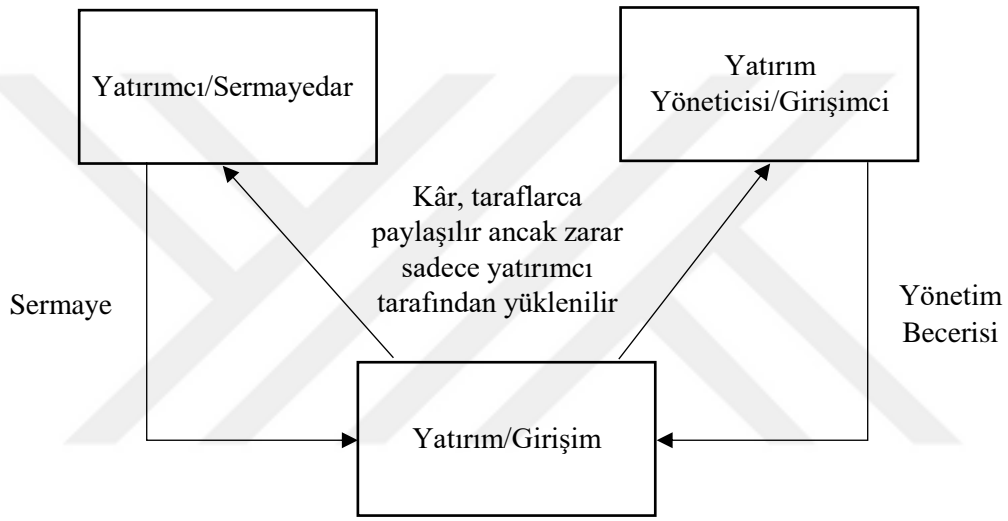
Mudarabanın aşamaları şu şekilde gerçekleşmektedir (Marifa Academy, 2014: 56):

1. Müşteri ve İslami banka (sermayedar) bir mudaraba girişimi karar. Mudaraba sözleşmesi uyarınca, İslami banka (rab-al-maal olarak) sermayenin %100'ünü sağlar. Müşteri ise (mudarib olarak) yönetimi ve emeği ile katkı sağlar.
2. Anlaşma uyarınca kâr oranını örneğin %40'a 60 üzerinden paylaşmaya karar verirler. Zarar halinde bu zarar sadece İslami banka (rab-al-maal) tarafından karşılanır.

²⁶ Bkz. Çok katlı (multiple tier) mudaraba.

3. İlave olarak, mudarabanın doğrudan giderleri varsa bu giderler taraflardan birinin değil mudaraba girişiminin hesabına yazılır.
4. Mudaraba sözleşmesinde anlaşılan kurallar uyarınca kâr ve zararın belirlenmesi için mudaraba varlığı periyodik olarak veyahut da mudarabanın sonunda likitleştirilir.
5. Daha önceden anlaşıldığı üzere, gerçekleştirilen kârın %40'ı rab-al-maal'a ve %60'ı mudaribe verilir. Zarar halinde zararın hepsini rab-al-maal (banka, sermayedar) karşılar.
6. Mudarabanın süresinin dolması ile mudaraba varlıkları piyasada satılarak veyahut da mudaribce piyasa değeri üzerinden satın alınarak ortadan kaldırılır.

Şekil 5: Mudarabanın İşleyişi



Kaynak: Alrifai, 2015: 126

1.5.2.4. Mudarabanın Özellikleri

Mudaraba, İslami bir finansman yöntemi olduğundan dolayı çeşitli sınırlamalara tabidir ve bu anlamda geleneksel ortaklıklardan farklıdır. Mudarabanın ayırt edici özellikleri şu şekildedir.

Tarafları: Mudarabada, rab al maal ve mudarib olmak üzere iki taraf vardır. Bunlardan rab al maal gerekli sermayeyi sağlarken mudarib emeği yani beşeri sermayesi ile ortaklığa katkı yapar. Tarafların hukuki ehliyeti açısından rab-al-maal, mudarib atamaya yetkin (ehliyetli) olmalıdır. Mudarib ise bu atamayı kabul edebilecek ehliyetinde olmalıdır.²⁷ Diğer yandan girişimci yani mudarib, gerçek sahiş olabileceği gibi kişilerden oluşan bir grup ya da bir girişim/şirket olabilmektedir (Said, 2008:15).

²⁷ Güncel uygulamada ise rab-al-maal ve mudarib yanında bir banka bu ikisi arasında aracılık görevini üstlenir (Bulut ve Er, 2012: 144).

Sözleşmenin Sonu: Belirli bir para için (paraya ulaşıldığında) veya belirli bir dönem sonunda bitirilmesi mümkündür. Sözleşme, tarafların amacını, mudaraba tipini (yani kısıtlanmamış veya kısıtlanmış), kâr dağıtım oranını ve garanti tiplerini vb. belirtmelidir (Marifa Academy, 2014: 54).

Mudaraba Sermayesi: Sadece bir taraf mudarabaya sermaye yatırmaktadır. Sermayeyi nakit olarak veya maddi duran varlık şeklinde sunmak mümkündür. Ancak her iki durumda da İslam alimleri malın cinsi ve miktarının açıkça tanımlanmasını şart koşmuşlardır. Bazı alimler buna malın niteliğini de eklemiştir. Bu şartların bir parçası olarak, altın ve gümüş veya bu madenlerden üretilmiş para haricindeki malların (ayn) ve sermayedarın (rab-al-maal) mudarib olarak tayin edeceği kişilerdeki alacaklarının (ancak vadesi dolan ve toplanmaya hazır olan alacak hariçtir) mudaraba sermayesi yapılması genellikle kabul görmemiştir. Benzer şekilde, değerleri iktisadi şartlara göre değişiklikler gösterebilen ve hatta tedavülden kalktığında para olarak hükmü kalmayan bakır, bronz vb. madenlerden yapılmış paraların (fülûs) mudaraba sermayesi yapılması İslam hukukçuları tarafından genellikle uygun bulunmamıştır. Ayrıca sermaye, sözleşme bitirilirken de hazır olmalıdır. Belirli durumlarda mudarib de mudarabaya sermaye koymaya yetkilidir (Gül, 2005: 52, 56).

Mudaribin Görevleri ve Yetkileri: Mudarib, sözleşmenin ve yatırımın amaçlarını başarıyla yerine getirmek için elinden gelenin en iyisini yapmalıdır. Mudaraba sözleşmesi kısıtlanmış veya kısıtlanmamış olabilmektedir. Eğer kısıtlanmışsa; sermaye sağlayan, mudaribin işlevlerini zaman, yer ve yatırım aktiviteleri açısından kısıtlayabilmiştir. Eğer kısıtlanmamışsa; mudarib, tüm yatırımlara iştirak etmeye, ticaret gibi ticari örf ve âdetlerde yer alan bir girişimcinin yaptığı tüm işlemleri yapmaya hak kazanmıştır. Mudarabanın kısıtlanmış veya kısıtlanmamış olmasından bağımsız olarak, sermayedar yönetiminde mudarible birlikte yer alacağına dair bir şartı sözleşmeye koyamaz. Mudarabada mudarib bir maaş veya ücret almaya yetkili değildir (Marifa Academy, 2014: 54).

Garanti, Kredi Riski ve Temerrütler: Prensipite, mudarib ne mudaraba sermayesi ne de kâr için sermayedara bir garanti vermekle yükümlüdür. Ancak sermayedar mudaribin yanlış yönetimi, ihmali ya da sözleşme şartlarına uymamasına karşı yeterli ve infazı kabil garantiler alabilmektedir. Teminat olarak gösterilecek maddi duran varlıklar bulunmaması halinde, kredi riskini ve temerrütleri yönetmek önemli bir iş halini almaktadır. Bu riski azaltmak için sermaye sahibi veya yatırımcı, mudaribin geçmiş performansı ve ünü konusunda gerekli özeni göstermelidir. Aynı şekilde fonları yatırıma dönüştürmekten sorumlu olan mudarib de iyi yatırım olanakları sunan potansiyel projeleri iyi incelemeli ve izlemelidir. İslami bankanın mudarib olarak görev aldığı durumlarda rab-al maal garanti, rehin ya da teminat isteyebilecektir (Iqbal ve Mirakhor, 2011: 92).

Giderler: Mudaribin sözleşmenin gereklerini yerine getirmek adına ihtiyaç duyduğu giderler sermaye sahibine aittir. Örneğin, akreditif açma giderleri sermayedara aittir. Öte yandan, mudaraba sözleşmesi ile sefere çıkan mudaribin makul düzeydeki (ki daha çok örfle belirlenmektedir) binek vb. seyahat harcamaları, yiyecek, içecek, giyim ve barınma giderleri, işçi ücretleri, nakliye masrafları vb. sermayeden karşılanmaktadır. Zarar edilmesi mudaribin sermaye üzerindeki bu hakkını ortadan kaldırmamaktadır (Ez-Zuhayli, 1997: 304; Gül, 2005: 54).

Kar Dağıtım: Mudaraba anlaşmasında, ortaklar kârların paylaşımını belirleme konusunda tamamen özgürdür. Kârın belirlenmesi ve dağıtımını ile ilgili kurallar şöyledir (Iqbal ve Mirakhor, 2011: 2011: 91):

- Kârların yatırımcı ve mudarib arasındaki paylaşımı belirli bir miktar belirlenerek değil oransal olarak belirlenmelidir.
- Kâr dağıtım oranı (formülü) önceden belirlenmeli ve anlaşmada açıkça gösterilmelidir. Bir tarafın diğer tarafın payını kârdan çıkarmaya hakkı yoktur.
- Kâr dağıtım oranının sermaye katkı oranından farklı olması mümkündür.
- Mudarabada kârların dağıtımını ancak yatırımcının sermayesini geri alması halinde yapılabilmektedir. Hesaplar kapanmadan yapılacak olan herhangi bir geçici veya periyodik ödeme geçici olacak, nihai değerlendirme ve revizyona tabi olacak ve herhangi bir zararda zarar kârlarla ödenecektir. Diğer bir deyişle, eğer herhangi bir periyodik ödeme beklenen kârlara veya geçici getirilere dayanarak yapılmışsa, bu sözleşmenin sonlanmasından önce yapılmış kısmi bir getirdir ve nihai kâr ve zarar geçici ödemeler göz önüne alınarak yapılacaktır.

Sözleşmeye aykırı hareket ettiği durumda mudarib kâr sağlarsa; bazı alimlere göre bu kâr sözleşmedeki orana göre paylaşılmaktadır; bazılarına göre kâr sermayedarındır; bazılarına göre de bu kârı taraflardan hiçbirisi alamayacaktır. Ancak mudaribin sözleşmeye aykırı hareket etmemesi sonucu zararlarla karşılaşılması durumunda veya sermayenin telef olması durumunda mudaribin sorumluluğu yoktur ve zarar sermayeden karşılanmaktadır. Buna karşılık mudarib de emeğinin karşılığını alamayacaktır (Gül, 2005: 53-54).

Mudaraba Zararı: Mudaraba sözleşmesinin en önemli ayırt edici özelliklerinden birisi karlar, yatırımcı ile yönetici (mudarib) arasında paylaşılırken zararlara, mudaribin ihmali ya da yanlış yönetimi yoksa sermaye sahibinin (rab al maal) katlanmasıdır. İhmal ve yanlış yönetim yoksa mudarib zarardan sorumlu değildir. Yöneticinin yani mudaribin hüsüniet ve sağgörülülük şekilde yönetim gerçekleştirmesi halinde yine de zarar gerçekleşirse sermayedar sermayesini ve yönetici de emeğini yani yönetimde geçirdiği vaktini kaybetmiş olur (Muhammad ve Kusuma, 2014:595).

Yönetim: Sermayenin yönetimi yönetici tarafın (mudaribin) imtiyazındadır. Yatırımcı taraf ise ancak izleme (denetleme) yetkisine sahiptir. Ancak yatırımcı taraf yatırımın parametrelerini (yani yatırımın belirli bir sektöre veya belirli bir coğrafyada yapılması gereğini) belirlemeye yetkilidir. Ayrıca bu parametrelere göre kâr paylaşım oranı belirlenmesine de izin verilmiştir. Örneğin, eğer yönetici sermayeyi daha kolay projelere yatırırsa 40-60 oranında kâr paylaşımı; eğer daha zor projelere yatırırsa 70-30 oranında kâr paylaşımı yapılabilmesi mümkündür. Bu esneklik, yönetici tarafa kendi yatırım portföyünü oluşturması konusunda özgürlük tanıdığı için önemlidir (Basov ve Bhatti, 2016: 36).

Vade ve Likidasyon: Kural olarak, mudaraba sözleşmesi bağlayıcı değildir. Bu nedenle, herhangi bir tarafın sözleşmeye son vermesi mümkündür. Ancak girişim işlevine başladığında veya tarafların sözleşmenin süresine ilişkin bir vade belirlediği durumlarda son verme geçerli değildir. Mudaraba; fonlar tükendiğinde veya zarar edildiğinde, mudarib öldüğünde, vadede veya iki tarafın karşılıklı anlaşmaya varacağı bir tarihte likitleştirilebilir (paraya çevrilebilir). Kârın nihai dağıtımı, mudaraba varlıklarının satış fiyatı üzerinden yapılmalıdır. Bu durumda alacaklar nakit değeri ile veyahut da net gerçekleştirilebilir değer üzerinden hesaplanmalıdır. Yani şüpheli (alınamayan) alacakların karşılığı düşüldükten sonra ele edilen meblağ net değeri oluşturmaktadır. Alacakların hesaplanmasında ödeme zamanının uzatılmasından dolayı ne faiz oranı (zaman değeri) ne de şimdiki alacak değeri üzerinden bir indirim dikkate alınmamalıdır (yapılmamalıdır) (Marifa Academy, 2014: 54).

1.5.3. Muşaraka

1.5.3.1. Muşarakanın Tanımı

Muşaraka kelimesi Arapça “şerik” kelimesinden türemiştir ve ortaklık anlamına gelmektedir (Tunç, 2016: 145). Bir finansman modeli olarak muşaraka, “iki veya daha fazla şahsın belirli bir miktar sermaye koyarak, birlikte iş yapmak ve meydana gelecek kâr ve zararı paylaşmak üzere kurdukları ortaklığa” denmektedir (Bayındır, 2005: 140). Bu modelin İslam hukukundaki adı “inan ortaklığı (şirket-ül inan)”dır (Arslan, 2017: 9). Türkçeye ise “sermaye ortaklığı” olarak çevrilmiştir (Yüksel, 2016: 179; Döndüren, 2014: 95).

Bu ortaklıkta, esas olarak hem sermaye hem de emek ortaklığı görülür (Bulut ve Er, 2012: 150). Yani muşarakada ortakların hepsi hem emek hem de sermaye ile ortaklığa katılmaktadırlar. Ortaklık, taraflar (ortaklar) arasında yapılacak bir sözleşme ile başlamaktadır (Yüksel, 2016: 179; Yılmaz, 2010: 16).

1.5.3.2. Muşarakanın Çeşitleri

Muşaraka sözleşmeleri iki biçimde kurulabilmektedir. Bunlar devamlı (kalıcı) muşaraka ve azalan muşarakadır.

Devamlı Muşaraka: Devamlı muşarakada girişimci ve İslami finans kuruluşu (yani ortaklar), aynı girişime anlaşma süresi belirlemeden emek ve sermayeleri ile ortak olmaktadır. Yatırımda bulunulan şirket veya girişimin ekonomik faaliyetlerini sürdürme süresi ortakların isteğine göre uzatılabilmektedir. Devamlı muşaraka, İslami finans kuruluşunun herhangi kişi ya da şirket ile birlikte bir miktar sermaye koyarak oluşturduğu ortaklık türüdür. Kâr, önceden belirlenmiş olan nispette bölüşülmekte, zarar ise sermaye katılım oranına göre paylaşılmaktadır. Bu ortaklık türünde her iki taraf (ortak) da sermaye koymakta ve kâr ya da zarar genellikle sermaye miktarına göre paylaşılmaktadır (Bulut ve Er, 2012: 151).

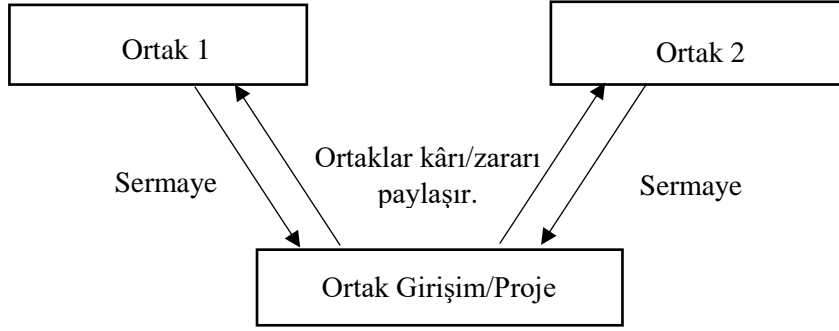
Azalan Muşaraka: Muşarakanın genel kuralları azalan muşaraka için de geçerlidir. Burada taraflardan birisi kademeli olarak diğer ortağın payını malın mülkiyeti tamamen kendisine geçene kadar satın almaktadır. Bu işlem, ortaklığın kurulması ile ve iki taraf arasında alım satımın meydana gelmesinden sonra başlamaktadır. Bu nedenle, bu alım ve satım anlaşmada şart koşulmamalıdır. Diğer bir deyişle, satın alan ortağın sadece alım sözü vermesine izin verilmektedir. Bu alım ve satım anlaşması ortaklık sözleşmesinden bağımsız olmalıdır. Diğerini sonlandıran başka bir sözleşme içerisine girilmesine izin verilmemiştir (Marifa Academy, 2014: 50-52).

1.5.3.3. Muşarakanın İşleyişi

Muşaraka ortaklığında gerçekleştirilen işlemler sırasıyla şöyledir (Marifa Academy, 2014: 53):

1. Bir müşteri ve İslami banka (finansal kuruluş), bir muşaraka girişiminde veya projesinde ortakları oluştururlar. Her iki taraf da belirli oranda sermaye katkısı yapar, örneğin 20'ye 80.
2. Anlaşmada örneğin net kârı %40'a 60 oranında paylaşacaklarını belirtirler. Eğer muşaraka girişimi herhangi bir kâr getirirse, kârlar daha önceden anlaşılan orana yani %40'a 60'a göre paylaşılacaktır. Zarar halinde ise zararlar sermaye katılım oranına göre yani %20'ye 80 oranında karşılanacaktır.
3. Azalan muşarakada, ortaklardan biri (ki bu müşteri olsun) İslami bankanın payını dönem boyunca alacak ve gelecekteki bir vadede girişimin tamamen sahibi olacaktır.

Şekil 6: Muşarakanın İşleyişi



Kaynak: Alrifai, 2015: 129

1.5.3.4. Muşarakanın Özellikleri

Muşaraka, İslami finansın gerek şartları gerekse de amaçlarına en iyi uyum gösteren yöntemler arasındadır. Diğer yandan, İslami gerekliliklere uymak zorunda olan muşaraka bazı özellikleri bünyesinde barındırmalıdır. Söz konusu özellikler şu şekildedir:

Sözleşme: Ortaklık sözleşmesinin resmi (geleneklere göre) ve yazılı olması zorunlu değildir; informal ve sözlü de olabilmektedir (İqbal ve Mirakhor, 2011: 87).

Taraflar: Muşarakada ortaklık iki veya daha fazla taraftan oluşabilmektedir. Ancak belirtmek gerekir ki, ortaklar birbirinin vekili olacaklarından vekilde bulunması gereken tüm şartları taşımaları esastır (Bayındır, 2005: 140-141). Diğer yandan bu modelde maksimum ortak sınırlaması yoktur (Alrifai, 2015: 129).

Muşaraka Sermayesi: Muşarakada, sermaye tüm taraflarca sağlanmalıdır. Sermaye, parasal varlıklar veya maddi duran varlıklar şeklinde olabilmektedir. Ancak dolaşımdaki nakit paralarla, altın ve gümüş gibi kıymetli madenlerden basılan paraların ortaklıkta sermaye olarak kullanılabilmesi konusunda bir fikir birliği söz konusu iken; ticaret eşyasının sermayeye konu olması konusunda fakihler arasında görüş ayrılığı söz konusudur. Hanefî ve Zahiri mezhepleri ve bir rivayete göre de Hanbeli mezhebi ister misli ve isterse kıyemi olsun ticaret eşyasının muşaraka ortaklığında sermaye olarak kabul edilemeyeceği görüşündedir. Şafi mezhebi kıyemi malların sermaye olmasını caiz görmezken, misli malların sermaye olabileceğini ileri sürmektedir. Malikiler, İbn Ebi Leyla ve Evzai'ye göre ise ister misli olsun ister kıyemi, ticarete konu her türlü mal sermaye olabilmektedir (Bayındır, 2005: 141). Sorun, kuruluş sermayesinin değişik tür varlıkları içerdiğinde varlıkların her birinin değerlendirilmesi ve her bir yatırımcının ne kadar sermaye katkısı sağladığının belirlenmesinin zorluğudur. Ayrıca belirtmek gerekir ki, varlıklar zamanla değer kazanabilmekte veya kaybedebilmektedir. Usmani (2007)'ye göre, doğru piyasa değerini belirleyen teknikler olduğu sürece sermayenin niteliği önemli değildir. Ancak birçok varlık

değerleme tekniği olduğundan bu kesin sonuç değildir ve bir varlık koşullara iyi uyum sağladığında sonuç açık da değildir (Basov ve Bhatti, 2016: 34).

Yönetim: Muşarakada, tüm taraflar yönetimde yer almaya hak kazanmıştır. Eğer farklı bir karara varılmamışsa, ortaklar her açıdan eşit haklara sahiptir. Ortakların, girişime yatırım yaptığı sermayesinden daha fazla sorumluluğu yoktur (Maraj, 2013: 18). Her bir ortak, istemesi halinde muşaraka işlerine aktif olarak katılmaya hak sahibidir (Iqbal ve Mirakhor, 2011: 87). Ancak, istemesi halinde her ortağın işleyişe müdahale teme şansı olsa da limited şirketler ve kooperatifler gibi resmi yasal şirketlerin olması halinde taraflar yönetime katılma haklarını profesyonel yöneticilere devredebilmektedir (Muhammad ve Kusuma, 2014:597).

Garanti: Tüm taraflar varlıkları muhafaza etmektedir. Bu nedenle hiçbirisi ihmalkârlık, yanlış yönetim ve sözleşmenin ihlali dışında yükümlü değildirler. Bu açıdan bir ortağın ihmalkârlık, yanlış yönetim ve sözleşmenin ihlali durumlarını karşılayacağına dair kişisel garanti vermesi dışında, bir ortak diğer ortağın sermayesine garanti verememektedir. Üçüncü bir taraf ise ortakların sermayesine garanti verebilmektedir (Marifa Academy, 2014: 51).

Kâr Dağıtım: Kârların ortaklar arasında hangi orandan dağıtılacağı sözleşmede belirtilmelidir. Kâr dağıtım oranı, sermaye katılım oranından farklı olabilmektedir, ancak toptan (götürü) veya sermayenin belirli bir oranı olamamaktadır. Ayrıca, her ortağa ait kâr oranını kâr kazanılana kadar ertelemeye izin verilmemiştir. Kâr hesaplama prosedürüne gelince, ortaklar kalıcı veya değişken bir metot uygulayabilmektedir. Örneğin, ilk dönemde belirli bir kâr oranı ve ikinci periyotta da farklı bir kâr dağıtım oranı belirlenebilmektedir. Ayrıca kâr dağıtımını, kârlar belirli bir tavanı geçince yapılabilme olup belirli bir tavanı geçen kâr belirli bir ortağa ait olacaktır. Ayrıca, kârlar ve varlıklara ilişkin kesin sonuç elde edilmeden önce muşarakada belirli fonlar herhangi bir ortağa borç verilebilmektedir (Marifa Academy, 2014: 51).

Şu nokta önemlidir ki, aynı miktar sermaye katkısı yapan ortaklardan birinin diğerinden daha yüksek oranda kâr payı aldığı durumlar vardır. Bu durumlarda bir ortak tıpkı mudaraba (tröst finansmanı)'da olduğu gibi zamanı/emeği ve uzmanlığı/tecrübesi ile ortaklığa katkı yapacaktır (Alrifai, 2015: 129). Ancak bu konu hakkındaki görüşler farklılaşmaktadır. Şafi okuluna göre kârlar sadece sermaye katılım oranına göre paylaşılmalıdır. Bu görüş, Maliki, Zahiri ve İmamiyye mezhepleri tarafından da paylaşılmaktadır. Çünkü emek, yetenek ve yönetim gücünü ölçmek zordur ve emeğin eşit olarak (taraflarca) sunulduğu kabul edilmektedir. Kârlar da zararlar gibi paylaşılan riskin bir oranı olmalıdır. Ancak, eğer iki ortak sermaye yatırırsa ve bir tanesi gerçekten çalışıyorsa, bu durumda Şafi okulunu da içine alan görüşe göre çalışan (faal) ortağın aldığı kâr payı sermaye katkısı oranından daha fazla olmalıdır (Visser, 2009: 55-56; Döndüren,

2011: 222). Diğer yandan, pasif ortağın ise yatırdığı sermaye oranından daha fazla kâr payı alma hakkı yoktur (Basov ve Bhatti, 2016: 34-35).

Zarar: Şeriat alimleri arasında fikir birliği bulunduğuna göre, zarar ortakların sermaye katkı oranlarına göre karşılanmalıdır ve bir ortağın üstleneceği maksimum zarar yaptığı toplam sermaye katkısı ile sınırlı olmalıdır. Şeriat'a göre, eğer bir kimse sermaye katkısında bulunmadı ise zarara da katlanmamalıdır. Bu da demek oluyor ki, herhangi bir sermaye katkısı sermayenin kaybedilmesi riskine açıktır. Ortaklığa emeği ile katılan kişinin kaybı ise kaybettiği emek ve zamanla ilgilidir. Ortaklığa emeği ile katılan kişinin zarara katlanmasına gerek yoktur (Alrifai, 2015: 129; Iqbal ve Mirakhor, 2011: 87).

Vade ve Son Bulma: Muşarakanın özelliklerine ilişkin son önemli konu, genellikle likidasyon yoluyla girişime son verme konusudur. Son vermede elde edilen meblağ her bir yatırımcının sermaye katkı oranına göre dağıtılmaktadır. Eğer bir ortak payını likitleşmemiş halde isterse, bu durumda eğer mümkünse önceliği alır; örneğin ağır makineler yerine değerli taşlar. Ancak Usmani (2007)'ye göre genellikle eğer bir ortak kısa vadede kazançlarını elde etmek istiyorsa gönüllü olarak zamanından önce girişime son verme imkânı vardır. Ya da yine zamanından önce son verme, gönülsüz biçimde kapasitenin son bulması ve kaybı durumunda vuku bulabilmektedir. Gönülsüz biçimde son vermede, eğer bir yatırımcı ölürse varisleri ölen kişinin yerine yatırımcı olarak geçebilmekte ya da payının likitleştirilmesini isteyebilmektedir. Ancak, eğer bir yatırımcı ticari işlemleri yapmaya elverişli olmayan duruma düşerse muşaraka yeniden başlatılmalıdır; yani eğer yatırımcılar girişimle yollarına devam etmek isterlerse girişim sonlandırılmalı ve yeniden başlatılmalıdır. Eğer bir yatırımcı kendi payını sonlandırmak istiyor ve diğerleri de girişimin devam etmesini istiyorsa, sonlandırmak isteyen yatırımcının payı anlaşılabilir fiyat üzerinden satın alınabilmektedir (Basov ve Bhatti, 2016: 34-35).

1.5.4. Murabaha

1.5.4.1. Murabahanın Tanımı

Murabaha, Arapça bir kelimedir ve artma, çoğalma anlamlarına gelmektedir (Yüksel, 2016: 180; Arslan, 2017: 7). İslam hukukunda murabaha, fiyatı “maliyet+kâr marjı” formülüyle hesaplanan bir spot satış sözleşmesidir (Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi [SERPAM], 2013: 5). Benzer şekilde İslam ekonomisinde ise murabaha, “müşterinin ihtiyaç duyduğu bir malın banka tarafından satın alınarak müşteriye satılması” anlamına gelmektedir (Yüksel, 2016: 180). Türkiye’de murabaha için “kurumsal finansman desteği” tabiri kullanılmaktadır (Tunç, 2016: 137). Bugün murabaha İslami bankaların en çok başvurduğu yöntemlerin başında gelmektedir (Özsoy, 2012b: 65).

Murabahada; ticari, sınai ve hizmet işletmelerinin faaliyetlerini sürdürebilmeleri için ihtiyaç duyulan mamul, yarı mamul, hammadde, makineler ve benzeri malların üçüncü kişilerce (genellikle bankalar) peşin olarak alınıp başvuran (mala ihtiyacı olan) müşteriye kâr marjı eklenerek vadeli olarak satılması söz konusudur. Murabahada, müşteri tarafından istenilen malın peşin fiyatı, kalitesi, miktarı gibi hususlar müşteriler tarafından belirlenmektedir (Arslan, 2017: 7).

1.5.4.2. Murabahanın Çeşitleri

Murabaha, genel olarak normal murabaha ve vaade (taahhüde) bağlı murabaha olarak ikiye ayrılmaktadır. Hemen belirtmek gerekir ki, günümüzde uygulanan ve literatürde murabaha deyince anlaşılan, vaade (taahhüde) bağlı murabahadır. Ancak burada yine de murabahanın çeşitlerine değinmekte yarar görülmektedir.

Normal Murabaha: Satıcı ve müşteri olarak sadece iki tarafı ilgilendiren, mal alım-satımına ilişkin olarak önceden aralarında herhangi bir vaadleşmenin (taahhüdün) olmadığı murabahadır (Ez-Zuhayli, 1997: 305). Bu tür murabahaya klasik murabaha da denmektedir.

Vaade (Taahhüde) Bağlı Murabaha: Alıcı (müşteri), satıcı (müteahhit, vendor) ve ikisi arasındaki aracı sıfatıyla İslami finansal kuruluştan (bankadan) oluşan üç tarafa sahip bir akittir. Burada, vaade bağlı murabaha denilmesinin sebebi müşterinin bankaya malı satın alacağına dair vaat (taahhüt) vermesidir (Ez-Zuhayli, 1997: 305). Aslen bu tür murabaha, “çağdaş murabaha” olarak görülmektedir ve bu çalışmada işlenen murabaha da yine vaade bağlı (çağdaş) murabahadır. Bu nedenle de bir sonraki kısımda yer alan murabahanın aşamaları başlığı altındaki aşamalar vaade bağlı murabaha için geçerlidir.

1.5.4.3. Murabahanın İşleyişi

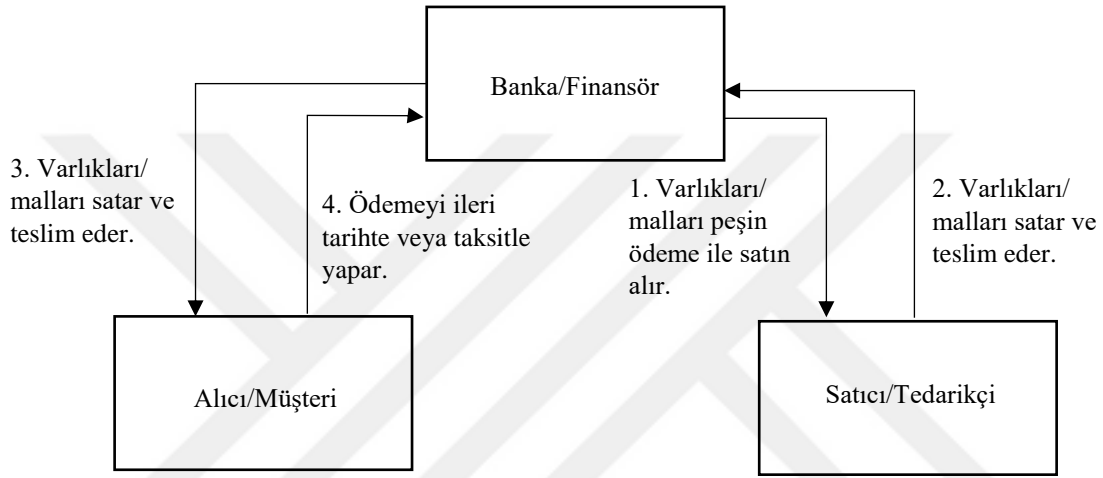
Murabaha birkaç aşamayı bünyesinde barındırmaktadır. Nitekim müşteri ile finansal kuruluş ilişkisini müşteri başlatmakta ve daha sonra alım satım işlemleri yapılmaktadır. Bu konuya ilişkin aşamalar sırasıyla şöyledir (Iqbal ve Mirakhor, 2011: 83-84):

1. Potansiyel alıcı, satıcıdan (müteahhit, vendor) gerekli ürünler için fiyat vermesini ister.
2. Eğer banka, malları aynı satıcıdan alır ve müşteriye (alıcıya) karşılıklı olarak belirlenen kâr marjını maliyete ekleyerek bulunan fiyat üzerinden satarsa, bu durumda aldığı fiyat sonucu alıcı, malları alacağı yönünde taahhüt vererek banka ile sözleşme imzalar. Bu aşamada, banka murabaha sözleşmesi içerisine girer ve koşulları ve garantileri belirler.
3. Banka ödeme yaparak malı satıcıdan (vendor) satın alır. Banka genellikle malı teslim alma ve stoklamadan kaçınmak için malları kendi (banka) adına teslim alması için

temsilci atar. Banka malın sahibi olduktan sonra, müşteri ve banka arasında uygulanacak kâr marjı ve diğer detaylar için murabaha sözleşmesi yapılır. Sözleşme, ödeme şekli (toptan veya taksitler halinde) belirlenerek tamamlanır. Sözleşmeye ek olarak, kredi riskine ve müşteri tarafından ödemenin yapılamaması (temerrüt) riskine karşı banka mal ve diğer varlıkları teminat olarak kabul eder.

4. Müşteri (alıcı) anlaşılan şekilde ve zamanda bankaya ödeme yapar. Bu ödeme malın bankaya maliyeti ve bankanın koyduğu kâr marjını içerir.

Şekil 7: Murabahanın İşleyişi



Kaynak: Alrifai, 2015: 127

1.5.4.4. Murabahanın Özellikleri

Murabaha, İslami şartlara uygun bir satış sözleşmesi olarak bazı özellikleri bünyesinde barındırmaktadır. Bu özellikler şu şekildedir:

Tarafları: Tipik bir murabaha işlemi üç taraf gerektirir. Bunlar finansör veya İslami banka, satıcı (müteahhit) ya da ürünün orijinal satıcısı ve bankaya ürünü kendisi adına alması ve finanse etmesini söyleyen ürünün kullanıcısıdır (müşteridir) (Iqbal ve Mirakhor, 2011: 83).

Sözleşmeden Önceki Prosedür: Satın alan (müşteri), sözleşmeden önce belirli bir varlığı satıcı aracılığıyla edinmek istediğini beyan etmelidir. Ancak müşterinin (satın alan) beyanı, usûlüne uygun olması haricinde bir taahhüt veya söz içermemektedir. Satıcı, varlığı sadece müşterinin isteği ve müracaatına karşılık olarak kendi nam ve hesabına satın almaktadır. Satın alma taahhüdü murabaha işleminin ayrılmaz bir parçası değildir, ancak müşteri (satın alan) tarafından güvence verilmesi açısından yapılmaktadır. İki yanlı (karşılıklı) vaat (söz)'e izin verilmemektedir, bunun tek istisnası her iki taraf ya da sadece biri için sözden cayma opsiyonunun bulunmasıdır. Satıcı, bağlayıcı bir vaat durumunda depozito (kaparo) olarak belirli bir miktar para alabilir. Müşterinin

vaadine uymaması halinde, satıcı sadece kaparodan zararını karşılayan kısmını almaya yetkilidir (Marifa Academy, 2014: 41).

Konusu: Satışa konu emtialar (varlıklar) var olmalı, bankanın (satıcı olarak) sahipliğinde olmalı ve ayrıca satıcının yasal mülkiyeti altında olmalıdır. Bu nedenle varlıkların alıcıya (müşteriye) satışından önce sahiplikle ilgili riskleri satıcı taşınmalıdır (Said, 2008:16). Diğer yandan satışa konu varlıklar müşteriden değil üçüncü bir taraftan satın alınmalı ve müşteriye satılmalıdır (Ethica, 2017:147).

Nakit Akımlarının Niteliği: Murabaha maliyet artı kâr satışı olduğundan nakit akımları da iki aşamada gerçekleşir. İlki satıcı (genellikle banka) ve üçüncü taraf satıcı (müteahhit, vendor), ikincisi ise satıcı ve nihai alıcı (müşteri) arasında gerçekleşmektedir. Ayrıca nihai (esas) alıcının başlangıçta ödeme yapma veya ileri vadeli taksitli ödeme yapma imkânı vardır. Satış fiyatı, satıcının varlığı temin etme fiyatı ve taraflarca anlaşılan kâr marjı (mark-up)'nı içermeli ve sabit olmalıdır (Basov ve Bhatti, 2016: 38).

Dayanak Varlığın Niteliği: Dayanak varlık üzerindeki kısıtlamalar murabahanın satış sözleşmesi olmasından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle dayanak varlık, İslami Kanun'a göre geçerli bir varlık olmalıdır. Koşullardan ilki dayanak varlık var olmalı, ikincisi ise varlık alıcıya mülkiyet devredilmeden önce satıcının mülkiyetinde olmalıdır. Doğal olarak, bu koşul satıcı, alıcıya satmak üzere varlığı edinirken üçüncü taraf satıcı (ilk satıcı, vendor) için de geçerli olmaktadır. Benzer şekilde her iki taraf da hangi varlığın teslim edileceğini açıkça bilmelidir. İlave olarak, varlık şarap gibi İslam açısından yasaklı olan bir madde de olmamalıdır (Basov ve Bhatti, 2016: 38-39).

Yönetim: Murabaha satış sözleşmesi değil de finansal enstrüman olarak düşünüldüğünde birçok problemin olduğu göze çarpmaktadır. İlk olarak, muhtemelen en yaygın olanı, murabahayı varlık teslimi için değil de likidite sağlamak için kullanma konusudur. Murabaha sözleşmesi bu amaçla sıklıkla kullanılmaktadır. Şöyle ki, murabaha ile alıcı ileri vadeli ödemeler yaparken satıcı alıcıya sattığı varlığı peşin para ile geri satın almaktadır. Bu uygulama birbiri ile ilgili olmayan iki sözleşme içerdiğinden ve murabahanın amacını çarpıttığından birçok İslam alimince uygun görülmemiş ve yasaklanmıştır. İkinci konu ise, alıcı kendisini finanse etmesi amacıyla satıcıya başvurduğunda satıcının murabaha sözleşmesi yapılmadan önce varlığı edinmesi konusudur. Ancak, satıcı bir kere varlığı edindiğinde İslami Kanun açısından alıcıyı murabaha sözleşmesine girme yönünde bağlayan (zorlayan) bir hüküm yoktur. Satıcı için satın alma maliyeti önemsiz ise o zaman böyle bir sorun olmayabilir ancak gerçek şudur ki murabaha sözleşmesi satıcı için oldukça pahalı olan makineler ve hammaddelerin satın alınmasına olanak sağlayabilmektedir. Bu potansiyel zarardan dolayı, İslam alimleri alıcı tarafından varlığın anlaşılan fiyat üzerinden satıcıdan

alınmasına yönelik tek taraflı taahhüdün verilmesi gerektiğini belirtmektedirler. Satıcıyı kredi riskinden koruyan uygulamalar teminat almak veya garanti istemektir. Ancak bu durum bir başka problemi ortaya çıkarmaktadır. O da alıcının taksit ödemelerini yapamaması halinde ödemesi gereken ceza oranlarıdır. İslam alimlerince getirilen çözüm cezanın uygulanabileceği ancak satıcıya bir gelir kalemi olamayacağı yönündedir. Çünkü bunun faizden bir farkı yoktur. Onun yerine ceza gelirleri bir hayır kurumuna bağış yapılmalıdır. Bu uygulama yürürlükte ancak bir tarafın diğer tarafı istismarı şeklinde de değildir. Son konu ise istenilen varlığı almada alıcının daha iyi pozisyonda olmasıdır. Bu durumda satıcı alıcıyı kendi adına (satıcı adına) varlığı satın alması için vekil olarak atamaktadır. Ancak bu durumda iki tarafın da rolleri belirsiz (karışık) olmaktadır. Çünkü alıcı bu durumda varlık üzerinde kontrole sahip olmaktadır. Bu nedenle varlığa ilişkin tüm sorumluluğun alıcıda olduğu düşünülebilir. Gerçekte ise murabaha gerçekleşene kadar (yani varlık alıcıya teslim edilene değin) varlığın sorumluluğu satıcıdadır, çünkü satıcı resmi olarak varlığı alıcıya satmaktadır (Basov ve Bhatti, 2016: 39-40).

Garanti ve İşleyiş: Satıcı, alıcıdan taksitlerin ödenememesi durumuna karşı bu geciken ödemelerin tazmini için güvence (depozito) isteyebilmektedir. Diğer yandan, satıcı alıcıdan emre yazılı borç senedi ya da tahvil (ya da kambiyo senedi) isteyebilmektedir. Ancak alıcı bu senetleri ancak varlıkların fiili satışını yaptıktan sonra isteyebilmektedir. Bunun nedeni borç senedinin borçlu tarafından alacaklıya yazılması nedeniyle alacak ilişkisinin ancak gerçek satış ile başlayacağı gerçeğinden gelmektedir (Ethica, 2017:148).

Murabahanın Sonlanması: Murabaha sözleşmesi bir tarafın teklifini (icap) ve diğer tarafın da kabulünü içerir. Murabaha sözleşmesi bir toplantı, teklifin değiştirilmesi ya da modern iletişim araçlarının teamüli şeklinin kabulü ile sonlandırılabilir. Otomatik olarak veya alıcının murabahayı bitirmeyi reddetmesi durumunda zorla sona erdirilememektedir. Teslim edilen malı alma veya yasal mülkiyetini alma şekli farklı ticari geleneklere göre farklılaşabilir. Alıcının sözleşmeyi ihlal etmesi durumunda satıcı, zararı için tazminat almaya hak sahibidir (Marifa Academy, 2014: 41).

1.5.5. İstisna

1.5.5.1. İstisnanın Tanımı

İstisna, Arapça bir kelimedir ve “sanat ve mahareti gerektiren bir şey yapmak, imal etmek, üretmek, husule getirmek” anlamına gelen s-n-a kökünden türetilmiş kelimedir. İstisna'nın sözlük anlamı, “bir sanatkârdan, icra ettiği sanatla ilgili bir şeyi imal etmesini istemek, sanatkâra sanatı ile ilgili bir şey ısmarlamaktır”. İslam hukukunda istisna, “bir sanatkârdan, belirli bir ücret karşılığında sanatıyla ilgili olan ve ısmarlayan tarafından özellikleri belirlenmiş bir şeyi imal etmesini istediği

akdin adı”dır (Çalışkan, 1989: 349). Bu anlamda istisna, “peşin ya da vadeli bir bedel mukabilinde bir malın yapılıp ya da temin edilip teslim edilmesi işlemi”dir (Aktepe, 2010: 61).

İstisna’ya örnek vermek gerekirse; bir kişi şu deriden, şu numaralı ve şu fiyattan bir ayakkabı yap deyip ayakkabıcıya malı ısmarlarsa bu durumda istisna akdi yapılmış olmaktadır (Çalışkan, 1989: 350). Bu anlamda istisna, ısmarlayanın sanatkâra bir malı üretmesi için ısmarladığı ve iki taraf arasında yapılan bir akittir. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, günümüz uygulamasında bu işlem genellikle bankalar tarafından yapılmakta ve bankalar da sipariş aldığı malı bir üreticiye (imalatçıya) ürettirmektedir. Banka bu işlemi alıcı ile istisna sözleşmesi içerisine girerek ve üretici ile paralel istisna sözleşmesi içerisine girerek yapmaktadır. Bu anlamda bu çalışmada yer alan genel bilgiler güncel (yani paralel istisnayı da içeren) istisnaya ilişkindir. Elbette, banka malı üretebiliyorsa üretici (sane) konumundadır ve ödeme vadeli yapılabilmektedir. Ancak bankalar üreticiden ziyade genellikle paralel istisna yoluyla finansör olma yolunu seçmektedir (Durmuş, 2011: 74).

1.5.5.2. İstisnanın Çeşitleri

İstisna öz olarak alıcının üreticiye malı ürettirmesi olmakla birlikte istisna ile ilgili yapılan İslami yenilikler istisnanın çeşitli türlere ayrılmasına ve diğer finansman yöntemleri ile birleşmesine yol açmıştır.

Klasik İstisna: Bu sözleşmede yukarıda belirtildiği üzere iki taraf arasında belirli özelliklere sahip bir malın üretilmesi için anlaşma yapılmaktadır. Bedel peşin veya taksitli olarak ödenebilmektedir (Durmuş, 2011: 74).

Paralel İstisna: Müşteri belirli özelliklere sahip varlığın üretimini bankaya sipariş verir. Eğer uygun görülürse banka ve müşteri, bankanın malı üreteceği ve teslim edeceği yönünde vaadi sonucunda istisna sözleşmesi imzalarlar (klasik istisna). Daha sonra banka ikinci istisna sözleşmesine girer ve üreticiye birinci sözleşmede yer alan özelliklere sahip varlığın üretilmesi yönünde sipariş verir. Buna paralel istisna denmektedir. İlk istisnadaki satın alma fiyatı ikincisinden daha yüksek olmaktadır, ayrıca ödemesi de vadeli (ertelenmiş)’dir. Bu nedenle de banka kârı oluşmaktadır (Ernst, 2011: 41).

Burada yer alan klasik ve paralel istisna günümüzde uygulanan en genel istisna şekilleridir. Ancak uygulamada istisna diğer İslami finansal yöntemler ile değişik kombinasyonlara girebilmektedir. Bu kombinasyonlara şu şekilde değinilmiştir:

İcara İle Birleştirilmiş İstisna: Pratikte kullanılan ikinci model, icara ile birleştirilmiş istisnadır. Banka, orijinal üretici ile istisna sözleşmesi içerisine girmektedir ve varlığı müşterinin istediği özellikleri belirterek üreticiye ısmarlamaktadır. Teslim zamanında, banka müşteri ile icara anlaşması içerisine girmekte olup varlığı belirlenmiş bir kira ile ve satın alınması koşulu ile kiralamaktadır. Bu anlaşma hazır bir varlık için yapılan icara ile aynı mekanizmaya sahiptir. Sadece banka, varlık üretimine yönelik işlemleri de üstlenmektedir (Ernst, 2011: 41).

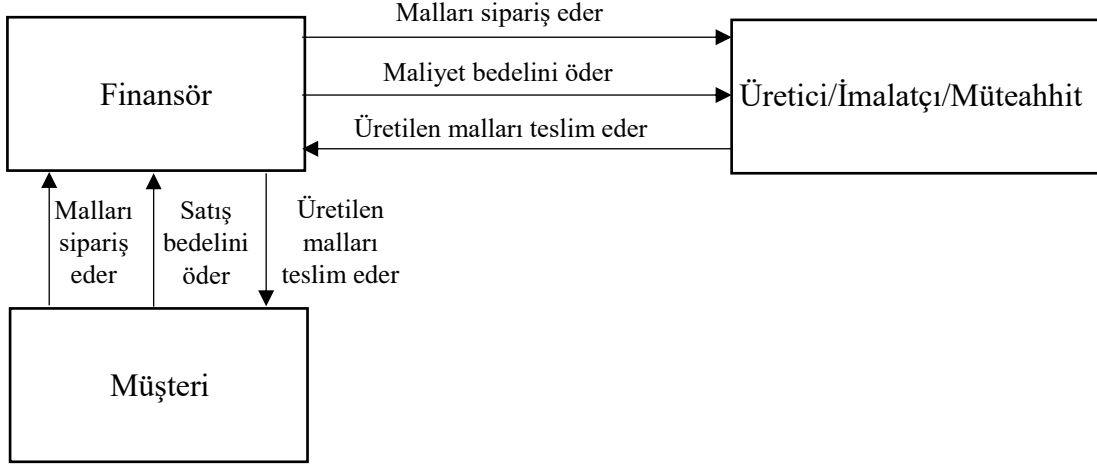
Azalan Muşaraka İle Birleştirilmiş İstisna: Sonucu ve en önemlisi olarak, hazır (bitmiş) varlık finansmanındakine benzer şekilde istisna, azalan muşaraka ile birleştirilebilmektedir. Müşteri ve banka ortaklık içine girmektedir ve birlikte istisna anlaşması altında üreticiye varlığı ısmarlamaktadır. Varlığın tamamlanması halinde normal Azalan muşaraka süreci işlemektedir. Banka kendi paylarını müşteriye aylık kiralar ile kiralamaktadır. Buna ek olarak müşteri kendisi tamamen varlığın sahibi olana dek bankanın paylarını satın almaktadır (Ernst, 2011: 41).

1.5.5.3. İstisnanın İşleyişi

İstisna'nın aşamaları temel olarak şu şekildedir (Marifa Academy, 2014: 50):

1. Bir müşteri belirli varlıkların imalatını veya inşasını ister ve İslami bankaya (veya İslami finans kuruluşuna) (satıcı-san'e) başvurur.
2. İslami banka satıcı (san'e) olarak, müşteri de alıcı (mustasne) olarak istisna sözleşmesi içerisine girer.
3. İmalat sürecinin tamamlanmasından (üreticinin imalatı tamamlamasından) sonra İslami banka (san'e), varlıkları daha önceden belirlenen tarihte müşteriye (mustasne) ulaştırır. Müşteri (mustasne), istisna sözleşmesinde belirlendiği üzere taksitler halinde ya da duruma göre teslimde satıcıya (san'e) ödemeyi yapar.

Şekil 8: İstisnanın İşleyişi



Kaynak: Alrifai, 2015: 133

1.5.5.4. İstisnanın Özellikleri

İstisna İslami bir finansman yöntemi olarak bazı özellikleri bünyesinde barındırmaktadır. Bu özellikler istisna akdinin başlamasından sonucuna kadar şu şekildedir:

Taraflar: İstisna, bir tarafın sipariş vermesi ve diğer tarafın da imal etmesi işlemidir. Bu anlamda istisnanın tarafları iş sahibi-sipariş veren (müstasne) ve iş yapan-imalatçı (sani veya sane)'dır (Durmuş, 2011: 74; Çalışkan, 1989: 350; Marifa Academy, 2014: 49). Ancak güncel uygulamalarda İslami finansal kuruluşlar istisna sözleşmesinden ayrı olarak paralel istisna sözleşmesi içerisine girmektedir. Bu durumda ısmarlayan (müstasne) ve imal eden (sane) yanında İslami finansal kuruluş (genellikle banka) aracılık hizmeti görmektedir (Durmuş, 2011: 74).

İstisnanın Konusu: Ana konu nesne (mal) ve fiyatı içermektedir (Marifa Academy, 2014: 49):

- **Nesne:** İstisna sözleşmesinin nesnesi, doğal halinden üretim veya yapım ile değişebilecek hammaddeler olmalıdır. İstisnanın nesnesi, belirli bir sermaye varlığı veya malı olamamaktadır. İstisna malları, belirli özelliklere sahip olarak satıcının kendi kaynakları ile ya da diğer üreticilerin kaynakları kullanılarak alıcı (müstasne) ile anlaşılan zaman dilimi içinde satıcı tarafından üretilmektedir. İstisna sözleşmesi, sözleşmenin bir veya her iki tarafınca sahip olunan belirlenmiş arazi üzerinde konut yapımı için kullanılabilir.
- **Fiyat:** İstisna mallarının fiyatı sözleşmenin sonunda bilinmelidir. Fiyat, nakit veya maddi duran varlıklar cinsinden ya da belirli bir süre için bir varlığın kullanım hakkı karşılığı

olabilmektedir. Ayrıca istisna mallarının kendisinin kullanım hakkı da sözleşmede belirlenen fiyat olabilmektedir. Dahası, fiyat vadeli (ileri bir vadede) ödenebildiği gibi işin tamamlanma sürecine bağlı olarak taksitli olarak da ödenebilmektedir. Satıcı (sane), alıcının ödeme yükümlülüğüne karşı alıcıdan kaparo ya da garanti talep edebilmektedir. Alıcı (mustasne) ise satıcıdan (sane) performans garantisi ya da istisna fiyatı peşin ödenir ise peşin ödeme garantisi isteyebilmektedir.

Nakit Akımlarının Niteliği: Tam ödemenin başlangıçta yapıldığı seleme karşın istisna her iki tarafın da yükümlülüklerini gelecek bir tarihte gerçekleştirebileceği nadir sözleşmelerden biridir. İstisnada her aşamanın bireysel olarak üretilmesine izin verilmiştir. Yani alıcı eğer belirli bir aşamadaki gelişim (üretim) taraflarca belirlenene göre ise ödeme yapmaktadır (Basov ve Bhatti, 2016: 43).

Dayanak Varlığının Niteliği: Yukarıda belirtildiği üzere siparişe üretilmesi örfen teamül haline gelen şeyler istisna ile üretilebilmektedir. Örfen teamül haline gelmeyen şeylerde, bir aydan az olmamak üzere süre tayin edilirse, akit seleme dönüşmektedir ve selemin şartlarına uymak gerekmektedir. Ancak süre tayin edilmezse akit istisna olarak kalmakla birlikte örfen teamül haline gelmeyen bir şeyin üretimi istendiğinden akit fasit olmaktadır (Doğan, 2011: 25).

Yönetim: Üretim sürecinin yönetimi her iki taraf (özelikle alıcı) tarafından yapılmaktadır ve ödeme de aşamalar halinde yapılmaktadır. Bu açıdan alıcı, nihai üretimin kendi belirlediği özelliklere sahip olması için her üretim aşamasında gerekli özeni gösterebilmektedir (Basov ve Bhatti, 2016: 43).

Sözleşmenin Akdinin (Uygulanmasının) Denetlenmesi: İstisna malının sözleşmede belirtilen özelliklere uyup uymadığından emin olmak için alıcı bir danışmanlık firması atayabilmektedir. Bundan doğan maliyet, karşılıklı rıza ile her iki tarafça da karşılanabilmektedir (Marifa Academy, 2014: 49).

Garanti: İstisnada, karşı tarafın yükümlülüklerini yerine getirmesine güvence olarak garanti veya kaparo istenebilmektedir. Genellikle üretici ya da alıcı olarak hareket eden bir finansal kuruluş, istisna sözleşmesindeki karşı tarafın yükümlülükleri ile ilgili olarak garanti isteyebilmektedir (Nethercott, 2012).

Teslim: Teslim doğrudan (filen) veya dolaylı (aracı ile) olarak yapılabilmektedir. Bu durum yani zilyetliğin devrinin devretme, devralma ya da bitirme senedi ile yapılacağı sözleşmede gösterilmelidir. Sahipliğin üreticiden alıcıya geçmesi halinde zarar riski (loss risk) de alıcıya

geçmektedir. Ancak üreticinin ihmali veya yanlış yönetim hali hariçtir. Alıcı sahipliği devralmak istemezse satıcı (üretici) varlıkları tröstte (yedieminde) alıcı için tutabilmektedir (Nethercott, 2012).

Sözleşmenin Başlaması, Sonuçlanması ve Bağlayıcılığı: İstisna sözleşmesi alıcı ve satıcı arasında icap ve kabul ile sonuçlanmaktadır. Genel görüşe göre ise üretici varlığı üretmeye başlamadan önce yalnızca ahlaki bir yükümlülük söz konusudur. Ancak üretici varlığı üretmeye başladığından itibaren artık istisna bağlayıcı hale gelmektedir. Üretim işine başlanmadan önce her iki taraftan birinin tebligatı ile istisna sonlandırılabilir. Ancak üretime başlanmasıyla birlikte artık istisnanın sonlandırılması yalnızca tarafların ortak kararına bağlıdır. Ancak Hanefî görüşüne göre istisna bağlayıcı bir sözleşme biçimindedir. AAOIFI'ya göre de yine işlem (üretim) başladıktan sonra ek bir senede vb. gerek kalmaksızın istisna bağlayıcıdır (Nethercott, 2012).

1.5.6. Selemler

1.5.6.1. Selemin Tanımı

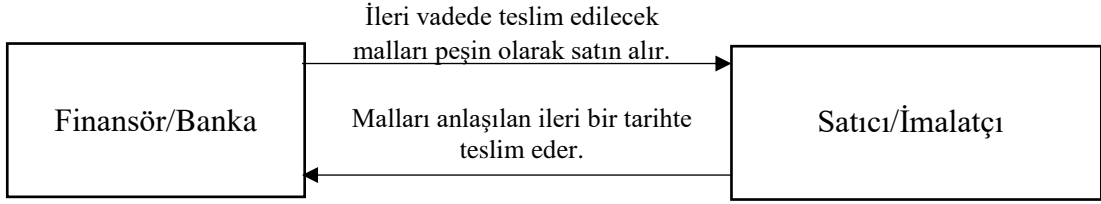
Selem sözlükte “öne almak, teslim olmak, teslim etmek, peşin bedelle vadeli mahsul almak” anlamlarına gelmektedir (Yavuz, 1986: 414; Durmuş, 2011: 72). Bir fıkıh terimi olarak ise selem, “nitelikleri belirlenen vadeli bir malın peşin bedelle satımı”nı ifade etmektedir. Dolayısıyla selem, “para peşin mal veresiye şeklinde yapılan akitlerdir” (Sayı, 1987: 30).

1.5.6.2. Selemin İşleyişi

Selemin işleyişi sırasıyla şu aşamaları bünyesinde barındırmaktadır (Marifa Academy, 2014: 48):

1. Bir müşteri finansmana ihtiyaç duyar ve İslami bankaya (İslami finans kuruluşuna) başvurur.
2. Müşteri (satıcı olarak) İslami banka (alıcı olarak) ile selem sözleşmesi imzalar.
3. İslami banka, ileriki tarihte malların teslim edilmesi için satın alma fiyatını müşteriye peşin olarak öder.
4. Daha önceden belirlenen teslim tarihinde müşteri malı İslami bankaya teslim eder.

Şekil 9: Selemin İşleyişi



Kaynak: Alrifai, 2015: 132

1.5.6.3. Paralel Selem

Finansal kuruluşlar (selem akdinde alıcı), genellikle risklerini dağıtmak amacıyla selem sözleşmesi ile birlikte paralel selem sözleşmesi içerisine girmektedirler (Türker, 2010: 9). Bu anlamda selem sözleşmesi ile birlikte peşin ödeme yapan ve ileri vadede malları alacak olan finansal kuruluşun malı teslim aldığı anda piyasada fiyatın düşmesi durumunda zarar etmesi muhtemeldir. Finansal kuruluş; ilk sözleşmede alıcı konumunda iken, diğer yandan üçüncü bir taraf ile ilk selem akdine paralel ikinci bir selem akdi yaparak satıcı konumuna geçmekte ve alıcıdan (üçüncü taraftan) malın bedelini peşin olarak almaktadır. Vadede ise, ikinci selem akdindeki teslim yükümlülüğünü birinci selem akdi gereği kendisine teslim edilen mallar ile yerine getirmektedir. Aynı işlemin tersten yapılması da mümkündür. Yani finansal kuruluş ilk önce selem akdiyle mal satın aldıktan sonra üçüncü bir tarafla yapacağı selem akdiyle mal satın alabilmektedir (Durmuş, 2011: 74).

Paralel selem söz konusu olduğunda, ilk selem akdi ve paralel selem akdinin yükümlülük ve haklar bakımından birbirinden tamamen bağımsız olması gerekmektedir. Bu akitlerin birinde zarar gören bir kimsenin diğer akitteki bir taraftan herhangi bir talepte bulunamaması gerekmektedir (Durmuş, 2011: 75).

1.5.6.4. Selemin Özellikleri

Selem, İslami bir finansman yöntemi olduğundan bazı özellikleri bünyesinde barındırmaktadır. Bu özellikler şu şekildedir:

Taraflar: Satıcı ve alıcıdan oluşmaktadır.

Nakit Akımlarının Niteliği: Alıcının aldığı riskleri tazmin etmek adına indirimli fiyattan satışa yönelik bir eğilim olmakla birlikte, satışın toplam fiyatının (full price) sözleşmenin başlangıcında ödenmesi gerektiği yönünde alimlerce fikir birliği edilmiştir. Tam (full) peşin ödeme yapılması gereğinin nedeni, taksitli ödemelerin sözleşmeyi borç için borç ticaretine

dönüştürmesidir ki, bu da İslami Kanun'a göre yasaktır. Belirtilmelidir ki selem sözleşmesine başlangıçta, yüksek risk ve belirli nakit akımı yapısına sahip girişimleri finanse etmesi için izin verilmiştir. Aksi halde aynı işi görecektir alternatif sözleşmeler vardır (Basov ve Bhatti, 216: 41).

Konunun (Malın) Teslimi: Selem mallarının teslim günü belirli olmalı ve taraflarca da bilinmelidir. Satıcı selem mallarını vade dolumunda (teslim tarihinde) teslim etmeli ve alıcı da mallar sözleşmede belirtilen özellikleri karşılıyorsa malları kabul etmelidir. Teslim edilen mallar kalite ve miktar olarak sözleşmede belirtilen mallardan daha iyi ve yüksek olduğunda eğer satıcı daha yüksek fiyat istemez ise alıcı malları kabul etmek zorundadır. Mallar istenilenden daha kötü veya az durumda ise alıcı malları reddetme veya kabul etme opsiyonuna sahiptir. Malların teslimi, teslim gününden önce gerçekleştirilebilir. Eğer satıcı yükümlülüğünü örneğin borcunu ödeyememe nedeniyle yerine getirmezse teslim tarihi ertelenebilir ancak bir ceza uygulanması mümkün değildir. Teslim tarihinde tedarikçiden satıcıya mallar gelmemiş ise, yani mallar teslim tarihinde ortada yoksa alıcı teslim kademeye kadar bekleyebilir veya sözleşmeyi iptal edebilir veya da diğer malları selem malları yerine kabul edebilir (Marifa Academy, 2014: 47-48).

Varlıkların Niteliği: Selem sadece piyasada bulunabilen mallar ile nitelik ve miktarı tam olarak belirlenebilen mallar için söz konusudur. Bu açıdan satın alınacak malların niteliği taraflar arasında ihtilafa neden olmayacak biçimde tam olarak belirlenmelidir (Said, 2008:17).

Fiyat: Selem varlıklarının fiyatı satış anında varlıkların alıcısı tarafından tamamen ödenmelidir. Aksi halde işlem borç ticareti şekline bürünecektir. Bu ise Şeriat tarafından ve özellikle de Hz. Muhammed (sav) tarafından yasaklanmıştır. Şöyle ki, seleme cevaz verilmesinin ardında yatan neden satıcının ivedi ihtiyaçlarının karşılanmasıdır. Eğer fiyat satıcıya tam olarak ödenmezse selem işleminin ana amacı da gerçekleşmemiş olacaktır. Bu nedenle İslam allimleri arasında bedelin tam olarak ödenmesi yönünde fikir birliği vardır (Ethica, 2017:183).

Garanti: Satıcının malları (varlıkları) anlaşılan vadede teslim etmesini garanti etmek adına alıcı (banka) satıcıdan güvence isteyebilir. Güvence kaparo veya ipotek şeklinde olabilmektedir (Said, 2008:17).

Selem Sonu: Diğer satış sözleşmeleri gibi selem sözleşmesi de icap (teklif) ve kabul ile sonlandırılabilir. Sözleşme, diğer sözleşmelerle (bitişe ilişkin) veya bitişe ilişkin genel bir plan ile ya da ana sözleşmede belirlenerek bitirilebilmektedir (Marifa Academy, 2014: 47).

1.5.7. Vekalet (Vakala)

1.5.7.1. Vekaletin Tanımı

Hukuken, vekalet (vakala) bir kişiye (vekil), bilinen ve izin verilen işlerde diğerini (asil, müvekkil) temsil etmesi için yetki verilmesidir (Marifa Academy, 2014: 63). Diğer bir deyişle; bu sözleşme bir bireyi, işin veya görevin başarılı bir şekilde yerine getirilmiş olup olmadığına bakılmaksızın belirli bir iş veya görevde hizmet ederek önceden belirlenmiş ücreti elde etmesi için acente (temsilci) olarak atamaktadır (Ibrahim, 2007: 716).

İslami bankalar bu sözleşme türünü müşterilerine fon yönetimi ve yatırım yönetimi hizmetleri sunmak üzere kullanmaktadırlar. Sözleşme, yönetsel hizmetler sunulma karşılığında sabit bir fiyat (ücret) içermektedir. Yönetim ücreti düşüldükten sonra geriye kalan tüm kâr veya zarar fon sağlayıcılara (müşterilere) yansıtılmaktadır (Ibrahim, 2007: 716).

1.5.7.2. Vekaletin İşleyişi

Vekalet sözleşmesi belirli aşamalar kat edilerek yerine getirilmekte ve sonlandırılmaktadır. Vekaletin aşamaları şöyledir (Marifa Academy, 2014: 64):

1. İslami banka, bir müşterinin vekili (wakil) olarak müşteri adına belirli işlemleri yapmak için atanır (yetkilendirilir).
2. İslami banka, müşterinin vekili olarak bir ücret alır; yani işleri yaptığı için vekalet ücreti alır.
3. Kâr ve zararlar ise müşteriye aittir.

1.5.7.3. Vekaletin Özellikleri

Vekalet, bazı özellikleri bünyesinde barındırmaktadır. Temsil sözleşmesi olan vakala (vekalet) bu anlamda tarafları, cezaları, sonu ve konusu olan bir sözleşmedir. Vekaletin özellikleri şu şekilde belirtilmiştir

Tarafları: Vekalet, iki taraf içermektedir. Bunlardan biri müvekkil (asil)'dir ki, kendi adına hareket edilmesi için yetki (sorumluluk) vermektedir. Vekil (agent, wakil) ise yetkinin verildiği taraftır. Her iki taraf da (gerçek kişi ya da tüzel kişi olabilir) bir sözleşme içerisine girebilmek için hukuki ehliyete sahip olmalıdır. Temsil edilen hukuki ehliyete sahip olmadığı işlemlerin yapılmasını temsilciden isteyememektedir (Bank Negara Malaysia, 2016:5).

Ana Konu: Ana konu, sözleşmenin yapıldığı husus üzerinde müvekkilin yetkilendirmesiyle atanan vekilin yaptığı tasarruftur. Vekilliğin ana konusu, tüm finansal sözleşmeler ve bir kişi tarafından yapılabilecek ticari işlemlerdir. Konu, vekil tarafından tasarruf edilebilecek (iş ilişkilerinde kullanılabilecek) bir şey de olabilmektedir. Konu, vekilce bilinmeli ve konuya müvekkil sahip olmalıdır (Marifa Academy, 2014: 64).

Giderler: Müvekkil vekilin müvekkilden aldığı görevi yerine getirirken yaptığı harcamaları karşılamak zorundadır. Bu anlamda vekilin yaptığı iş ile ilgili giderleri müvekkil vekile daha sonra ödemektedir (Karbani, 2015).

Vekilin Görevleri: Vekil, kendisine verilen görevleri hüsünüyet ve sağduyu ile yapmalı ve temsil edilenden aldığı varlıkları güvende tutmalıdır. Eğer vekilin yanlış yönetimi, ihmali veya verilen vekillik sınırlarını aşması halinde temsil edilen sonuçta oluşan zararın karşılanması için vekile başvurabilmektedir (Karbani, 2015).

Vekilin Ücreti: Vekile yapılacak olan ödeme değişken biçimde olabilmektedir. Vekile ücret verilebileceği gibi (vekilliğin kira sözleşmesine dayanması halinde) performansa dayalı bir ödeme de yapılabilmektedir (Karbani, 2015).

Cezalar: Emanete ihanet (emniyeti suistimal) cezaları, vekil tarafından yapılan sahtekârlık veya sözleşme koşullarını ihlal halinde devreye girmektedir (İbrahim, 2007: 716).

Vekilliğin Sınırlı/Sınırsız Olması: Temsil edilence vekile verilen yetki sınırlı veya sınırsız olabilmektedir. Verilen vekilliğin sınırlı olması ve vekilin de bu sınırı aşan işlemler yapması halinde vekilin yaptığı işlemler geçersiz olacaktır (Karbani, 2015).

Vekilliğin Açıklanmış/Açıklanmamış (Dolaylı) Olması: Vekalet sözleşmesi açıklanmış ve açıklanmamış (dolaylı) olabilmektedir. Buna göre genel uygulama açıklanmış (disclosed) vekilliktir. Açıklanmış vekillik halinde bir sözleşme yapılırken sözleşmenin tüm tarafları vekilin müvekkil adına hareket ettiğini bilmektedir. Ancak dolaylı vekalette, vekil, başka bir kişi adına vekil olduğunu sözleşmenin taraflarına bildirmez ve bu durumda sözleşmenin diğer taraflarının ancak vekile başvurma hakkı olup müvekkile başvurma hakkı yoktur (Karbani, 2015).

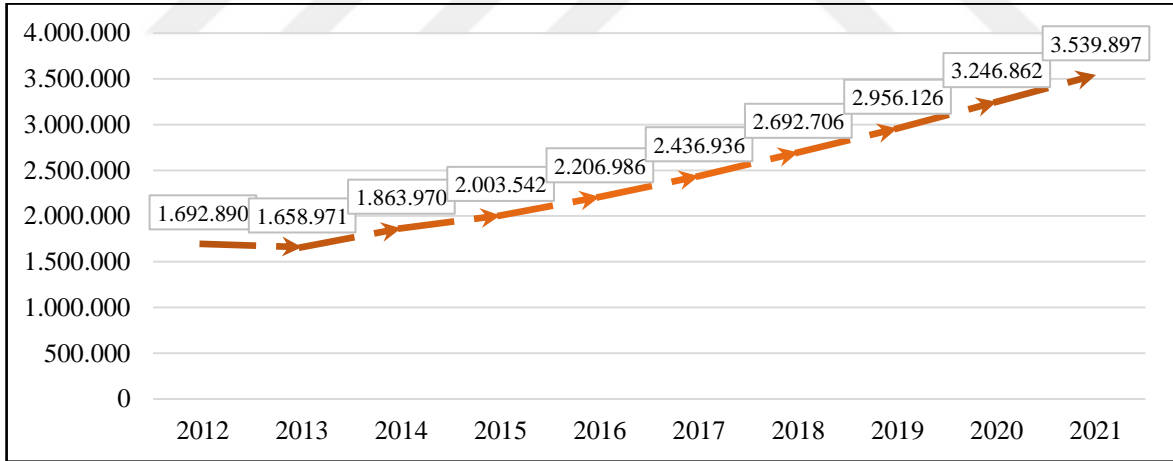
Vekilliğin Son Bulması: Normal koşullarda vekillik sözleşmesi vekilin görevini yerine getirmesi ile ya da vekaletin sabit bir süresinin dolması ile son bulmaktadır. İlave olarak, vekillik sözleşmesi vekil veya müvekkilin ölmesi veya hukuki ehliyetini kaybetmesi ile son bulmaktadır. Bunun yanında sonsuz (interminable) vekillik hariç olmak üzere, müvekkilin varlığa artık sahip

olamaması durumlarında ve iflası veya likidasyona gitmesi halinde sözleşme sona ermektedir (Marifa Academy, 2014: 64).

1.6. İslami Finans Endüstrisi

İslami finans endüstrisi, ilk olarak Müslümanların ihtiyacı olan İslami yöntemleri kullanmak suretiyle kurulan ve gelişimini sürdüren İslami bankacılık sektörü ile başlamış ve gelişimine tekaful (İslami sigorta), İslami yatırım fonları ve bu anlamda artan ihtiyaç sonrası kurulan İslami sermaye piyasaları (sukuku içerir) ile devam etmiştir. İslami finans endüstrisi bugünlerde her ne kadar küresel finans pastasından küçük bir pay olsa da²⁸ sürekli ve oldukça hızlı bir büyüme trendi yakalamıştır. Özellikle son dönemlerde İslami finans piyasası %10-12 dolaylarında bir büyüme hızı sergilemektedir (World Bank, 2015). Grafik 1’den görülen İslami finans sektörü toplam varlık büyüklüğü de bu görüşü doğrulamaktadır. Nitekim 2013 yılı hariç olmak üzere İslami finans sektörü varlık büyüklüğü sürekli büyüme halinde olmuş ve 2015’te 2 milyar doları aşmıştır. Ayrıca, Grafik 1’e göre önümüzdeki yıllarda da bu büyümenin devam edeceği öngörülmektedir. Buna göre 2020 yılında İslami finans sektörü toplam varlık büyüklüğünün 3 milyar doları aşması beklenmektedir.

Grafik 1: İslami Finans Sektörü Toplam Varlık Büyüklüğü (2012-2021) (Milyon Dolar)



Kaynak: Reuters, 2016: 38

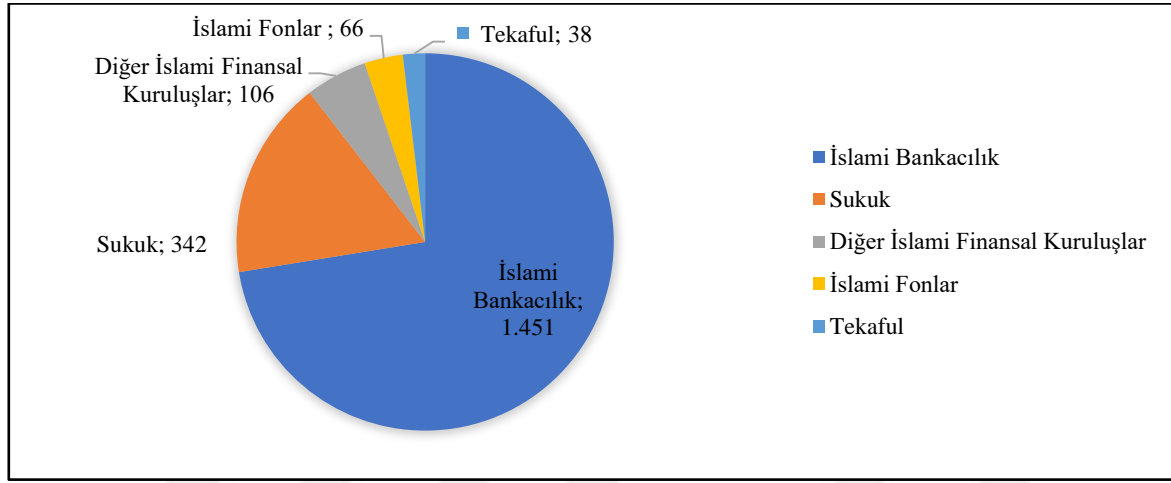
İslami finans sektörünün hızlı ve devamlı surette büyümesinin ardında yatan belli başlı nedenler vardır. Bu nedenler arasında şunlar sayılabilir (Global İslami Finans Raporu [GIFR], 2017: 36):

²⁸ 2016 yılında İslami finans varlıkları toplam büyüklüğü 2,6 trilyon dolara ulaşmıştır. Diğer yandan İslami finans endüstrisinin %70’inden fazlasını kapsayan İslami bankacılık sektörünün toplam varlık büyüklüğü global finansal sistemin %2’sinden azını oluşturmaktadır (IMF, 2017: 7).

- Global olarak artan Müslüman sayısı,
- İslami bankacılık ve finansı hakkında artan farkındalık,
- Müslümanların kişi başı geliri ve zenginliğinde görülen artış.

İslami finans varlıkları İslami bankacılık, sukuk, tekaful, İslami fonlar ve diğer İslami finansal kuruluşların varlıklarından meydana gelmektedir. Bu anlamda Grafik 2’de İslami finansal varlıkların dağılımı (toplam içindeki payı) verilmiştir.

Grafik 2: İslami Finansal Varlıkların Dağılımı (Milyar Dolar, 2015)



Kaynak: Reuters, 2016: 8

Grafik 2’ye göre İslami finansın varlık dağılımına bakıldığında 1,451 milyar dolar ile İslami bankacılığın başı çektiği görülmektedir. İslami bankacılık varlıkları toplam İslami finansal varlıkların %73’ünü oluşturmaktadır. İkinci sırada ise sukuk gelmektedir. Sukuk varlıkları toplam 342 milyar dolara tekabül etmektedir. Üçüncü sırada yer alan diğer İslami finansal kuruluşların varlıkları 106 milyar dolardır. İslami fon ve tekaful varlıkları ise sırasıyla 66 ve 37 milyar dolardır.

İslami finansal hizmetlerin gelişim aşamaları İslami bankalar ile başlayıp İslami sigorta, İslami yatırım fonları ve sukuk ile devam etmiştir. Bu anlamda Tablo 2’de İslami finansal hizmetlerin gelişim aşamaları verilmiştir. Buna göre 1960’larda henüz gelişim aşamasında olan İslami finans sektörü 1970 ve 1980’li yıllarda gerek finansal yöntemlerini ve gerekse de uygulandığı bölgeleri arttırmış ve günümüze kadar da arttırarak devam ettirmiştir.

İslami finans endüstrisinin bankacılık, tekaful (İslami sigorta) ve İslami sermaye piyasası olmak üzere üç ana kolu bulunmaktadır (Doğan, 2011: 27). Bunlardan İslami sermaye piyasası altında birçok piyasa (İslami hisse senetleri, İslami yatırım fonları ve sukuk piyasası gibi)

bulunmaktadır. Bu anlamda ilerleyen kısımlarda İslami bankacılık, İslami sigorta (tekaful), İslami yatırım fonları ve sukuk işlenecektir.

Tablo 2: İslami Finansal Hizmetlerin Gelişim Evreleri

	1960'lar	1970'ler	1980'ler	1990'lar	2000'ler
Kurumlar	Tasarruf Bankaları	Ticari Bankalar	Ticari Bankalar Tekaful Şirketleri Yatırım Kurumları	Ticari Bankalar Tekaful Şirketleri Yatırım Kurumları Portföy Yönetim Şirketleri Aracı Kurumlar	Ticari Bankalar Tekaful Şirketleri Yatırım Kurumları Portföy Yönetim Şirketleri Aracı Kurumlar E-Ticaret
Ürünler	Karz-ı Hasen Mudaraba Muşaraka	Karz-ı Hasen Mudaraba Muşaraka Murabaha Selem	Karz-ı Hasen Mudaraba Muşaraka Murabaha Selem Genel ve Aile Tekaful	Karz-ı Hasen Mudaraba Muşaraka Murabaha Selem Genel ve Aile Tekaful	Karz-ı Hasen Mudaraba Muşaraka Murabaha Selem Genel ve Aile Tekaful Yatırım Fonları Tahvil/Bono (Sukuk) Yapılandırılmış Ürünler Hisse Senetleri Diğer
Bölge	Körfez Ülkeleri Orta Doğu	Körfez Ülkeleri Orta Doğu	Körfez Ülkeleri Orta Doğu Asya Pasifik	Körfez Ülkeleri Orta Doğu Asya Pasifik	Körfez Ülkeleri Orta Doğu Asya Pasifik Avrupa-Amerika

Kaynak: Doğan, 2011: 28

1.6.1. İslami Bankacılık

İslami bankacılık, temel İslami öğretilere dayanarak işlem yapan ve bankacılık işlemi sunan İslami finansal kuruluşlardan oluşan sektöre verilen addır. Diğer bir deyişle İslami bankacılık, İslami Kanun'la uyumlu ve İslami ekonominin yönlendirdiği bir bankacılık sistemini ifade etmektedir. İslam hukuku, riba'nın (faiz veya tefecilik) alınması ve verilmesini yasaklamıştır. Temel sav şudur ki, para kâr elde etmek için bir emtia gibi kullanılamaz; kâr sadece mal ve hizmetler üzerinden yapılmalıdır; sadece paranın kendini kontrol ederek kar yapılamaz. İslami bankacılığın özellikleri etik ilkelere dayanmaktadır. Şeriat, ekonomik faaliyetlere kamu yararını koruma çerçevesinde izin vermektedir. Diğer yandan, İslami banka faiz, garar, kumar, şans oyunları, alkol, tütün ve domuz eti üreten sektörlerle yatırımla, pornografi ile ilgili yayınlarla ve bu sektörlerdeki faaliyetlerle ilgili olamaz (Zadran, 2013: 21-24).

İslami bankacılığın geleneksel bankacılıktan oldukça farklı birçok özelliği bulunmaktadır. Bu anlamda Tablo 3'te geleneksel bankalar ile İslami bankalar arasındaki farklar verilmiştir.

Tablo 3: Geleneksel Bankalar ile İslami Bankalar Arasındaki Temel Farklar

Geleneksel Bankalar	İslami Bankalar
-Ticari işlemler daha çok finansal varlıklar üzerinden gerçekleştirilmektedir.	-Mevduat sahiplerinin hesaplarındaki paralar çeşitli reel yatırımlara dönüştürülmek üzere değerlendirilmektedir.
-Faiz ve faiz odaklı işlemler söz konusudur. Fon elde etmek için faiz ödemesi yapılmaktadır, ancak tefecilik yasaktır.	-Faiz ve faiz odaklı hiçbir işlem söz konusu değildir. Bunun yerine kâr/zarar paylaşımının uygulandığı ortaklık anlaşmaları tercih edilmektedir. Belli bir dönem için önceden belirlenmiş sabit getiri kesinlikle uygulanmamaktadır.
-Mevduat hesapları ve kredi verilmesi söz konusudur.	-Hisse paylaşımı, ortaklık ve yatırım projelerinde ortaya konulan reel varlıklarda sahiplik söz konusudur.
-Varlık-borç tutarsızlığı yaygındır; likidite sorunu sıklıkla görülür.	-Varlık-borç tutarsızlığı söz konusu değildir.
-Para tüm ticari işlemlerde menkul kıymet olarak değerini korumaktadır.	-Paranın kendisi bir menkul kıymet varlığı olarak kabul edilmemektedir.
-Para çarpanı rezerv rasyosuna bağlıdır ve menkul kıymetleştirme ile sonsuzdur.	-Para çarpanı tasarruf düzeyine bağlıdır ve oldukça düşüktür.
-Spekülasyona açıktır ve borcun ticareti yapılmaktadır.	-Spekülasyon yoktur ve borç ticareti yapılamamaktadır.
-Faiz oranları reel ekonomi ile bağlantılı değildir; fiyatlar üzerinde spekülasyon yaygındır.	-Kâr oranları reel ekonomi tarafından belirlenmektedir, fiyat tahriyatı söz konusu değildir.
-Konjonktürden oldukça etkilenmektedir. Ekonomi içinde beklenmedik durumlar olabilmekte, ekonomik büyüme düzeyi öngörülememektedir.	-İstikrarla ekonomik büyüme hedeflenmektedir ve büyüme öngörülebilmektedir.
-Banka iflasları oldukça yaygındır ve bulaşma etkisi oldukça yüksektir.	-Sistematik banka iflasları görülmemektedir, bu nedenle devlet destekli banka kurtarma veya planlı tasfiye gibi durumlar yaşanmamaktadır.

Kaynak: Gedikli ve Erdoğan, 2016: 207

İslami banka, mevduat alan bir banka kuruluşudur ve faaliyet alanı faize dayalı olarak borç almak ve vermek dışında bütün diğer bilinen bankacılık faaliyetlerini kapsamaktadır. Pasif (yükümlülükler) tarafında, mudaraba sözleşmesi temelinde fon toplamaktadır. Ayrıca İslami banka, müşterilerce bankaya yatırılacak olan ve faizsiz kredi olarak görülen vadesiz mevduatları da kabul etmektedir. Ek olarak, kâr/zarar paylaşımı temelinde ve Şariat'a uygun biçimde fon sağlama işlevini gören İslami banka, vadeli mevduatlar için, yatırım yöneticisi rolünü de üstlenmektedir. İlave olarak, emtia ve varlık ticareti de İslami banka işlevlerinin ayrılmaz bir parçasıdır. Bir İslami banka, net kazançlarını mevduat sahipleri ile mevduatın büyüklüğü ve vadeye kalan güne göre paylaşmaktadır (Gait ve Worthington, 2007: 20).

İslami bankaların ağır basan amacı Şariat'a uygun biçimde fon elde ederek Müslüman ülkelerde ekonomik büyümeyi arttırmaktır. Bunun yanında başka amaçları da vardır (Gait ve Worthington, 2007: 21):

- İnsanlara çağdaş İslami finansal hizmetler sunmak ve onları ribaya dayalı finansal işlemlerden korumak,
- Şeriat'a dayalı bankacılık hizmetleri ve ürünleri geliştirmek,
- Yatırımcılara ve paydaşlara yeterli derecede getiriler sunmak,
- Kârlı işlemler yanında ahlak bilinci de oluşturmak,
- Müslümanlara ve diğer uluslara kardeşlik bağını kuvvetlendirmek amacıyla hayırsever (iyilikçi) borç verme yoluyla hizmetler sunmak.

İslam bankaları sahiplik biçimine göre; devletin sahip olduğu, ortak (kamu-özel) sahipliği olan, özel sektörün sahip olduğu bankalar şeklinde sınıflandırmak mümkün olsa da literatürde bir başka sınıflandırma daha vardır. Bu sınıflandırmada ise İslami bankalar sosyal bankalar, kalkınma bankaları, ticari bankalar ve holding (stok) bankası olarak sınıflandırılmaktadır (Gait ve Worthington, 2007: 21):

İlk olarak bir İslami sosyal bankanın temel özelliği, fonların bireysel müşteriler arasında akışını sağlama amacıdır. Bu amaç, banka kârlarını arttırmaktan daha önemlidir. Bu tür banka, zekâtın toplanması ve dağıtımı ile faizsiz kredi verme gibi diğer sosyal hizmetleri de sunmaktadır. Bunun bir örneği Mısır'daki Mit Ghamer tasarruf bankasıdır.

İkinci olarak, İslam kalkınma bankaları, sosyal ve ekonomik gelişimi arttırmayı amaçlamaktadır. Bu kurumlar, kamu sektörü kalkınma projelerini de destekleyebilmektedir. Bu konsept; Suudi Arabistan, Kuveyt, Libya, Türkiye, Birleşik Arap Emirlikleri, İran ve Mısır tarafından 1975'te İslam Kalkınma Bankası'nın kurulumuyla başlamıştır. Bu özel kurum, Şeriat'a uygun biçimde üye ülkeler ve diğer Müslüman uluslar arasındaki ilişkileri geliştirmek yanında ekonomik ve sosyal kalkınmayı da amaçlanmaktadır.

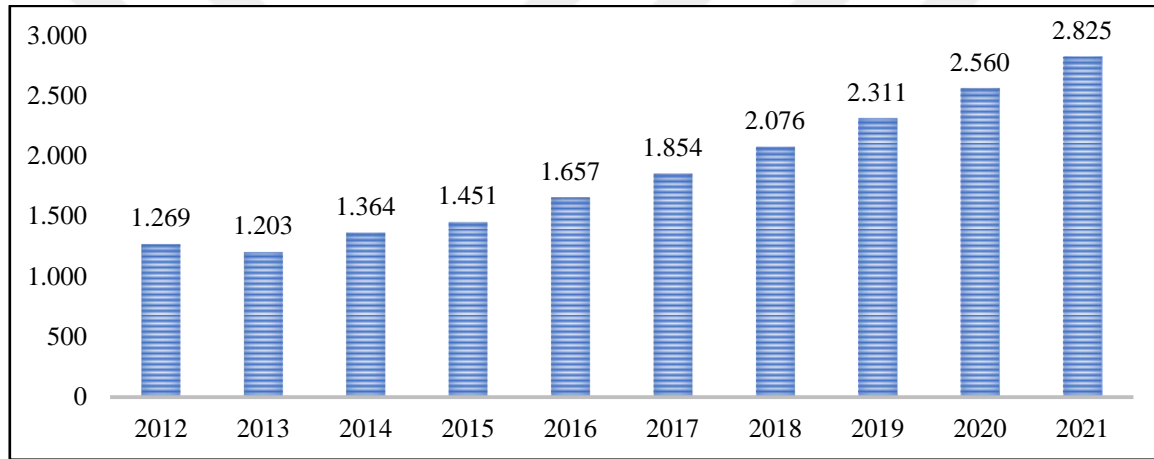
Üçüncüsü, İslami ticari bankası mevduatları yatırımcılardan toplayıp bunları belirli bir kâr marjı (mark-up) ekleme suretiyle ya da kâr/zarar paylaşımı ilkelerine göre girişimcilere veren banka türleridir. Bu banka türü, genellikle tüm ticari aktivitelerle ilgilenmektedir ve bir ekonomideki tüm sektörlerle yatırım yapabilmektedir. Modern İslami bankaların birçoğu ticari banka kimliğindedir ve bunlar mevduat hesapları yanında çeşitli yatırım enstrümanları sunmaktadır. Örnek olarak Bank Muamalat (Endonezya), Islamic Bank Brunei, Bahrain Islamic Bank, Bank Melli Iran, Al-Baraka Bank Lebanon, Bank Al-Jazeera (Suudi Arabistan), Abu Dhabi Islamic Bank, Al-Amanah Islamic Bank (Filipinler), Grindlays Modaraba (Pakistan) ve Islamic Bank of Britain verilebilir.

Son olarak, İslami holding (stok) bankası, Müslüman ülkelerdeki olası finansal projeler yanında, uluslararası piyasalardaki yatırım fırsatları konusunda İslami bankaları asiste etmek

amacıyla kurulmuş bankalardır. Şimdilerde üç tür İslami holding (stok) bankası vardır: Uluslararası İslami Bankacılık Sitemi, Dar al-mal al İslami Trust ve Al-Baraka.

İlk İslami sosyal banka 1950’lerde Pakistan’da fakir çiftçilere yardım etmek için kurulmuştur. Aynı zamanlarda, Malezya’da Müslümanlar tarafından hacılara yardım etmek için çeşitli fonlar kurulmuştur. Mit Ghamer Tasarruf Bankası Mısır’da 1963’te ve Nasser Social Bank 1971’de kurulmuştur. İslami bankacılığın kamu tarafı ise 1975’te İslam Kalkınma Bankası’nın kuruluşu ile başlamıştır. İslami bankacılık bu tarihlerden sonra günümüze kadar oldukça hızlı bir şekilde büyümüştür. 2015 yılında ise 360 İslami banka ve finansal kuruluş 1.273 milyar dolar civarındaki varlık büyüklükleri ile hizmet vermektedir (The Banker, 2015).

Grafik 3: İslami Bankacılık Sektörü Varlıkları (2012-2021) (Milyar Dolar)



Kaynak: Reuters, 2016: 29

Grafik 3’ten İslami bankacılığın varlık büyümesine bakıldığında 2013 yılı hariç olmak üzere sürekli bir büyümenin yer aldığı göze çarpmaktadır. Nitekim 2012 yılında 1.269 milyar dolar olan varlıklar, 2016 yılında 1.657 milyar dolara ulaşmıştır. Önümüzdeki yıllarda ise varlıklardaki büyümenin devam edeceği beklenmektedir. Nitekim Reuters (2016: 29)’a göre 2021 yılında varlıkların 2.825 milyar dolara ulaşması beklenmektedir.

1.6.2. Tekaful (İslami Sigorta)

Tekaful, “sosyal sigorta” anlamına gelen bir kelimedir (Gedikli ve Erdoğan, 2016: 221). Tekaful, Şeriat’a uygun olan karşılıklı sigorta veya kooperatif anlamına gelmektedir. Şeriat’a göre, İslam’da geleneksel sigortacılık yasaklanmıştır; çünkü geleneksel sigorta, sigorta sözleşmesinin sonucunu etkileyecek biçimde şüphe ve belirsizlik (garar) içermektedir. Bu sorunu aşmak için ise tekaful önerilmektedir. İslami sigortacılık bağışa dayanmaktadır. Burada katkılar gönüllülük

bazında hesaba yatırılmakta olup amaç, birbirini zarar veya hasara karşı korumaktır (Shalhoob, 2016: 19-20).

Geleneksel sigortacılık 1903'te Arap ülkelerinin önde gelen İslam alimlerince kabul edilemez olarak açıklanmıştır. Ardından 1978'de Dünya İslam Birliği (World Muslim League)'nin Fıkıh Konseyi bir açıklama ve çözüm getirmiş; 1985'te Dünya İslam Konferansı Örgütü'nün Fıkıh Konseyi'nden bir alim günümüzde uygulanan geleneksel sigortacılığın haram olduğunu açıklamıştır. Diğer yandan, Dünya İslam Birliği (World Muslim League) ve Dünya İslam Konferansı Örgütü'nün Fıkıh Konseyleri ayrıca tekafula, yani iş birliğine dayalı ve karşılıklı (mutual) sigortaya izin vermiştir (Visser, 2009: 102-104).

Bu açıklamalar ışığında tekaful şu altı prensibe dayanmaktadır (Basov ve Bhatti, 2016: 46):

1. Poliçe sahipleri herkesin iyiliği için kendi aralarında iş birliğine gitmektedir.
2. Poliçe sahiplerinin fona (havuza) yaptığı katkı bağış niteliğindedir.
3. Her poliçe sahibi yardıma ihtiyacı olanlar için kendi katkısını (bağış) yapmaktadır.
4. Topluluk havuz sistemine göre zararlar bölüştürülmekte ve yükümlülükler dağıtılmaktadır.
5. Yapılan katkı ve zararın giderilmesinde belirsizlik giderilmiştir.
6. Diğerlerinin kaybı pahasına avantaj sağlanamamaktadır.

İslami finansı destekleyenlere göre alternatif bir İslami sigortaya ihtiyaç vardır. Çünkü belirtildiği üzere geleneksel sigorta faiz ve garar içermektedir ve bu nedenle de reddedilmektedir. Maududi (1999)'ye göre geleneksel sigorta üç yönden kusurludur ve eleştirilmektedir. İlk olarak primler büyük ölçüde faiz getiren varlıklara yatırılmaktadır. İkinci olarak, ölüm ya da kaza halinde belirli miktar para almak için prim yatırmak bir kumar türüdür ve garar içermektedir. Bu anlamda modern alimler de benzer eleştiriler sunmaktadır. Maududi'nin üçüncü eleştirisi hayat sigortası ile ilgilidir. Poliçe sahibinin ölümü halinde ödenen para poliçede belirlenmiş hak sahiplerine, yani lehtarlara (beneficiaries) ödenmemeli, kanuni mirasçıları arasında dağıtılmalıdır (Visser, 2009: 102-104).

Tekaful, geleneksel sigortadan birçok açıdan ayrılmaktadır. Geleneksel sigorta ve tekafulun farklılıkları Tablo 4'te gösterilmiştir.

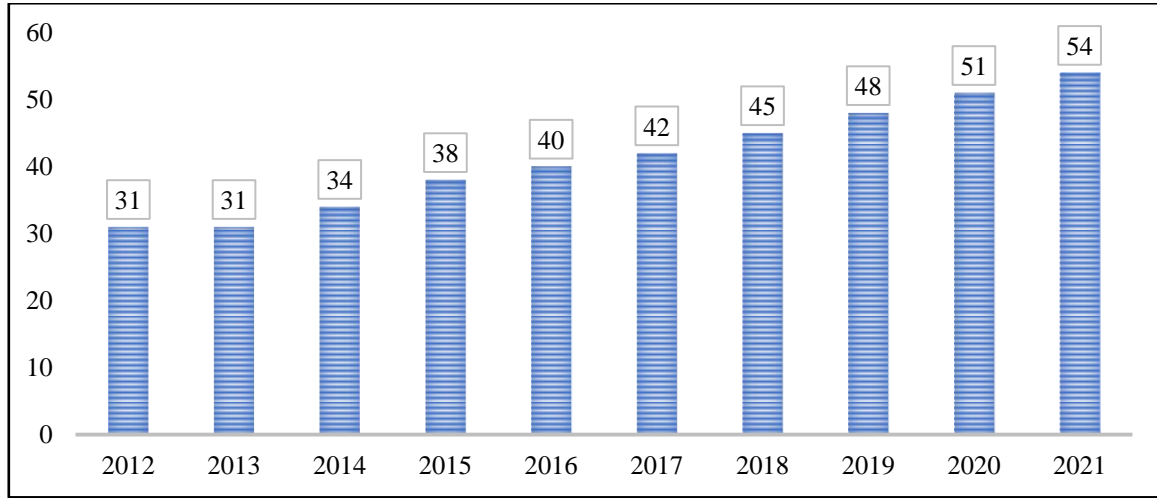
Tablo 4: Tekaful ve Geleneksel Sigortanın Farklılıkları

Tekaful	Geleneksel Sigorta
<ul style="list-style-type: none">• Tekafulda karşılıklı dayanışma esastır.• Tekafulda; faiz, kumar ve şüphe yoktur.• Katılımcı tarafından ödenen primlerin bir kısmı veya tamamı diğer katılımcıları potansiyel risklere karşı korumak için tekaful fonuna katılmaktadır.• Tekaful şirketleri, mevcut yasaların yanı sıra Şeriat Denetleme Kurulu'na tabidir.• Tekaful fonunda katılımcılar ile sermayedarların hesapları arasında tam bir ayırım vardır.• Tekaful fonundaki herhangi bir fazlalık, sadece katılımcılar arasında vekalet ve mudaraba modellerine göre dağıtılabilmektedir. Katılımcıların bir açığı olması durumunda tekaful fonunu yöneten tekaful operatörü (vekil) katılımcıya faizsiz borç (karz-ı hasen) sağlamaktadır.• Katılımcıların ve hissedarların birikimleri İslami kurallara uygun yatırımlarda kullanılmaktadır.• Tekaful şirketleri, İslami prensiplerle çalışan Retekaful şirketlerini tercih etmektedir.	<ul style="list-style-type: none">• Geleneksel sigorta, sadece ticari faktörleri esas almaktadır.• Geleneksel sigorta, faiz, kumar ve garar (şüphe) içermektedir.• Geleneksel sigorta şirketlerine ödenen primler beklenen riskler karşılığında kendilerine aittir.• Geleneksel sigorta şirketleri sadece mevcut yasalara tabidir.• Poliçe sahipleri tarafından ödenen primler şirkete gelir kabul edilmekte olup hissedarlara ödenecektir.• Bütün fazlalıklar ve kârlar sermayedarlara aittir.• Açık durumunda geleneksel sigorta şirketi riskleri üstlenmektedir.• Yatırımlarda kullanılacak fonların İslami kurallara uygun olması zorunlu değildir.• Geleneksel sigorta şirketlerinde Reasürans şirketlerinin İslami prensiplerle çalışması zorunlu değildir.

Kaynak: Gürbüz, 2016: 337

1970'lerin sonuna kadar tekaful uygulamaya konulmamıştır. İlk tekaful firması olarak 1979'da Sudan İslami Sigorta Şirketi kurulmuştur. Avrupa'da ise Britanya dışında başarı elde edilememiştir. Lüksemburg firması olan ve Dar Al-Maal Al-Islami Trust sahipliğindeki Tekaful S.A. 1983'te İslami sigorta hizmeti sunmaya başlamış ve Hollanda gibi bazı ülkelerde de ürünlerini pazarlayabilmek için cılız adımlar atmıştır. 2003'te Bahreynli Solidarity Company BSC tarafından devralınmış ve sigortacılık aktivitelerine son vermenin sinyallerini vermiştir. Sadece Malezya ve Arap ülkelerinde tekaful mesafe kaydetmiştir, ancak buralarda bile piyasadan çok az miktarda pay alabilmişlerdir. Örneğin Malezya'da tekaful piyasanın %20'sini oluşturmaktadır. 2006'da Malezya'da tekaful prim gelirleri 170 milyon dolara ulaşmıştır. 2001'de bu miktar 143 milyon dolar olmuştur. Yani büyüme göz alıcı değildir. Arap dünyasında ise prim gelirleri 340 milyon dolardır ve ikisi (Malezya ve Arap ülkeleri) dünya toplamının (538 milyon dolar) %90'ını oluşturmaktadır (Visser, 2009: 104).

Grafik 4: Toplam Tekaful Varlıklarının Gelişimi (2012-2021) (Milyar Dolar)



Kaynak: Reuters, 2016: 29

Grafik 4'ten toplam tekaful varlıklarının gelişimine bakıldığında sürekli bir artış göze çarpmaktadır. Nitekim 2012 yılında 31 milyar dolar olan toplam varlık tutarı, 2016 yılında 40 milyar dolara ulaşmıştır. Önümüzdeki dönemlerde de yine artışın süreceği beklenmektedir. Reuters (2016: 29)'a göre 2021'de tekaful varlıkları toplamının 54 milyar dolar olması beklenmektedir.

Tablo 5: Tekafulun Sektörlere Göre Dağılımı (2015)

Sektör	Piyasa Payı (%)	Tahmini Gelir (Milyar Dolar)	Büyüme Oranı (%)
Genel Tekaful	83	12.3	17
Aile Tekafulu	17	2.6	1
Toplam Tekaful	100	14.9	14

Kaynak: Milliman, 2017: 2

Tekaful sektörü genel tekaful ve aile tekafulu alt sektörlerinden oluşmaktadır. Kısa vadeli amaçlar için kullanılan genel tekaful, motor tekaful ve motor olmayan (non-motor) tekaful olarak ikiye ayrılmaktadır. Motor tekaful, araba, motosiklet ya da özel araçlar gibi edinimlerin korunmasını sağlarken motor olmayan tekaful yangın, kaza, deniz ve hayat tekafullarını içermektedir. Aile tekafulu ise daha uzun vadeli amaçlar için kullanılmaktadır. Çocukların eğitimi, emeklilik, ölüm halinde bakılan kişilere tazminat ödenmesi vb. konuları kapsamaktadır. Bu amaçla tekafula başvuran kişi genel bir hesap yanında özel bir miktar da (tabarru hesabı) ödemektedir (İslami Finans İçin Uluslararası Şeriat Araştırma Akademisi [ISRA], 2011: 15). Tablo 5'te aile ve genel tekafula ilişkin bilgiler verilmiştir. Buna göre genel tekafulun piyasa payı %83 iken aile tekafulunun piyasa payı %17'dir. Diğer yandan genel tekafulun tahmini gelirleri 2015 yılı için 12.3 milyar dolar iken aile tekafulunun tahmini gelirleri 2.6 milyar dolardır. 2015 yılı için büyüme oranı genel tekafulda %17 iken aile tekafulunda %1'dir.

Tablo 6: Tekaful Katkılarının (Primlerinin) Bölgelere Göre Gelişimi

Bölge	Global	Körfez Ülkeleri	Güney Doğu Asya	Afrika	Diğerleri
Toplam Katkılar (2015) (Milyar Dolar)	14.9	11.5	2.2	0.7	0.5
Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (2012-2015) (%)	13	18	4	19	7

Kaynak: Milliman, 2017: 6

Tablo 6’da tekaful katkılarının (primlerinin) bölgelere göre gelişimi ve 2012-2015 yılları arasında bileşik yıllık büyüme oranları verilmiştir. Buna göre, 2015 yılında tekaful katkıları global olarak 14.9 milyar dolardır. Bu miktarın 11.5 milyar doları Körfez Ülkeleri’nde, 2.2 milyar doları Güney Doğu Asya’da, 0.7 milyar doları Afrika’da ve 0.5 milyar doları diğer ülkelerde gerçekleşmiştir. Diğer yandan, 2012-2015 döneminde bileşik yıllık büyüme oranları global düzeyde %13, Körfez Ülkeleri’nde %18, Güney Doğu Asya’da %4, Afrika’da %19 ve diğer ülkelerde %7 olarak gerçekleşmiştir.

1.6.3. İslami Sermaye Piyasaları

İslami sermaye piyasası, ekonomik faaliyetlerin niteliğinin ve yatırım araçlarının yapısının İslam’ın temel prensipleri ile çatışmadığı, bireysel ve kurumsal tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesi için oluşturulmuş uzun vadeli finansal piyasalardır (Söyler, 2014: 15; Doğan, 2011: 31).

İslami sermaye piyasaları aracılık hizmeti sunarak, yani ekonomideki fazla fonları fon ihtiyacı olanlara ulaştırarak hayati bir faaliyeti yerine getirmektedir. Bu nedenle İslami sermaye piyasaları, fonların etkili mobilizasyonu ve dağılımını sağlayarak fonlardan sağlanan faydayı da arttırmaktadır (Maiyaki, 2013: 278).

İslami finansal sistemin önemli bir bileşeni olarak İslami sermaye piyasası son yıllarda hızla büyümektedir (Maiyaki, 2013: 278). Bu durumun ardında artan petrol gelirleri sonucu özellikle Müslümanlar tarafından İslami finansal ürünlere yönelik talep yatmaktadır (Doğan, 2011: 31). Diğer yandan İslami finansal kuruluşların hızla büyümesi ve İslami hisse senetleri ve sukukların (Türkiye’de kira sertifikası) yoğun kullanımı, İslami sermaye piyasalarını oldukça aktif hale getirmektedir (Maiyaki, 2013: 278).

İslami sermaye piyasaları; İslami hisse senetleri, İslami yatırım fonları ve sukuktan oluşmaktadır (Söyler, 2014: 15). Bunlara aşağıda kısaca değinilecektir.

1.6.3.1. İslami Hisse Senetleri

İslami hisse senetleri, “faaliyet konusu alkol ticareti, kumar, pornografi, geleneksel finansal hizmetler gibi dinin yasakladığı aktiviteler olmayan şirketlerin hisse senetleri”dir (Doğan, 2011: 33).

Sayılan kısıtlamalar dışında, bir şirketin hisse senedinin İslami olabilmesi için diğer bazı kriterler de gerekmektedir. Bu kriterler, ülkenin Şeriat Danışma Kurulu veya sektör temsilcilerince oluşturulan bağımsız danışma kurulları tarafından konulmaktadır. Söz konusu kriterler şöyledir (Doğan, 2011: 33):

- Borç/öz sermaye oranı,
- Faize dayalı işlemler/öz sermaye oranı,
- Nakit/toplam varlıklar oranı,
- Faiz gelirleri/gelirler oranı,
- Faizli krediler/piyasa değeri oranı.

Geleneksel hisse senedine benzer şekilde İslami hisse senedi de zarar ve getiri paylaşımına dayalı ortaklığı içermektedir. Bu nedenle hisse senedi sahibi, ihraç eden şirketin kâr paylarını dağıtması halinde kendine düşen payı alır. İlave olarak, sermaye kazancı ancak hisse senedi primli (yüksek) fiyattan satıldığında elde edilebilmektedir. Diğer yandan, şirketin hisse senetleri ancak şirketin likit olmayan mal varlığı olması halinde kısıtlanabilmektedir. Varlıkların büyük bölümünün likit olması halinde ancak başa baş (nominal) değerden devredilebilmekte veya paraya çevrilebilmektedir²⁹ (Maiyaki, 2013: 279-280).

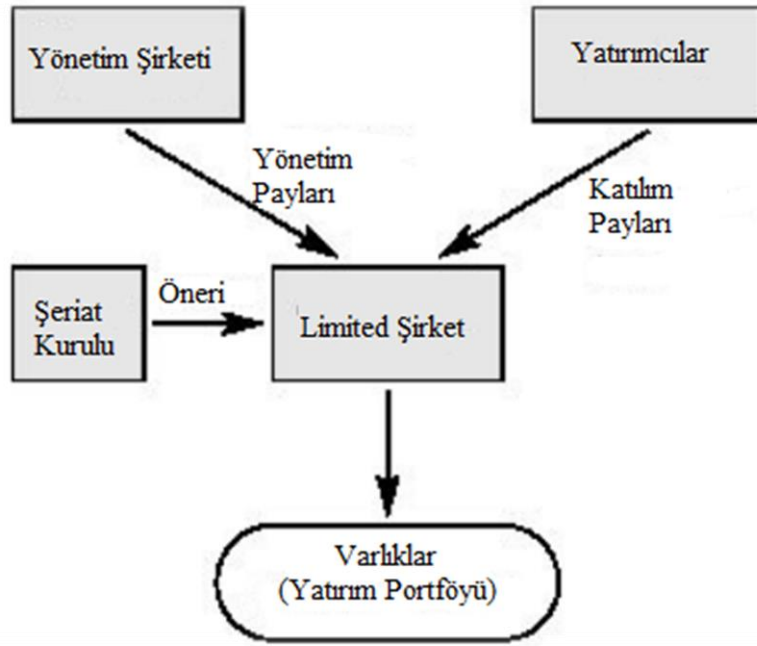
1.6.3.2. İslami Yatırım Fonları

İslami yatırım fonları “yöneticilerinin yatırım kararı verirken İslami prensiplere uygun faaliyet gösteren bankaların-şirketlerin hisse senetleri ve borçlanma araçları ile, İslami prensiplere uygun faaliyet gösteren şirketlerin bulunduğu hisselerin yer aldığı endekslere öncelik veren fonlardır” (Doğan, 2011: 49). AAOIFI'nın tanımına göre, “Fonlar, onları kuran kurumlardan mali açıdan bağımsız yatırım araçlarıdır. Fonlar, varlıkların ortaklarının/sahiplerinin varlıklardaki payını temsil eden ve kâr veya zarara katılmaya yetki veren eşit katılım payı/birimleri biçiminde olur. Fonlar ya mudaraba ya da acentelik sözleşmesi temelinde yönetilmektedir” (Norman, 2004: 1).

²⁹ Malezya'daki uygulamada ise hisse senetlerinin ikincil piyasada işlem görmesi için şirketin likit olmayan varlıklarının toplam varlıklar içindeki payının %50'yi aşması gerekmektedir (Söyler, 2014: 17).

AAOIFI İslami yatırım fonlarını tanımladıktan sonra İslami yatırım fonları ile ilgili Şeri kuralları sıralamıştır. Buna göre “Yatırım fonları Şeri açıdan kabul edilmektedir. Çünkü, fonlar, kendi dönemi boyunca devam eden bir ortak (müşterek) yatırım biçimidir; katılımcıların hakları ve görevleri, üçüncü şahısların haklarıyla ilgili olduğundan ortak çıkarlar tarafından tanımlanır ve kısıtlanır. Bu sebeple, fonun acentelik esasına göre yönetildiği durumlarda, hissedarlar/paydaşlar, tüzük ve tüzükte belirtilen sınırlamalar ve koşullar haricinde, yönetim, geri ödeme veya tasfiye hakkında feragat eder” (Norman, 2004: 1).

Şekil 10: İslami Yatırım Fonunun Yapısı



Kaynak: Norman, 2004: 2

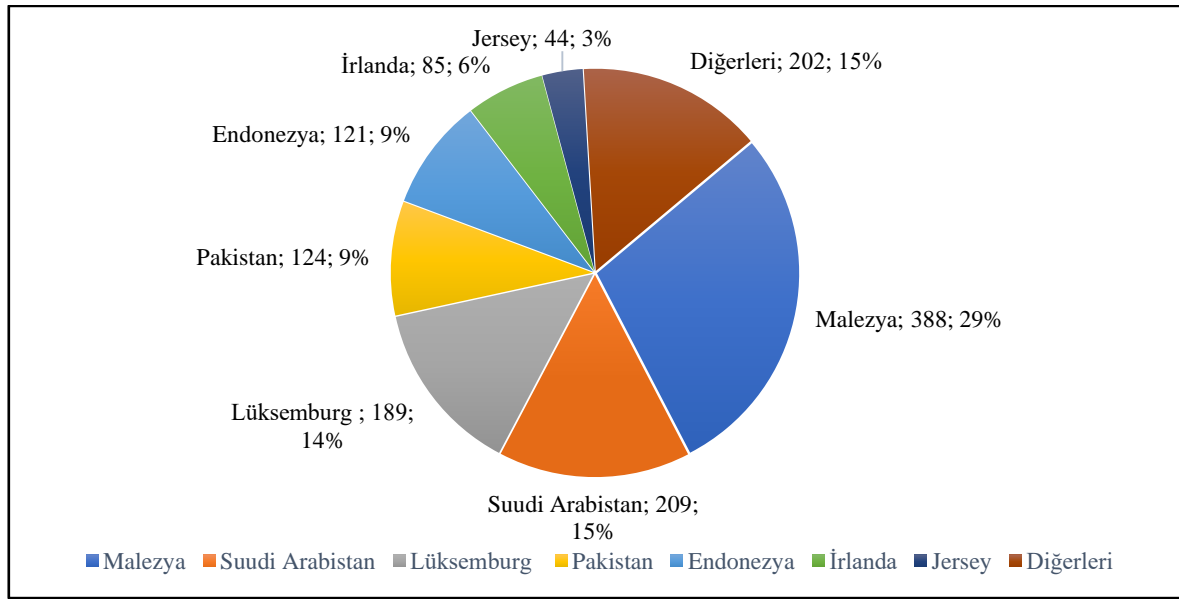
Şekil 10'daki fon, bir fon şirketi olarak kullanılan en yaygın araç olduğundan, sınırlı bir sorumluluk şirketi (limited şirket)'ni göstermektedir. Bununla birlikte, yetki alanına ve/veya diğer faktörlere bağlı olarak fonlar genellikle sınırlı ortaklıklar, menkul değerler fonu (unit trust) veya diğer varlıklar olarak oluşturulabilmektedir. Seçilecek uygun yapı; dayanak varlıkların niteliği, bu varlıkların bulunduğu bölge, fonun bir perakende veya kurumsal pazarı hedefleyip hedeflemediği ve hedef pazarın yeri gibi birçok faktöre bağlıdır (Norman, 2004: 1).

Şekil 10'a göre yönetim şirketinin fonda payı (hissesi) bulunmaktadır; bu da onu fonun yönetiminde hak sahibi yapmaktadır. Diğer yandan yatırımcılar da fondan belirli paylar almaktadırlar. Fonun ve işlevinin Şeriat'a uygun olması için de fon Şeriat Kurulu'na denetlenmelidir. En önemli konu ise yöneticinin fonda biriken parayı yatırımda kullanmasıdır.

Belirtmek gerekir ki, fonun yatırımı İslami ürünlere yapılmak zorundadır. Yatırımdan elde edilen gelirler ise paydaşlar arasında paylaşılmaktadır (Norman, 2004).

İslami yatırım fonlarının çeşitli türleri bulunmaktadır. Bu anlamda İslami yatırım fonları; pay senedi fonu, icara fonu, emtia fonu, murabaha fonu ve karma fon şeklinde olabilmektedir (Özel, 2013).

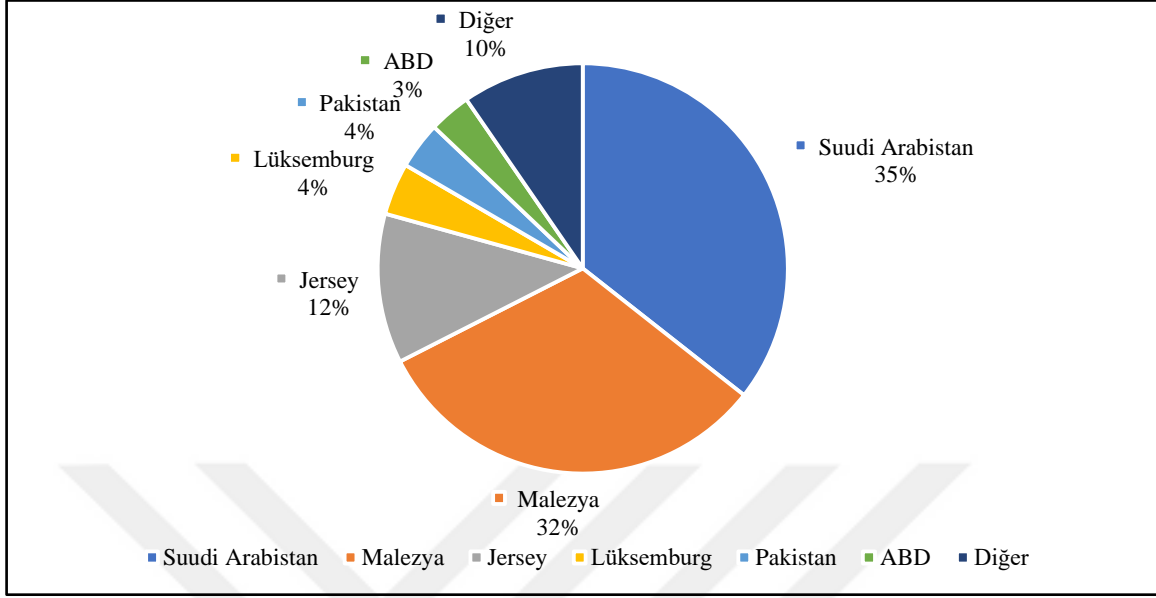
Grafik 5: 2017 Ç1 İtibariyle Ülkelerde İslami Yatırım Fonu Sayıları ve Payları (%)



Kaynak: Malezya Uluslararası İslami Finans Merkezi (MIFC), 2017b: 1

Grafik 5'te 2017 yılı 1. Çeyrek itibariyle çeşitli ülkelerde İslami yatırım fonu sayıları verilmiştir. Buna göre en fazla fon sayısı 388 ile Malezya'da iken, Malezya'nın toplam içindeki payı %29'dur. Malezya'yı 209 fon ile Suudi Arabistan takip etmektedir. Diğer birçok Müslüman olmayan ülkede de yine İslami yatırım fonları kurulmuştur. Örneğin Birleşik Krallık'a bağlı olan Jersey'de 44 İslami yatırım fonu vardır. Diğer ülkelerde ise (Birleşik Krallık, Kuveyt, Kanada, Mısır, Birleşik Arap Emirlikleri ve diğer) toplam 202 İslami yatırım fonu bulunmaktadır.

Grafik 6: 2017 Ç1 İtibariyle İslami Yatırım Fonlarının Yönetilen Varlıklarının Ülkelere Göre Dağılımı (%)



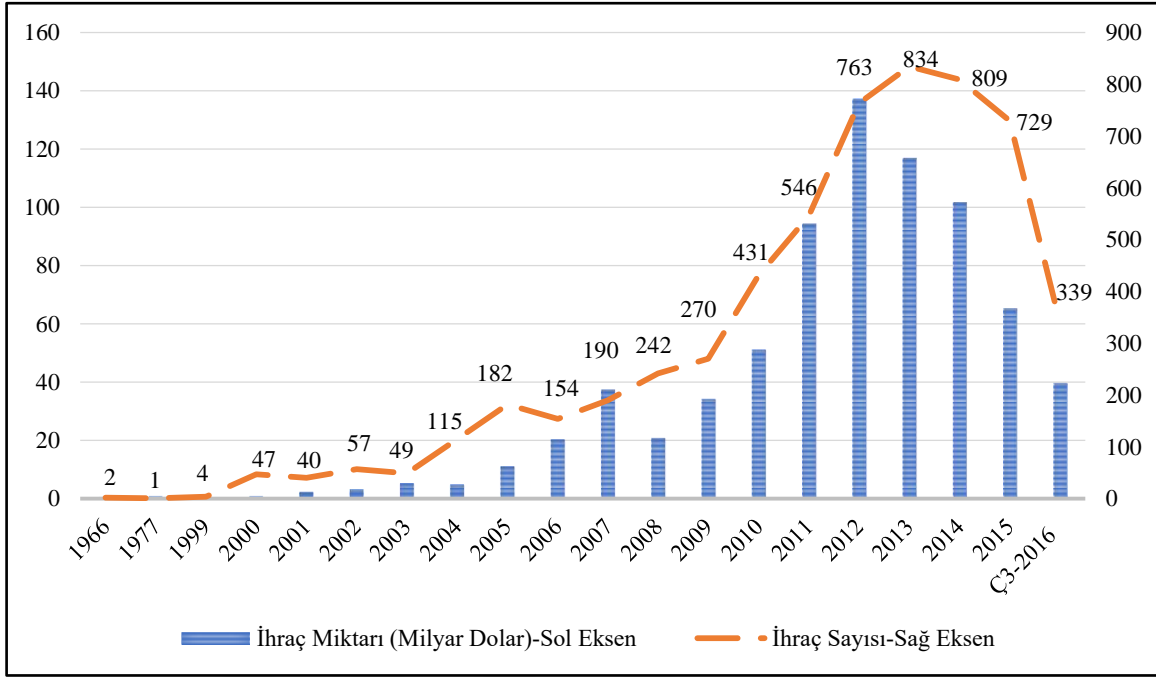
Kaynak: MIFC, 2017b: 1

Grafik 6'da 2017 yılı 1. Çeyrek itibariyle çeşitli ülkelerdeki İslami yatırım fonlarının yönetilen varlıklarının global pastadan (toplam İslami fon varlıklarından) aldığı pay verilmektedir. Buna göre Suudi Arabistan'da global fon varlıklarının %35'i yönetilirken Malezya'da %32'si yönetilmektedir. Diğer ülkelerin ise pastadan aldığı pay küçüktür. Örneğin Jersey'de fon varlıklarının payı %12 iken Lüksemburg'da %4'tür.

1.6.3.3. Sukuk

Sukuk, varlığa dayalı ve İslami şartlara uyum gösteren tahviller olarak tanımlanabilmektedir. 1990'larda, sukuk olarak adlandırılan varlığa dayalı tahviller Malezya ve Bahreyn'de geliştirilmiştir (Ulus, 2013: 299). Sukuk alanında yaşanan gelişmeler sonucunda, ilk sukuk ihracı 1990'da Shell MDS (İslami olmayan bir özel sektör kuruluşu) tarafından gerçekleştirilmiştir (Malezya Derecelendirme Kuruluşu [RAM], 2014: 2). Ardından hızla artan sukuk ihraçlarına, 2002 yılında Malezya'nın ilk uluslararası devlet (sovereign) sukuku ihracı ile katkı yapılmıştır (Ahmad ve Radzi, 2011: 38). Daha sonraki dönemlerde ise 2013 yılına değin artan sukuk ihraçları 2013 yılı itibariyle düşüş göstermeye başlamıştır.

Grafik 7: Sukuk İhraç Değer ve Sayıları (1966- 2016 Ç3)



Kaynak: Reuters, 2017: 27

Grafik 7'ye bakıldığında 2013 yılına değin sukuk ihraçları sürekli bir artış içerisinde olmuştur. Hemen belirtmek gerekir ki, kriz yılları olan 2008 ve 2009 yıllarında sukuk piyasası da etkilenmekle birlikte etki geleneksel tahvillerinki kadar şiddetli olmamıştır (Al-Amine, 2014: 33). Küresel krizin sonucunda sukuk ihraçları sonuç olarak önemli ölçüde negatif etkilenmiştir (Salah, 2009: 143; Askari ve diğerleri, 2010a: 188).

Yaşanan ekonomik krizden ve AAOIFI'nin 2008 yılında sukukun işleyişine ilişkin açıklamalarından kısa dönemde olumsuz etkilenen sukuk piyasası uzun dönemde gelişimini devam ettirmiştir. Bu durumun temel nedeni, özellikle Batı Ülkeleri ve Amerika Birleşik Devletleri (ABD) borçlanma piyasasında oluşan negatif ve zorlu koşullar ile gücünü kaybeden bankalardır. Diğer yandan, uzun vadede bağlı oldukları fon piyasasında zorlu koşullarla karşılaşan büyük Batı bankaları da yüzünü sukuk piyasasına dönmüştür (Pasha, 2011; Reuters, 2012). Bunun sonucunda devletler, kredi sıkışıklığından dolayı sukuk pazarında ihraç yapma konusunda daha dikkatli ve isteksiz olan şirketlerin aksine (Uluslararası Finansal Piyasa Kurumu [IIFM], 2009: 26), devlet sukuklarına olan talepte artışın da (IIFM, 2009: 26; Ahmad ve diğerleri, 2014: 49) etkisiyle sukuk piyasasına yönelmişlerdir (Elian, 2015: 14). Özellikle global finansal kriz sonrası hızla artan devlet sukukları sonucunda sukuk piyasası, devlet sukuklarınca domine edilmeye başlanmıştır. 2016 yılından itibaren ise devletlerin sukuka ilgisi azalmış (MIFC, 2017a: 2), ancak 2017'nin ilk çeyreğinde yine devlet sukukları hakimiyeti devam etmiştir (RAM, 2017). Diğer yandan sukuk piyasasına topyekûn bakıldığında, son dönemlerde bir azalma olduğu göze çarpmaktadır. Bu durumun temel nedeni ise Malezya'nın sukuk ihraçlarını azaltması ve Körfez ülkelerinde

geleneksel borçlanma yöntemlerine yönelimdir (Dudley, 2016). Nitekim son dönemlerde Malezya Merkez Bankası asıl hedefi olan yerel bankalara ulaşamama nedeniyle sukuk ihraçlarından vazgeçip diğer İslami enstrümanlara yönelirken Körfez Ülkeleri ise çeşitli sukuk piyasası problemlerinden dolayı (sukuk ihracının fazla vakit alması, başlangıç maliyetlerinin oldukça yüksek olması gibi) oldukça uzun zaman alan ve karmaşık ihraç süreçlerinden kaçınmak istemiştir. Tüm bu gelişmeler sonucunda global olarak sukuk ihraçlarında bir azalma meydana gelmiştir (Fitch, 2017).



İKİNCİ BÖLÜM

2. İSLAMİ FİNANS ARACI OLARAK SUKUK

Sukuk, varlığa dayalı ve İslami Kanun'a uygun bir menkul kıymet olarak İslami sermaye piyasalarında son zamanlarda boy göstermiştir. Sukukun son dönemlerde tanınırlığı ve bu anlamda sukuka yönelik farkındalık artmıştır. Global finansal krizle gelen kredi sıkışıklığı ortaya çıkınca sukuk ihraçları hızla artmış ve sukuk bir anda İslami finans piyasasının gözde enstrümanı haline gelmiştir.

Son zamanlardaki düşüşe rağmen sukuk hala yoğun biçimde kullanılan bir enstrüman olarak piyasadaki ağırlığını korumaktadır. Gerek özel sektör ve gerekse de devletlerin fon ihtiyacını karşılamada önemli işlev gören sukuk, bir menkul kıymetleştirme ürünü olduğundan birçok tarafa (özel amaçlı kuruluş, kaynak kuruluş gibi) da sahiptir. Diğer yandan AAOIFI, 14 sukuk çeşidi belirlemesine rağmen genellikle 6-7 tanesi piyasada sıklıkla kullanılmaktadır. Sukuk, İslami kurallara uymak zorunda olduğundan birtakım karmaşık işlemler ve dokümanlara da sahiptir.

Sukuk, son dönemlerin ilgi çeken enstrümanı olarak İslami finasta önemli bir yere sahiptir. Bu anlamda sukuku tanımlamak, türlerini, taraflarını ve dokümanlarını belirtmek sukukun gerek Türkiye ve gerekse de dünya çapında tanınırlığı ve anlaşılabilirliğini arttıracaktır. Böylece, çalışmanın bu bölümünde sukuk tanımlanacak, tarihi gelişimi anlatılacak, özellikleri belirtilecek, geleneksel tahvilden farklarına değinilecek, sukuk türleri ayrıntılı biçimde incelenecek ve devlet sukuklarına yer verilecektir.

2.1. Sukukun Tanımı

Sukuk, Arapça bir kelime olan sakk'ın çoğuludur (Ahmed, 2011: 1; Alshamrani, 2014: 306; Chazi ve diğerleri, 2014: 175). Sakk, sözleşme, çek, yasal belge, sertifika veya sertifikaya mühür basmak anlamına gelmektedir (Godlewski ve diğerleri, 2013: 746; Karimzadeh, 2012: 97).

Literatürde İslami tahvil olarak da anılan sukuk kendi yapısını oluşturan birçok özelliğine göre farklı şekilde tanımlanabilir bir sertifikadır. Sukukun günümüz anlamındaki ilk tanımını, IJC'nin Şubat 1988 tarihli dördüncü oturumunda bulmak gerekmektedir. Karar numarası 30(5/4) olan karar, özelde yatırım sertifikalarını (mugarada tahvilleri, yani mudaraba sukuk) tanımlamıştır. Buna göre, "Mugarada sermayesini (mudarabayı) değişken sertifikalar (floating certificates)

yoluyla dağıtan yatırım sertifikaları, paydaşların payı oranında girişim sermayesine veya hangi şekilde gerçekleşirse gerçekleşsin sermayeye yönelik ortak sahipliğini gösterir şekilde eşit değerdeki payların ortaklar (paydaşlar) adına kaydedildiği sertifikalardır” (Saeed ve Salah, 2014: 46). IFSB'nin tanımına göre sukuk, “Yatırımcıların tüm hak ve yükümlülüğüne sahip olduğu dayanak varlığın bölünmemiş bir parçası üzerindeki oransal sahipliğini” ifade etmektedir (Hassan ve diğerleri, t.y.). Sukuka ilişkin en geniş tanım AAOIFI tarafından yapılmıştır. AAOIFI'nin tanımına göre sukuk, “Bir maddi duran varlık, kullanım hakkı ve hizmetler üzerindeki veya da belirli bir projenin veya özel yatırım faaliyetinin varlıkları üzerindeki bölünmemiş (ortak) payları gösteren eşit değerdeki sertifikalardır” olarak tanımlanmıştır (Oladunjoye, 2014: 337). MIFC'ın tanımına göre sukuk, “Yatırımcılara varlık üzerinde sahiplik ve bu sahiplikle orantılı gelir akımı ve riskleri veren tröst veya katılım sertifikasıdır” (Saripudin ve diğerleri, 2012: 169). Hazine Müsteşarlığı (HM)'nin tanımına göre ise sukuk “Kira sertifikaları, varlık kiralama şirketlerince, kendi nam ve sertifika sahiplerinin hesabına ve yararına, satın almak veya kiralamak suretiyle devralınan varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlenen ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymetler” olarak tanımlanmıştır (Hazine Müsteşarlığı [HM], 2013a: 72). Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nin 07/06/2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan III-61.1 sayılı Kira Sertifikası Tebliği'nde sukuk (kira sertifikası), “Her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymeti” olarak tanımlanmış ve burada sukukun kapsamı esnetilmiş ve genişletilmiştir.

AAOIFI, IFSB ve MIFC'ın aksine Hazine Müsteşarlığı ve SPK tarafından sukuka kira sertifikası (icara sukuk) adı verilmiş ve nitekim tanımlamalar da bu yönde yapılmıştır. Hazine Müsteşarlığı ve SPK tanımlamalarında sukuk yerine kullanılan kavram olan kira sertifikası icara sukuku yansıtmaktadır. Diğer yandan Türkiye'de vergisel düzenlemeler olmasa da diğer hukuki düzenlemeler sukukun beş türünün ihracına olanak tanımaktadır. Bu açıdan en başta söz konusu tanımlamalar tüm sukuk türlerini kapsayacak biçimde genişletilmeli ve bu anlamda kira sertifikası terimi, “sukuk” olarak değiştirilmelidir.

2.2. Sukukun Tarihi

Önde gelen araştırmacılara göre, sakk kelimesinin yazılı (belgeye dayalı) kanıtları erken İslami halifelik dönemlerinde görülmüştür. Sakk kelimesinin ilk kanıtları batılı araştırmacılarca ilk yüzyılda (Hicri), Hz. Muhammed'in Mekke'den Medine'ye göçünden itibaren geçen yüzyıl içinde bulunmuştur. Sukuka ilişkin hadis ve referanslar kısıtlı olsa da literatürde modern sukuk yatırımları ve sukukun transferine dayanak olacak açık bilgiler bulunmaktadır. Tarihi dokümanlar göstermektedir ki İmam-ı Malik ilk sukuk açıklamasını ünlü ilmi eseri El-Muvatta'da yapmıştır.

Milattan sonra 7. Yüzyılda Emeviler Devleti, askerlere ve devlet memurlarına maaşlarını nakit veya aynı olarak ödüyordu. Aynı ödeme “sukuk al badal” şeklindeydi ve bu yönde verilen belge emtia (mal) kuponu olarak belirtilebilmektedir. Bu sukuklar vadede sabit miktar mal karşılığı kullanılır veya da vadeden önce nakit karşılığı satılırdı (Marifa Academy, 2014: 159-161).

Modernizm öncesi Müslüman topluluklar, sukuku alışveriş ve diğer ticari faaliyetlerinden kaynaklanan mali yükümlülükleri temsil eden kağıt formları olarak kullanmışlardır. Daha önceki teorik hukuki eserlerde, yazılı kredi araçları vardır. Bu gibi yazılı enstrümanlarla, geniza³⁰ belgelerinde sıklıkla karşılaşılacaktır. Geniza dokümanları, "Tanrı" sözcüğü Arapça veya İbranice olarak üzerinde yazıldığı için tacirlerin bu belgeleri yok etmesinden çekinilen ve bu nedenle Orta Doğu camileri ve sinagoglarında (genellikle tavan arası veya depolarında) saklanan belgelerdir. Kahire geniza dokümanları, Milattan sonra 12. yüzyılda sakk'ın varlığını gösteren parçaları içermektedir ve içinde bulunan ödeme emirleri, modern çeklere oldukça benzemektedir. Bunlarda ödenecek tutar, emir, tarih ve ihraççının adı yazılıdır (Saeed ve Salah, 2014: 45).

Orta Çağ'da, bir sakk, malların teslimatı sırasında malların bedelini ödemeye yönelik yazılı bir yemin (vaad) idi ve paranın tehlikeli arazilerden geçirilmesini önlemek için kullanılmakta idi. Sonuç olarak, bu sukuklar çeşitli ülkelere taşınmış ve dünyaya yayılmıştır. Yahudi tacirler sakk terimini ve kavramını Müslüman dünyasından Avrupa'ya aktarmıştır. Sukukun bu şekilde taşınmasının ve ticaretinin ilginç bir sonucu da modern zamanda uygulanan çekler için ilham kaynağı olarak işlev görmesidir. Çek İngilizce kökenli bir kelime olmasına rağmen Modern Batı kelimesi "çek" Arapça "sakk" kelimesinden türemiştir (Saeed ve Salah, 2014: 45).

Diğer yandan günümüz uygulamasına benzer bir sukuk 1775 yılında Osmanlı İmparatorluğu tarafından bütçe açığını finanse etmek için çıkarılmıştır. Hükümet, tütün gümrük vergileri tahsilatını menkul kıymetleştirmiş, bu durumda, yatırımcılar hayatlarının geri kalan kısmında ödenek (değişken getiri) almışlardır³¹ (Chik, 2012; Mohammed, 2015).

Sukuk ihraç etmek için ilk çabalar 1978'de Ürdün devletinin Ürdün İslami Bankası'na mukarada (mudaraba) tahvili çıkarması yönünde izin vermesi ile başlamıştır. Benzer çabalar Pakistan'da 1980'de Mudaraba Şirketleri ve Mudaraba İhraç Etme ve Kontrol Yasası'nın çıkarılması ile görülmüştür. Piyasada yeterli altyapının ve şeffaflığın olmaması nedeniyle her iki çalışma da bu alanda önemli bir hareketlilik sağlamamıştır. Daha sonra 1983'te Malezya'da Devlet

³⁰ “Geniza sözcüğü, İbranice'de ‘saklı olan’ ve dolayısıyla ‘değerli şeylerin gömüldüğü yer’ anlamına gelmektedir... Önce Yahudiler'in sonra Müslümanlar'ın benimsediği ölülerini toprağa gömmeye, özel yerlere yıpranmış el yazmaları ya da basılmış kitaplar, tuhaf bitki yaprakları, küçük belge parçaları yerleştirme geleneği Yahudi hahamların çıkardığı bir fetvaya dayanmaktadır ve yazılı gereçlerin yangın ya da başka bir yolla yok edilmesinin önlenmesine yöneliktir. Çünkü bunlar Tanrı sözcüğünü ya da Tanrı yerini tutan bir sözcüğü içerebilir” (Shivtiel, 2014: 83).

³¹ Paldi (t.y.), ilk sukuk işleminin Suriye'nin Şam şehrinde Umayyad Camii'nin yapımı sırasında MS. 7. Yüzyılda kullanıldığını iddia etmektedir.

Yatırım Sertifikaları ihracı ile İslami anlamdaki tahvil ilk defa başarıyla uygulanmıştır (Marifa Academy, 2014: 161).

Arabistan'ın Cidde şehrinde bulunan İslam'ın ileri düzeyde incelenmesi için kurulu bir akademi olan IJC, 1988'de bir bildiri yayınlayarak sukuk pazarının gelişmesine zemin hazırlamıştır. Bu bildiriye göre: "Sukuk tarafından temsil edilen varlık grupları kompozisyonunun çoğunluğunun (maddi) duran varlıklardan oluşması şartıyla, herhangi varlık (veya bu varlıkların kullanım hakkı) bileşimi piyasa fiyatından satılan yazılı finansal enstrümanlar şeklinde temsil edilebilir". IJC'nin kararları Şeriat'a uygun finansal kuruluşların ve Şeriat komitelerinin çoğunda çok etkilidir. Sukuk ticaretini onaylayan bu ifade özellikle İslami finansın gelişiminde bir kilometre taşı olmuş ve sukuku sermaye piyasası aracı olarak tanıtmanın yolunu açmıştır (Latham & Watkins, 2016: 2).

IJC'nin bildirisinin ardından Malezya'nın sukuk enstrümanı geliştirmek için öncülük etmesi ile ilk modern Sukuk Malezya'da Shell MDS tarafından 1990'da ihraç edilmiştir ve bundan sonra 2003 yılında sukuk için bankalar arası para piyasası onaylanmıştır. 1991'de AAOIFI'nin kurulması ile birlikte sukuk için yeni Şeri kurullar belirlenmiş ve Uluslararası İslami Finansal Piyasası (IIFM)'nin de katkılarıyla sukuka yönelik farkındalık artmıştır (Mohammed, 2015). 2006'da 2005'e göre %145 artan sukuk ihraçları 27 milyar dolara ulaşmıştır. 2007'de 47 milyar dolara ulaşan ihraçlar 2008'de %55 düşmüş ve 2009'da toparlanarak 31 milyar dolara ulaşmıştır. 2012'de 110 milyar dolarlık sukuk ihraç edilmiştir (Paldi, t.y.). 2014 yılından itibaren ise sukuk ihraçları düşüş göstermeye başlamış ve 2016'da 74.8 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir (MIFC, 2017a: 1). Bu durumun nedei Malezya'nın sukuk dışında diğer İslami yöntemlere başvurması ve Körfez ülkelerinin geleneksel tahvile yönelmeleridir.

2.3. Sukukun Özellikleri³²

Sukuk, İslami gerekliliklere uyan bir tahvil olduğundan bazı özellikleri de bünyesinde barındırmak zorundadır. Çünkü borç, faiz vb. konularda tamamen özgür olan geleneksel tahvilin aksine sukuk Şeriat'a uygun olmalıdır. Sukukun İslami bir ürün olarak Şeriat'a uygun olması geleneksel tahvilden farklı bazı özellikler kazanmasını sağlamıştır. Diğer yandan Şeriat'a uygun olma gereği sonucu sukuk karmaşık yapıları bünyesinde barındırmakta ve bu da sukukun çeşitli ayırt edici özellikler kazanmasına yol açmaktadır. Sukukun özellikleri şu şekilde sıralanabilmektedir (Olgu ve diğerleri, 2015: 219; Adesina-Uthman, 2015: 26; Bacha ve Mirakhor, 2013: 174):

³² Sukukun özelliklerini tanımlayan kaynaklar genellikle bu hususları teorik bazda ele almıştır. Örneğin sukuk getirileri değişken olmakla birlikte genellikle ve özellikle icara sukukta sabit olmaktadır. Diğer yandan sukuk varlığına dayalı (asset backed) olabildiği gibi, uygulamada varlık temelli (asset based) de olabilmektedir ki bu durum sukuk temerrütlerini de beraberinde getirmiştir. Son olarak bazı sukuk türlerinin ikincil piyasası yoktur.

- Varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeyi yansıtmaktadır; yani bir dayanak varlık veya Özel Amaçlı Kuruluş (SPV) olmalıdır.
- İslam'da faiz yasak olduğundan sukukta getiri kira geliri ya da kâr payı şeklinde formüle edilmektedir.
- Sukuk için menkul kıymetleştirilecek dayanak varlık Şeriat'a uygun olmalıdır. Ayrıca sukukta yüksek garar (belirsizlik) içeren işlemler yasaktır. Yasaklanmış faaliyetlerde bulunan kurumlar da yine sukuku finansman için kullanamamaktadır.
- Sukuk ihracından elde edilen fonlar helal (Şeriat'ça izin verilen) alanlarda yatırım için kullanılabilir.
- İhraç edilmeden ya da ticareti yapılmadan önce, uluslararası düzeydeki bir Şeriat Denetim Kurulu veya farklı bölgelerde yer alan birden çok Şeriat Kurulu'na onaylanmalıdır.
- Yatırımcının kâr ihtiyacını, ihraççının da fon ihtiyacını karşılamak üzere yatırımcılardan gelen fonları havuzlamaktadır.
- Sukuk, alternatif fon kaynağı sunmaktadır.
- Daha derin ve likit İslami sermaye piyasalarının gelişimi için hayatidir.
- Yatırımcıların fonlarını diğer yatırımcıların fonları ile birleştirdiği bir yatırım süreci içermektedir.
- Borçların yeniden yapılandırılması sürecinde kullanılamamaktadır.
- Orta ve uzun vadede getiri sunan, Şeriat'a uygun bir sermaye piyasası ürünüdür. Ancak sukuk düzenleyicileri, getiriye garanti etmemektedir. Nitekim getiri dayanak varlığın performansına bağlıdır ve sabit değildir. Ayrıca yatırımcılara ödenecek getiriler sadece dayanak varlıktan elde edilen gelirlerle yapılabilmektedir. Dayanak varlık dışında bir getiri ödemede kullanılamamaktadır.
- Likit bir finansal üründür ve ikincil piyasada ticareti yapılabilir.³³
- Yatırım periyodu boyunca düzenli ödeme akımları sunarken anapara geri ödemesi oldukça etkili ve kolaydır. Ayrıca sermaye yatırım süresince değerlendirilebilir.
- Sukuk, düşük korelasyonlu ve belirlenmiş varlık sınıflarına sahip yeni bir üründür.
- Sukuk ile yatırımcılar sadece nakit akımlarına sahip olmakla kalmamakta aynı zamanda dayanak varlığın sahipliğini de almaktadır.
- Vadesi ve getirileri geleneksel borç enstrümanları ile rekabet edebilmektedir.
- Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarınca değerlendirilmekte ve derecelendirilmektedir.
- Çeşitli borsalarda listelenmektedir.

³³ Şeri kısıtlardan dolayı bazı sukuk türlerinin ikincil piyasaları bazı koşulların yerine gelmesine bağlıdır. Ayrıca standardizasyon eksikliği de sukukların ikincil piyasasını ve likitliğini olumsuz etkilemektedir. Bu konuya Sukukun Problemleri başlığı altında değinilecektir.

2.4. Sukuk ve Geleneksel Tahvil Arasındaki Farklar

Sukuk, İslami şartlara uymak zorunda olduğundan sukuka göre nispeten daha özgür koşullarda rekabet eden geleneksel tahvilden doğası gereği bazı yönlerden ayrılmaktadır. Sukuk ve geleneksel tahvil arasındaki farklara Tablo 7’te yer verilmiştir.

Tablo 7: Sukuk ve Geleneksel Tahvil Arasındaki Farklar

Kriterler	Geleneksel Tahvil	Sukuk
Varlık sahipliği	Tahviller, ihraççının tahvil sahibine karşı olan borç yükümlülüğünü göstermektedir.	Sukuk, yatırımcının varlık üzerindeki oransal sahipliğini göstermektedir.
Yatırım kriteri	Tahviller, yerel yasaya uygun olan herhangi bir proje, iş, varlık veya ortak girişimi finanse etmek için kullanılabilir.	Dayanak varlık Şeriat’a uygun olmalıdır. Dayanak varlığın ilgili olduğu aktiviteler üzerinde Şeri kısıtlamalar mevcuttur.
İhracın fiyatlanması	Tahvilin itibari değeri ihraççının kredibilitesine ve tahvilin kredi derecesine bağlıdır.	Sukukun itibari değeri, dayanak varlığın güncel piyasa değerine bağlıdır.
Yatırımın getiri ve riskleri	Tahvil sahibi, vade boyunca faiz geliri elde eder ve vadede anaparanın geri ödenmesi garanti edilmiştir.	Sukuk sahibi, dayanak varlıktan elde edilen kârı paylaşırken zarara da katlanmaktadır. Anapara için varlığın paraya çevrilmesi piyasa değeri üzerinden yapılmakta olup bu değer sıfır da olabilmektedir.
Maliyetlerin etkisi	Tahvil sahipleri, finanse ettikleri proje, varlık veya işin maliyetlerinden etkilenmemektedir. Bu maliyetler, yatırımcıların gelir akımı üzerinde etki yapmamaktadır.	Sukuk sahipleri, dayanak varlıkla ilgili maliyetlerden etkilenmektedir. Daha yüksek maliyet, daha düşük yatırım kârı demektir.
Derecelendirme	Tahvillerin derecelendirmesi temel olarak ihraççının kredibilitesine bağlıdır.	Sukukun değeri, dayanak varlığın piyasa değerine bağlıdır.
Getiri	Son zamanlardaki trend, sukuka göre daha az getiri sağladığı yönündedir.	Sukuk, geleneksel tahvilden daha fazla veya eşdeğer bir getiri sağlamaktadır.
Temerrüt Riski	Eğer ihraççı, zamanla biriken faizleri ödemede temerrüde düşerse bu faiz anaparaya eklenmektedir; bu nedenle toplam faiz fonların ihraççı tarafından kullanıldığı süreye bağlı olarak yatırımcı tarafından kazanılmaktadır.	Temerrüt veya ödemede gecikme halinde, bir para cezası verilebilmektedir. Ancak ödenmeyen miktar anaparaya eklenmemektedir. Bu nedenle yatırımcı daha fazla likidite riskiyle karşılaşmaktadır.

Kaynak: Alawi ve Al-Quati, 2014: 4

2.5. Sukukun Tarafları

Sukukun tarafları, sukuk ihracında ve ertesinde sukuk işlemlerinde bulunan kişi ve kuruluşları ifade etmektedir. Sukukun tarafları asli ve ferî olarak ikiye ayrılabilir. Ancak hemen belirtmek gerekir ki bazı ihraçlarda sukukun asli tarafları bile tam olarak bulunmamaktadır. Örneğin Maldivler’de HDFC Amna’nın fon elde etmek için ihraç ettiği ve Maldivler’de ilk özel sektör sukuku unvanına sahip olan mudaraba temelli sukuk ihracında ana düzenleyici (lead

arranger), yüklenici (underwriter), özel amaçlı kuruluş (SPV) ve kredi derecelendirme kuruluşu bulunmamaktadır. Bunun temel nedeni ülkede yer alan kanunlara göre bu tür tarafların zorunlu olmamasıdır (Muneeza, 2014: 347). Diğer yandan çeşitli ülkelerin yürürlükte olan düzenlemelerine bakıldığında tarafların genellikle birbiriyle pek uyuşmadığı görülmektedir³⁴. Bu durum özellikle feri taraflar için geçerlidir. Bu anlamda sukukun asli ve feri taraflarını tam olarak tanımlamak oldukça zordur. Bu nedenle bu çalışmada Shalhoob (2016)'ın çalışması üzerinde bazı düzeltmeler yapılarak sukukun asli ve feri tarafları belirlenmiştir.³⁵

2.5.1. Sukukun Asli Tarafları

Sukukun asli tarafları, kaynak kuruluş, özel amaçlı kuruluş (SPV), yatırımcılar, portföy varlıkları, ana düzenleyici veya rehber (lead arranger or principal advisor) ve Şeriat Kurulu'ndan oluşmaktadır.

Kaynak Kuruluş: Kaynak kuruluş, varlıkların sahibi veya nakit elde etmek için varlıkları ilk satandır (menkul kıymetleştirilecek varlıkları satarak). Kaynak kuruluş bireysel birisi olabileceği gibi, bir şirket, devlet ve finansal kuruluş da olabilmektedir (Shalhoob, 2016: 39). Kaynak kuruluş, fon ihtiyacı olan ve bu amaçla sukuk ihracı için gerekli işlemleri başlatan kişi veya kurumdur.

Özel Amaçlı Kuruluş: Özel amaçlı kuruluş, kaynak kuruluşun menkul kıymetleştirilecek varlıkları transfer ettiği ve bu anlamda varlıkların elde tutulması ve sukuk ihraç edilmesinde önemli rolü olan finansal kuruluştur. Bu kuruluş, varlıkları kaynak kuruluştan indirimli değeri (discount value) üzerinden almaya yükümlüdür ve ardından varlıkları itibari-nominal değeri (face value) üzerinden ihraç etmektedir (menkul kıymetleştirerek). Alım ve ihraç değeri arasındaki fark bu kuruluşun kârını oluşturmaktadır (Shalhoob, 2016: 39). Özel amaçlı kuruluşun kullanılma amacı, genellikle, menkul kıymetleştirmede olduğu gibi, bir işlemde alacaklı sayısının ve bazı risklerin sınırlandırılması suretiyle, belirli bir alacaklı veya yatırımcı grubuna belirli risklerden arındırılmış bir proje sunulmasıdır (Doğru, 2007: 16). Diğer yandan özel amaçlı kuruluş, iflas maliyetlerini azaltmak amacıyla kullanılmaktadır. Çünkü, özel amaçlı kuruluşlar iflasa konu değildir ve dizaynı nedeniyle pratikte iflasa gidememektedir (Gorton ve Souleses, 2007: 549).

Yatırımcılar: Genel yatırımcılar, sukuku satın almaya gönüllü olan ve vadede sukukun itibari değerini (face value) ve bu değer üzerinden bir getiri elde etmeyi amaçlayanlardır.

³⁴ Bu konuda bkz. Nijerya Menkul Kıymet ve Döviz Komisyonu (SEC) (t.y.) ve Inukai (t.y.).

³⁵ Çalışmada SPK tarafından yayınlanan tebliğler üzerinden yapılan tanımlamalar kullanılmamıştır. Bunun nedeni SPK tarafından yapılan tanımlamaların icara sukuka (kira sertifikası) yönelik olmasıdır. Bu açıdan bu başlıkta amaç uluslararası düzeyde sınıflandırma yapmaktır.

Yatırımcılar, bir banka veya finansal kuruluş ya da diğer tip yatırımcılar olabilmektedir (Shalhoob, 2016: 39).

Portföy Varlıkları: Vadede yatırımcılara ödenmek üzere kullanılan finansal hak ve getirilerin toplandığı özel bir hesaptır (Shalhoob, 2016: 39).

Ana Düzenleyici veya Rehber: Ana düzenleyici veya rehberin görevi diğer düzenleyicilerle birlikte sukuk planını yapılandırmaktır (Inukai, t.y.: 26).

Şeriat Kurulu: İhraççıya, ihraçta kullanılacak Şeri açıdan uygun ve kabul edilebilir konsept(leri) ve ilkeleri/tavsiyeleri vermek üzere bir Şeriat Kurulu (Danışmanı) atanmaktadır (Inukai, t.y.: 26). Şeriat Kurulu'nun görevi sukukun Şeri açıdan kabul edilebilir olmasını sağlamaktır³⁶. Şeriat Kurulu, sukukun günümüzdeki problemleri göz önüne alındığında sukukun tarafları içerisinde çok önemli bir yere sahiptir.

2.5.2. Sukukun Feri Tarafları

Sukukun ferî tarafları, ödeme kuruluşu, kaydedici kuruluş, kredi derecelendirme kuruluşu, listeleme kuruluşu, yüklenici, kredi aracı, hukuk müşaviri, finansal garanti kuruluşu, fiyatlama kuruluşu, yenileme kuruluşu, değiştirme kuruluşu, hesaplama kuruluşu ve global likidasyon acentesinden oluşmaktadır. Kuşkusuz bu tarafların sayısı artırılıp azaltılabilir (Shalhoob, 2016: 40; Kandemir ve Rankin, 2011: 77-79; Inukai, t.y.: 27-29).

2.6. Sukuk İhracının Amacı

Sukuk ihracının amacı, toplanan fonlar ile sahip olunan paya göre yeni bir projeye başlamak, mevcut bir projeyi geliştirmek veya toplanan fonları ticari bir faaliyetin finansmanı için kullanmaktır. Sukuk sisteminde yatırımcının veya sukuk sahibinin elde edeceği getiri; bir ticari faaliyetten, belirli bir varlığın mülkiyetinden ya da bir iş ortaklığından elde edilecek gelir üzerindeki hak sahipliğinden kaynaklanmaktadır (Ernst & Young, 2012).

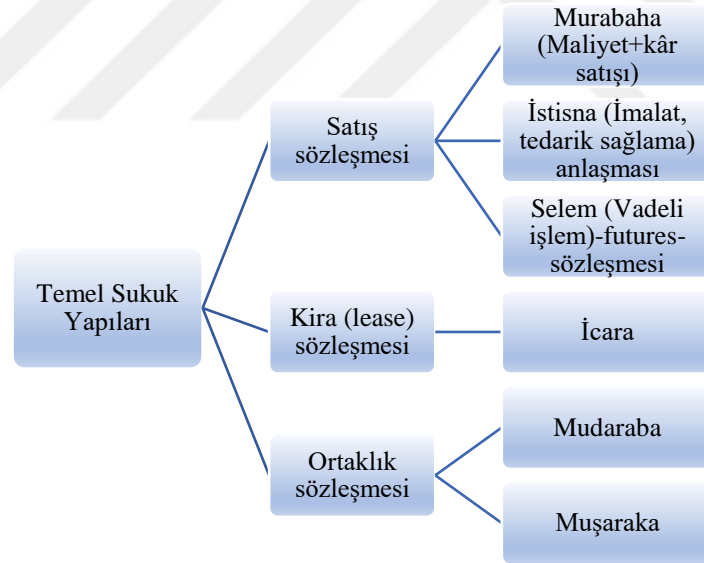
³⁶ AAOIFI tarafından Şeriat Kurullarının görevleri genişletilmiştir. Şubat 2008'de AAOIFI, sukuka ilişkin Şeri Standart 17'yi yayınlamıştır. Yani, Şeriat'a uygunluk ve ikincil piyasada ticaret ile ilgili önerileri sunmuştur. Bu önerilerden birisi şöyledir: "Şeriat Denetim Kurulları, işlerini (rollerini) sukukun geçerliliği yönünde fetva vermekle sınırlı tutmamalıdır. Tüm ilgili sözleşmeler ve işlemler ile ilgili dokümanlar bu Kurullarca gözden geçirilmeli ve ardından Kurullar uygulamanın asıl manasını (içeriğini) denetlemeli, gözlemlemeli ve işleyişin (işlemin, sürecin) Şeriat Standartları'nda belirtilen gereklilikler ile Şeriat esaslarına her aşamasında uygun olduğunu denetlemelidir. Sukuk ihracından elde edilen hasıla ve bu hasılanın varlığa dönüşümünde Şeriat'a uygun metodolojilerin kullanımı AAOIFI Şeriat Standardı No. 17'nin Madde (5/1/8/5)'ine uymalıdır" (Shalhoob, 2016: 27).

Sukuk ihracının gerekçeleri ihraççılar açısından bakıldığında; finansman temini, yatırımcı tabanını genişletmek ve çeşitlendirmek olmakla beraber, yatırımcılar açısından; yeni bir varlık sınıfına yatırım imkânı, sermayeyi daha etkin ve verimli kullanma yolu olarak açıklanabilir. Bugüne kadar, ihraççının amacı genelde iç piyasadaki likidite havuzundan yararlanmak, düşük tutarlar için talep toplamak ve yerel borsalarda kotasyon yapılması olmuştur. Uluslararası fonların yetersizliği karşısında Asya'da ve Körfez İşbirliği Konseyi (GCC) üyesi olan ülkelerde merkezi yönetimler (hükümetler) altyapı projelerini finanse etmek ve yerel likidite havuzlarına erişebilmek için sukuk ihraç etmektedir (Ernst & Young, 2012).

2.7. Sukuk Çeşitleri

Sukuk çeşitleri dayandığı finansman metoduna göre sınıflandırılabilir. Şöyle ki, eğer bir sukuk çeşidi icara yöntemine dayanıyorsa icara sukuk adını almaktadır. Bu anlamda AAOIFI, 14 çeşit sukuk belirlemiştir. Ancak bu çalışmada genel olarak piyasada kendisine yer edinmiş ve en çok ihraç edilen sukuk türlerine değinilecektir.

Şekil 11: Dayandığı Finansman Metoduna Göre Sukuk Çeşitleri



Kaynak: Lackmann, 2015: 3

Sukuk, çeşitli aşamalardan oluşan karmaşık bir süreci içermektedir. Bu nedenle aşağıda sukukta yer alan aşamalar özet şekilde tablolştırılmıştır. Bu anlamda aşamalar Tablo 8'de verilmiştir.

Tablo 8: Sukukun Aşamaları

İjara Sukuk	Muşaraka Sukuk	Mudaraba Sukuk	Murabaha Sukuk	İstisna Sukuk	Selem Sukuk	Vekalet Sukuk
SPV, izahnamayı yayınlar. Yatırımcılar sukuka yatırım yaptıktan sonra sukuk ihraç eder. SPV, yatırımcılar adına ve hesabına hareket eder. SPV, sermayedar olarak kaynak kuruluş ile sözleşme imzalar.						
SPV, kayna kuruluştan varlığı peşin alır.	SPV ve kaynak kuruluş ortaklığa yatırım yapar.	SPV, ortaklığa yatırım yapar. Kaynak kuruluş ise emeği ile ortaklığa katılır.	SPV, müşetice istenen varlığı tedarikçiden alır ve peşin ödeme yapar. SPV, varlığı kaynak kuruluşu vadedi olarak peşin fiyat ve marjla satar.	SPV, kaynak kuruluşu ısmarlanan (üretimi istenen) varlığı tedarikçiye ürettirerek aşamalı ödemeler yapar.	SPV, kaynak kuruluşu üretilip teslim edilecek varlıklar için kaynak kuruluşu peşin ödeme yapar. Kaynak kuruluş varlıkları SPV'ye aşamalı olarak aktarır.	SPV, kayan kuruluştan varlıkları alır ve kaynak kuruluşu varlıkları yönetmesi ve kar elde etmesi için kaynak kuruluşu aktarır.
SPV, varlığı kaynak kuruluşu kiralar. Kaynak kuruluş periyodik kira ödemeleri yapar.	SPV, ortaklık karından sermayeye katılım oranında (veya belirlenen oranda) kar payı alır.	SPV, ortaklık karından belirlenen oranda kar payı alır.	Kaynak kuruluş vadedi ödemeler yapar.	SPV, varlıkları aşamalı olarak kaynak kuruluşu aktarır ve aşamalı ödemeler alır.	Kaynak kuruluş, aktarılan varlıkları SPV adına satar ve SPV'ye getiriyi aktarır.	Kaynak kuruluş (vekilidir), varlıklardan elde edilen karı SPV'ye aktarır.
SPV, kira gelirini yatırımcıya aktarır.						
Dönem sonunda, vadede veya temerrüt halinde SPV kaynak kuruluşu varlığı satar ve getirisini sukuk yatırımcılarına aktarır.	Dönem sonunda, vadede veya temerrüt halinde SPV kaynak kuruluşu ortaklıktaki payını satar ve getirisini sukuk yatırımcılarına aktarır.	Dönem sonunda, vadede veya temerrüt halinde SPV kaynak kuruluşu varlığı satar ve getirisini sukuk yatırımcılarına aktarır.	Dönem sonunda, vadede veya temerrüt halinde SPV arta kalan vadedi satış fiyatını sukuk yatırımcılarına aktarır.	Dönem sonunda, vadede veya temerrüt halinde SPV arta kalan istisna satış meblağını sukuk yatırımcılarına aktarır.	Dönem sonunda, vadede veya temerrüt halinde SPV arta kalan varlıkların satışından elde edilen meblağı sukuk yatırımcılarına aktarır.	Dönem sonunda, vadede veya temerrüt halinde SPV kaynak kuruluşu varlığı satar ve getirisini sukuk yatırımcılarına aktarır.

2.7.1. İcara Sukuk

AAOIFI'ya göre bu sertifikalar kiralanacak olan varlığın veya kiralama taahhüdü verilen mali duran varlığın sahibi tarafından ihraç edilen eşit değerli sertifikalardır. Bu anlamda icara sukuk, kiralanın reel varlık veya intifa hakkı üzerinde eşit değerdeki (pay olarak) sahiplikleri göstermektedir. İcara sukukta, sukuk sahipleri varlığın sahibi olmaktadırlar (Marifa Academy, 2014: 167; Abu-Alkheil, 2012: 25). Varlığın sahibi olan sertifika sahipleri bu nedenle kira (getiri) elde etme hakkına da sahip olmaktadır (El Shazly ve Tripathy, 2013: 3). Bunun yanında icara sukuk yatırımcılara, kiracının hakkını etkilemeyecek şekilde sukuku devretme hakkı vermektedir (Shaikh ve Saeed, 2010).

İcarada genellikle üç taraf vardır:

- **Kiracı (Kaynak Kuruluş):** Gerekli (edinmek istediği) varlığın özelliklerini belirleyerek kira sözleşmesinin sonunda mülkün (varlığın) mülkiyet hakkını edinecek olan kişi veya kurumdur.
- **Finansör:** İşlemleri (para akımlarını) yapan kuruluştur.
- **Kiraya Veren:** Kaynak kuruluşun ortak veya bağlı şirketlerince sahip olunan, finansman süresince kanuni mülkiyeti elinde bulunduran ve kiralama anlaşması altında kiralayan Özel Amaçlı Kuruluştur (SPV)³⁷ (El Shazly ve Tripathy, 2013: 4).

Bu sertifikaların ihraççısı (kaynak kuruluş) varlığın satıcısı ve sukuk yatırımcıları ise alıcılarıdır. Sukuk yatırımlarından elde edilen fon ise varlığın satın alma fiyatıdır. Yani, varlığın satın alma fiyatı ile ihraç edilen sukuk tutarı eşittir. Sertifika sahipleri varlığa birlikte sahip olurlar ve kârı ve zararı paylaşırlar. Varlık üzerine paralel icara yapılmasına da izin verilmiştir (Marifa Academy, 2014: 167; Lackmann, 2015: 5).

Şeriat alimleri icara sukuku üç şekilde şekillendirmeye izin vermiştir (Marifa Academy, 2014: 168):

1. **Satın Al-Geri Kirala:** Bu yapı altında, kiralanın varlık satın alınmakta ve söz konusu varlık, varlığın satın alındığı aynı kişiye (kuruma) geri kiralanmaktadır. Ancak bu durumda, varlık zaten kiralanmışsa devam eden kiralama sözleşmesi varlığın satışından önce sonlandırılmalıdır.

³⁷ İcara sukukta, SPV'nin ana işlevi sukuku yönetmektir; yani müşteriden (kaynak kuruluştan) kiralanın varlığa ilişkin kiralaları almak ve sukuk yatırımcılarına ödeme yapmaktır. Vadeye ulaşıldığında SPV'nin işi sona erer ve SPV'nin varlığına son verilir. Bu açıdan SPV, banka riskine sahip değildir ve banka düzenlemelerine de tabi değildir. Diğer bir deyişle, SPV iflas riskinden aridir ve bu nedenle de ihraççı ve yatırımcılar için bu durum çekicidir (Wilson, 2008: 175).

2. **Satın Al-Kirala:** Bu yapı altında, varlık üçüncü taraftan satın alınmakta ve kiracı tarafından üçüncü bir tarafa kiralanmaktadır.
3. **Ana Kiralama-Alt Kiralama:** Bu yapı altında, iki kiralama sözleşmesi vardır. Ana kiralamada varlık uzun bir süre için (örneğin 50 yıl için) kiralanmaktadır. İkinci olarak alt kiralamada ise kiralanana varlık aynı kişiye (birinci kiralamada kiraya veren taraf olan) kısa bir süre için (örneğin 5 yıl) geri kiralanmaktadır.

İcara sukukta genel amaç finansman ve likidite sağlamaktır. Finansman sağlamada kurum, ihtiyacı olan fonu sağlarken, likidite sağlamada kurum, varlıklarını likit hale getirerek sermayesini arttırmış olmaktadır (Hussin ve diğerleri, 2012: 94).

Ticarete konu olması (ikincil piyasası) ile icara sukuk yapısı, zamanla (belirli zaman içinde) oluşturulmuş varlık havuzlarını finanse etmede kullanılacak esnekliğe sahip bir enstrümandır. Örneğin, bir dağıtılmış (dağıtılmış formasyonda) güneş enerjisi projeleri havuzu, belirli bir periyotta tesis ve tertibatlar gerektirmektedir. Bu zaman dilimi içerisinde sukuk sahiplerinin havuza katıldıkça periyodik biçimde finanse edeceği tesisler ve çeşitli alımlar yoluyla belirli bir periyotta tertibatlar finanse edilebilir. Bu katkı (fon toplama), satın alma ve kiralamanın varlık alındıkça (edinildikçe) periyodik olarak yapıldığı icara ile yapılmaktadır (Stevens, 2013a: 5).

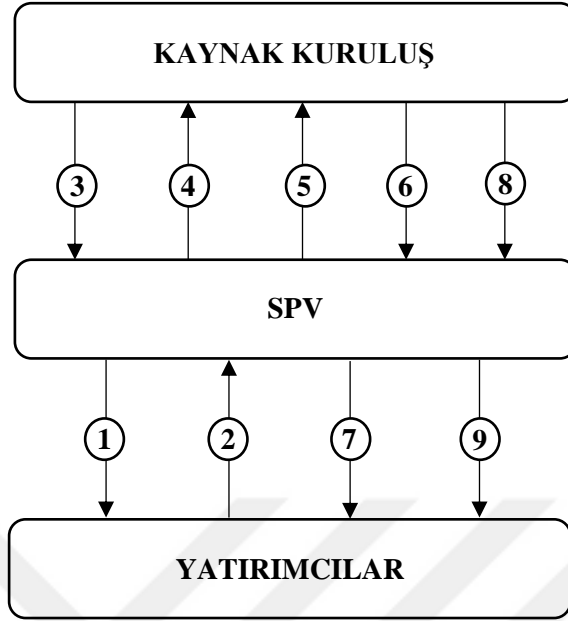
İcara sukuk, en çok kullanılan sukuk çeşididir. İcara sukuka sık başvurulması, ihraçlarda yasal maliyetleri ve yapılandırma ücretlerini düşürmektedir (Wilson, 2008: 175). Ek olarak, icaranın yapısı geleneksel kiralamaya (lease) benzediğinden³⁸ İslam ülkesi olsun veya olmasın İslami finansa yönelik yasaların olmadığı yerlerde özel sektör ve kamu ihraçlarında kullanılmaktadır. 2014'te devlet olarak Birleşik Krallık Temmuz'da; Hong Kong, Lüksemburg ve Güney Afrika Eylül'de sukuk (sovereign sukuk) ihraç etmiştir ki bunların hepsi icara sukuktur. Bu nedenle devlet sukuku ihraçlarında icaranın payının artması beklenmektedir (Lackmann, 2015: 7).

2.7.1.1. İcara Sukukun Aşamaları

İcara sukukun aşamaları maddeler halinde ve sırasıyla verilmiştir. Ayrıca yer verilen açıklamalar Şekil 12'den de özet olarak takip edilebilir. Bu anlamda aşamalara verilen numaralar Şekil 12 üzerinde de gösterilmiştir:

³⁸ Örneğin icara, ABD'deki vergi senedi (tax equity)'nin bir parçası olarak kullanılan master lease (esas kiralama)'e çok benzemektedir (Stevens, 2013a: 5).

Şekil 12: İcara Sukukun Aşamaları



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1. Özel amaçlı kuruluş (SPV), izahnameyi yayımlar ve sukukları ihraç eder
2. Yatırımcılar, sukuka yatırım yaparlar. Böylece yatırımcılar varlıklar üzerinde bölünmemiş sahipliği elde ederek periyodik kar dağıtımlarına ve varlığın kaynak kuruluşa nihai satışından elde edilen meblağa (anaparaya) hak kazanırlar. SPV ise toplanan fonlar üzerinde vekillik (tröst)³⁹ ilan ederek yatırımcılar hesabına ve yararına vekil olarak hareket eder.
3. SPV ve kaynak kuruluş alım ve satım sözleşmesi imzalarlar. Böylece kaynak kuruluş varlıkları SPV'ye satar ve SPV de sukuk ihracından elde ettiği fonları kullanarak varlıkları satın alır.
4. SPV, varlıkların satın alım bedelini kaynak kuruluşa sukuk ihracından elde ettiği fonları kullanarak öder.
5. SPV, kiralama (icara) anlaşması ile varlıkları belirli bir süre için (vade) kaynak kuruluşa kiralar.
6. Kaynak kuruluş belirli periyotlarla SPV'ye kira ödemesi yapar.
7. SPV, kaynak kuruluştan aldığı kira ödemelerini yatırımcılara belirli dönemlerde periyodik kar payı dağıtımını⁴⁰ olarak aktarır.

³⁹ Tröst genellikle İngiliz Kanunu'na dayanmaktadır (Stevens, 2013a: 4). Bu ise yasal belirsizliklere yol açmaktadır. Bu konuya Sukuk Problemleri bölümünde tekrar değinilecektir.

⁴⁰ Genel uygulama bu yönde iken kira ödemeleri dönemi farklı bir dönem olabilir. Yani bu dönem, kira döneminden önce, kira döneminde veya bu dönemden sonra olabilir; buna taraflar karar verir. Bu esneklik, farklı sözleşme ve sukuk tiplerinin geliştirilmesine olanak sağlarken ihraççı ve hamillerin farklı amaçlarına hizmet edebilir (Nisar, 2007).

8. Vadede, temerrüt halinde veya erken ödemede, kaynak kuruluş kiracı olduğu varlığı satın alır ve satın alma bedelini SPV'ye aktarır.⁴¹
9. SPV, kaynak kuruluştan aldığı meblağı (dissolution amount) sukuk yatırımcılarına aktarır.

2.7.1.2. İcara Sukukun Temel Özellikleri

İcara sukuk, İslami bir enstrüman olarak geleneksel tahvilden ayrı bazı özellikleri ve yapıları bünyesinde barındırmak zorundadır. Ayrıca tüm sukuk çeşitleri gibi icara sukuk da İslami finansın gerek ve yasalarına uyum göstermelidir. Bu anlamda icara sukukun özellikleri şu şekilde belirtilebilir (Dubai Uluslararası Finans Merkezi [DIFC], 2009:15-16; El Shazly ve Tripathy, 2013: 3-4; Lackmann, 2015: 5; Stevens, 2013a: 5; Nisar, 2007; Vishwanath ve Azmi, 2009: 60):

- İcara varlığı ve bunun kullanımı Şeriat'a uygun olmalıdır. Ayrıca, varlık garara yer verilmeksizin açıkça belirlenmelidir.
- Şeriat'a uygunluk gereğince, vekil (SPV)'ce elde tutulan varlıklar mevcut -var olan (duran) varlık veya kira süresince tüketilmeyecek bir varlık olmalıdır. Diğer yandan kullanım (intifa) hakkı bulunmayan varlıklar da ijara varlığı olarak kullanılamamaktadır. Bu anlamda, dayanak varlık, reel (taşınmaz-maddi duran) varlık olabileceği gibi sınav bir makine de olabilmektedir. Ancak varlık çeşidi bunlarla sınırlı değildir. Tanımlanabilen (tespit edilebilen), miktarı belirtilebilen (ölçülebilir) ve değer içeren herhangi bir şey icara varlığı olabilmektedir. Bu nedenle gıda ve para gibi tüketilebilen şeyler, kiraya verilememektedir.
- Varlık(lar)ın sahipliği kiraya veren olarak SPV'de olmalıdır (yani sahiplik SPV'ye aktarılmalıdır) ve kiracı olan kaynak kuruluşa sadece intifa hakkı transfer edilmelidir. Kiraya veren, kiracının varlıktan faydalanmasını engellemeyecek biçimde varlığı satabilmektedir. Böylece yeni sahip, kira almaya hak kazanmış olacaktır.

⁴¹ Uygulamada SPV, kaynak kuruluş ile satın alma zorunluluğu sözleşmesi imzalamaktadır. Satın alma zorunluluğu sözleşmesi, kaynak kuruluşu vadede veya (sukuk sahiplerinin tercih hakkı ile) temerrüt halinde varlığı geri satın almaya zorunlu kılar (Stevens, 2013a: 4). Ancak bazı Şeriat alimleri bu tür sözleşmelerin Şeriat'a uygun olup olmadığını tartışmaktadır. Aslında bu alimler, sukuk sahiplerine ödenecek olan anaparanın dayanak varlığın performansına bağlı olması gerektiğini savunmaktadırlar (El-Qua ve diğerleri, 2008: 3). Diğer yandan, bazı alimlere göre böyle bir satın alma taahhüdü izin verilebilir ve son zamanlara değin mudaraba ve müşaraka böyle bir garanti ile ihraç edilmiştir. Usmani (2008)'e göre kaynak kuruluşun mudarib (sermaye yöneticisi), vekil (agenta) veya ortak olduğuna bakılmaksızın anapara garantisi Şeriat'a uygun değildir. AAOIFI'nin açıklaması bu tür bir garantiyi Şeriat'a uygun bulmamıştır. AAOIFI'nin açıklamasına göre dayanak varlık, sukuk vadesinin sonunda üçüncü taraf veya sukuk yöneticisi tarafından varlığın piyasa değeri üzerinden alınmalıdır. Bu nedenle, varlığın başlangıç yatırımdan daha düşük bir fiyata satılabileceğinden dolayı sukuk yatırımcıları piyasa riski taşımaktadırlar (Nanaeva, 2010: 25). Diğer yandan varlık temelli (asset based) sukukta, eğer kaynak kuruluş varlıkların kullanımı dolayısıyla yapacağı ödeme için temerrüt halindeyse (icara sukuk için) satın alma zorunluluğunu kabul etmeyebilir (Elmalki ve Ryan, 2010: 1). Tekrar uygulamaya bakıldığında satın alma zorunluluğu tartışmaları bir yana ülkeler bu zorunluluğa uyulmaması halini ortadan kaldırmak için çeşitli icara tipleri ihraç etmektedirler. Örneğin, Malezya'da icara sukukun birçok türü ihraç edilmektedir. Bundaki amaç, kira ödemeleri ve vadenin sonunda varlığın geri alınması zorunluluğuna uymama riskini azaltmaktır (Hussin ve diğerleri, 2012: 94).

- Varlıklar vekil (SPV)'e geldiği zaman tanımlanamazsa, sukuk ikincil piyasada (başabaştan satış hariç olmak üzere) satılamamaktadır. Bu da projelerin yapım aşamasında problemlere neden olmaktadır. İcra sukuk, ancak varlık var ve tanımlanabilir durumda olduğunda ikincil piyasada işlem görebilmektedir. İcra sukuk diğer şartlar yerine geldiği halde ise ikincil piyasada başabaştan, primli (başabaşın üstünde) veya iskontolu (başabaşın altında) olarak işlem görebilmektedir.
- Kira tutarları anlaşılan bir dönem için ve anlaşılan oranda olmalıdır. Ayrıca kira tutarları açıkça belirlenmelidir. Bu anlamda, kira tutarı (ücreti), açık bir şekilde ifade edilmeli (açıklanmalı) ve belirlenen koşullara uygun olmalıdır.⁴²
- Kira periyodu açıkça belirlenmelidir.
- Sahiplikle ilgili yükümlülükler ve riskler varlıkların sahibi olan vekile (SPV'ye) aittir. Varlıkların kullanımı ile ilgili yükümlülükler ise kiracı olan kaynak kuruluşuna aittir.
- Kiracı tarafından varlığı koruma amaçlı yapılan masraflar taşınırken, başlangıç (ilk-kuruluş) giderleri sahibin sorumluluğundadır.
- Kiraya veren, varlıkların hasar ve bozulması karşısında sorumludur. Diğer yandan, varlıkların tamamen hasarında (zaiyatında), kira sözleşmesine son verilebilir. Varlıkların tamamen ziyanında SPV, varlıkları değiştirme (yenisini ile) hakkına da sahiptir.
- Tam hasar kiracının yanlış kullanımı ve ihmalden kaynaklanıyorsa, hasardan etkilenen varlıkların değer kaybı için kiracı SPV'nin kaybını tazmin etmelidir. Varlıklar kısmen zarar gördüyse, icra kalan varlıklar için devam eder ve buna göre kira da tekrar hesaplanır ve düzenlenir.

2.7.2. Muşaraka Sukuk

Muşaraka, Arapça bir kelime olan sharṣka, sharikah veya shirkah'dan türemiştir ve birleştirilmiş mülkiyet, paylaşım (iştirak) veya ortaklık anlamına gelmektedir. Ayrıca ikhtilat (iki tarafın şeylerini karıştırarak ayırt edilemez hale getirme) kelimesiyle de ilişkilidir⁴³ (Saripudin ve diğerleri, 2012: 169).

Muşaraka sukuk, tüm sukuk tiplerinin en eskisidir, çünkü muşaraka İslam'dan önce de pratikte var olmuştur. Temeli, iki veya daha fazla tarafın bir araya gelerek oluşturdukları ortak girişim (teşebbüs) sonucu oluşan kâr ve zarara ortak olma yönünde yaptıkları sözleşmeye dayalı

⁴² Kira tutarı, gelecekte yenilenebilir koşullarda olabilir. Yani, sabit olabilir, artan veya azalan biçimde belirlenebilir veya iyi bilinen bir değışkene bağlanabilir (Nisar, 2007).

⁴³ Hanefi okullarına göre, muşaraka sermaye ve kârı paylaşan iki veya daha fazla taraf arasındaki sözleşmedir. Bu, tüm sharikah kategorilerini kapsayan genel bir tanımdır. Maliki okullarına göre, muşaraka, her ortağın ortaklığı yönetme hakkı saklı kalmak koşuluyla bir ortağın diğer ortağa ortak varlıkları yönetme hususunda verdiği izindir. Şafi okullarına göre, muşaraka iki veya daha fazla şey üzerinde eşit haklar veren bir sözleşmedir. Hanbeli alimlerine göre, muşaraka hak ve tasarruf (yönetme gücü) elde etmek üzere taraflarca yapılan birleşmedir. Burada haklar; maddi haklar, hibe vb. içermektedir (Saripudin ve diğerleri, 2012: 169).

ilişkiye dayanmaktadır (El Shazly ve Tripathy, 2013: 5). Bu anlamda muşaraka sukuk, bir proje veya girişimi oluşturmak, geliştirmek veya finanse etmek amacıyla fon toplamaya yönelik olarak ihraç edilen, ortaklık sözleşmesine dayanan eşit değerdeki sertifikalardır. Muşaraka sukuk, sahiplerine dayanak proje üzerinde sahiplik hakkı vermektedir (Jabeen ve Javed, 2007: 412). Muşaraka sukukta kârlar, ortaklık sözleşmesine göre paylaşılırken⁴⁴, zararlar sermayeye katılım payına göre paylaşılmaktadır (Stevens, 2013b: 3).

Muşaraka sukuk eşit değerdeki sertifikalar olup ortaklık sözleşmesine dayanmak üzere yeni bir projenin oluşturulması, var olanın geliştirilmesi ve bir iş (ticari) faaliyetinin finansmanı amacıyla ihraç edilmektedir. Burada sertifika sahipleri, projenin veya iş (ticari) faaliyetinin varlıklarının sahibi olmaktadır. Sertifikayı ihraç eden taraf ortaklığa davet sahibi ve yatırım yapanlar da sözleşmede ortaklardır. Katılımdan toplanan fonlar yatırımcıların muşaraka sermayesine katılım paylarını göstermektedir. Sertifika sahipleri ortaklığın varlıklarına sahip olmaktadır ve kâr veya zarardan pay almaya da hak kazanmıştır (Marifa Academy, 2014: 163).

Muşaraka sözleşmeleri birçok şekilde yapılabilmektedir, ancak pratikte şu iki yapı sukuk ihraç etmek amacıyla kullanılmaktadır (Marifa Academy, 2014: 163):

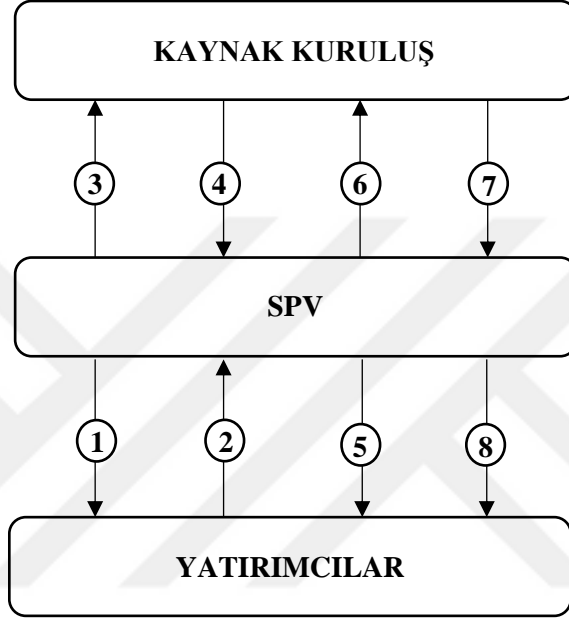
- **Sözleşmeden Doğan Ortaklık (Shirkat al-‘Aqd):** Sözleşmeden doğan ortaklık, iki veya daha fazla taraf arasında varlıklarını, hizmetlerini, hak ve yükümlülüklerini birleştirmek yoluyla ve kâr elde etmek amacıyla yapılan bir anlaşmadır.
- **Sahipliğe Dayalı Ortaklık (Shirkat al-Melik):** Sahipliğe dayalı ortaklık, iki veya daha fazla tarafın varlıklarını kâr elde ederek paylaşmak veya ortaklık varlıklarının değer artışından faydalanmak amacıyla birleştirmesidir. Varlıkların kâr elde etmek amacıyla birleştirilmesi, zarar ortaya çıkarsa katlanmayı gerektirmektedir. Sahipliğe dayalı ortaklık, ortakların kontrolü dışındaki olaylardan (ölen kişinin mirasının varislere kalması gibi) kaynaklanmaktadır. Bu ortaklık ayrıca ortakların aynı varlıktan adi hisseler alması nedeniyle ortakların isteği doğrultusunda da gerçekleştirilebilmektedir.

⁴⁴ Kârların dağıtımı konusunda dört temel Şeriat alimleri farklı görüşlere sahiptir. İmam Malik ve İmam Şafi’i’ye göre kârlar tarafların katkı yaptığı sermayenin oranına göre paylaşılmalıdır. İmam Ahmed’e göre, kâr paylaşımı eğer taraflar kâr paylaşımı konusunda belirli bir metot üzerinde anlaşmışlar ise yapılan sermaye oranına göre paylaşımın farklı olabilmektedir. İmam Ebu Hanife’ye göre, eğer taraflardan biri yaptığı sermaye katkısı oranından fazla kâr elde edemeyecek olan faal olmayan (komanditer) ortak değilse, taraflar arasındaki kâr paylaşımı, yapılan sermaye katkısı oranından farklı olabilmektedir (Al Elsheikh ve Tanega, 2011: 187).

2.7.2.1. Muşaraka Sukukun Aşamaları

Muşaraka sukukun aşamaları maddeler halinde ve sırasıyla aşağıda verilmiştir. Ayrıca yer verilen açıklamalar Şekil 13'ten de özet olarak takip edilebilir. Bu anlamda aşamalara verilen numaralar Şekil 13 üzerinde de gösterilmiştir:

Şekil 13: Muşaraka Sukukun Aşamaları



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1. Özel amaçlı kuruluş (SPV), izahnameyi yayımlar ve sukukları ihraç eder.
2. Yatırımcılar, sukuka yatırım yaparlar. Böylece yatırımcılar varlıklar üzerinde bölünmemiş sahipliği elde ederek periyodik kar dağıtımlarına ve varlığın kaynak kuruluşa nihai satışından elde edilen meblağa (anaparaya) hak kazanırlar. SPV ise toplanan fonlar üzerinde vekillik (tröst) ilan ederek yatırımcılar hesabına ve yararına vekil olarak hareket eder.
3. SPV, kaynak kuruluş ile muşaraka anlaşması içerisine girer. Anlaşmaya göre SPV sukuk ihracından elde edilen fonu muşaraka ortaklığına yatırırken kaynak kuruluş da nakdi veya maddi duran varlık şeklinde muşarakla ortaklığına kaynak aktarır. İki tarafça da yapılan yatırıma göre (veya taraflarca belirlenecek bir oranda) kardan alınacak paylar belirlenir. Zarar ise sermaye katılım oranına göre paylaşılır. Kaynak kuruluş ayrıca ortaklığı yönetir.
4. Her periyodik kar dağıtım gününde SPV, muşaraka ortaklığından elde edilen kardan belirlenen orandaki payını alır.
5. SPV, ortaklıktan elde ettiği payları (karları) periyodik olarak sukuk yatırımcılarına aktarır.

6. Vadede, temerrütte veya erken ödeme halinde kaynak kuruluş SPV'nin muşaraka ortaklığındaki payını satın alır.
7. Kaynak kuruluş satın aldığı ortaklık payının karşılığını (piyasa fiyatını) SPV'ye öder.
8. SPV, kaynak kuruluştan aldığı meblağı (anapara) yatırımcılara aktarır.

2.7.2.2. Muşaraka Sukukun Temel Özellikleri

Muşaraka sukuk, ortaklığa dayalı yapısıyla bazı özellikleri bünyesinde barındırmaktadır. Ayrıca tüm sukuk çeşitleri gibi muşaraka sukuk da İslami finansın gerek ve yasaklarına uyum göstermelidir. Bu anlamda muşaraka sukukun özellikleri şu şekilde belirtilebilmektedir (Stevens, 2013b: 2-3; Vishwanath ve Azmi, 2009: 63; DIFC, 2009:23-24; Nisar, 2007; Al-Amine, 2008: 13):

- Muşaraka girişimi veya varlıkları Şeriat'a uygun olmalıdır.
- Muşaraka girişimine, kaynak kuruluş ve yatırımcılar adına da SPV ayrı ayrı katkı yapmaktadır. Katkı nakit veya parasal değere çevrilebilir bir maddi varlık, örneğin arazi, bina, araba ya da gerekli diğer varlıklar olabilmektedir. Genel olarak, kaynak kuruluş, ortaklığa arazi veya fiziksel varlık ile katkı yapmaktadır. Bu katkı tamamen (salt) borçtan oluşmamaktadır. SPV ise, sukuk ihracından elde ettiği fonlarla ortaklığa katkı yapmaktadır.
- Kâr paylaşım oranı başlangıçta karşılıklı olarak belirlenmelidir. Aksi halde sözleşme geçersiz sayılacaktır. Kâr payları, götürü veya muşaraka sermaye katkısının bir oranı olmamalıdır. Tercihen tüm ortaklar yönetimde aktif olarak yer almaktadır. Ancak, bir veya daha fazla ortak gayri faal (faal olmayan-sessiz) ortak olmayı seçerlerse, kâr payları oranları, girişimdeki sermayeleri oranını geçmemektedir. Vadeden veya muşarakanın bitmesinden evvel kârlar, muşaraka varlıklarının likidasyonu (paraya çevrilmesi) ile taraflar arasında dağıtılmalıdır.
- Zararlar, tarafların sermaye katılım oranına göre paylaşılmalıdır. Bu anlamda eğer bir ortak sermayeye %40 katıldıysa, zararın %40'ına katlanırken (daha fazlasına veya azına değil), aksi yönde bir koşul sözleşmeyi geçersiz kılmaktadır. İslam alimlerinde bu konuda fikir birliği vardır.
- Muşaraka sukuk devredilebilirdir, yani ikincil piyasa ticaretine tabidir. Ancak, ikincil piyasa ticaretinin yapılabilmesi için muşaraka varlıkları en az %33, azınlık sayıda alimlerce belirtildiği üzere ise %50 oranında maddi duran varlık içermelidir.
- Muşaraka sukukta taraflar (kaynak kuruluş ve SPV), muşaraka adına hareket edecek ve varlık(lar)ı geliştirecek ya da etkili şekilde kullanacak bir yönetim birimi (temsilci ki genelde kaynak kuruluştur) tayin etmektedirler. Bu temsilci, belirli ve sabit bir yönetim ücreti ve değişken bir teşvik ücreti almaktadır.

- Önceden haber (tebligat) vermek suretiyle hem kaynak kuruluş hem de vekil (SPV) Şeriat'a göre muşarakayı herhangi bir zamanda bitirebilmektedir.

2.7.3. Mudaraba Sukuk

Mudaraba, bir tarafın sermaye sağlamaktan diğer tarafın (girişimci, mudarib) finansör ile yaptığı anlaşma uyarınca projeyi yürütmekten sorumlu olduğu, kâr/zarar paylaşımına dayalı bir anlaşmadır (Al Elsheikh ve Tanega, 2011: 186). Mudaraba sukuk, ayrıca mugarada sukuk olarak da bilinmektedir. Mudaraba sukuk, dayanak enstrüman olarak mudarabayı kullanmaktadır. Mudaraba sukuk, yatırımcının (sahibinin) adına düzenlenen ve mudaraba varlığı üzerindeki sukuk sahibinin sahipliğini gösteren sertifikalardır. AAOIFI'ya göre ise mudaraba sukuk, girişimi yönetmesi için ortaklardan birini veya ortaklar dışında bir kişiyi mudarib olarak atayarak mudaraba temelinde yönetilen projeleri veya diğer iş aktivitelerini gösteren sertifikalardır (Marifa Academy, 2014: 165). Sertifika (sukuk) sahipleri, rabbul maal olarak bilinmektedir ve sermaye sağlayıcılar (finansörlerdir). Sukuk yatırımcılarının mudaraba varlığının getirisinden alacakları pay, sahipliğin oranına bağlıdır. Mudaraba sukukun diğer tarafı olan mudarib (yatırım yöneticisi), yatırımcılar adına ve hesabına belirli bir proje için parayı kullanmaktadır (Alshamrani, 2014: 316; Maraj, 2013: 32). Özetle ifade edersek mudaraba sukukta, ihraççı (kaynak kuruluş, borçlanıcı) mudarib (girişimci), sukuk yatırımcıları (rabbul maal) sermayenin sahibi ve toplanan fonlar ise mudaraba sermayesidir⁴⁵ (Al Elsheikh ve Tanega, 2011: 186).

Mudaraba sukukta, yatırımcılara verilecek olan getiriler (karlar), daha önceden anlaşılan orana göre Rabbul Maal ve Mudarib arasında paylaşılmaktadır. Bu getiriler (Rabbul Mall'ın yani SPV'nin aldığı) daha sonra yatırımcıların sahip olduğu sukuk paylarına göre sukuk yatırımcılarına aktarılmaktadır (Marifa Academy, 2014: 165).

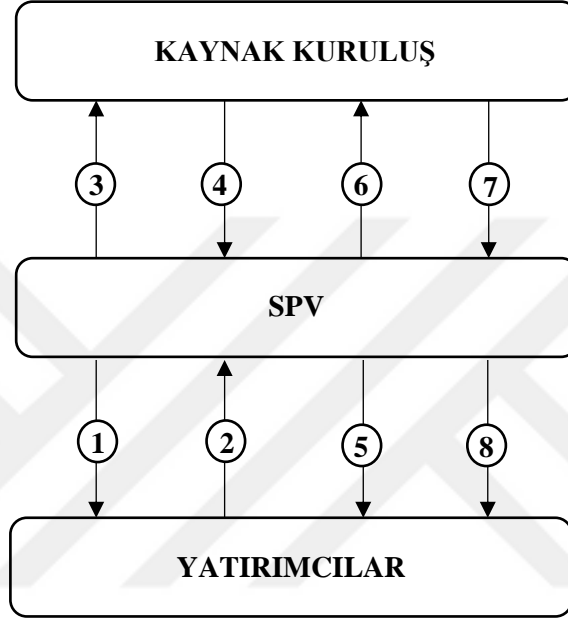
Mudaraba sukukta, sukuk ihraç etmekten amaç, projeye parasal destek sağlamaktır (Alshamrani, 2014: 316). Diğer yandan, mudaraba sukuka büyük yatırım projelerine kamu katılımını arttırmak için başvurulmaktadır (Abu-Alkheil, 2012: 25). Ancak yine de yatırımcılar arasında bu sukuk türü pek fazla popüler değildir. Bunun nedeni, şeffaflık yoksunluğu bulunması ve likiditesinin olmamasıdır (Maraj, 2013: 32).

⁴⁵ Mudaraba sukukta borçlanıcı, yani kaynak kuruluşu girişimci sıfatı ile mudarib denmekte iken gerek yatırımcılara gerekse de yatırımcılar adına ve hesabına hareket ettiği için SPV'ye Rabbul Maal adı verilmektedir. Bu konu kısaca şöyle ifade edilebilir. Gerçek yatırımcılar sukuk sahibi olduğundan rabbul maal adını alır ancak SPV de yine kaynak kuruluşla sukuk sahipleri adına iletişim içinde olan kuruluş olarak yine rabbul maal adını (çeşitli kaynaklarda) almıştır.

2.7.3.1. Mudaraba Sukukun Aşamaları

Mudaraba sukukun aşamaları maddeler halinde ve sırasıyla aşağıda verilmiştir. Ayrıca yer verilen açıklamalar Şekil 14'ten de özet olarak takip edilebilir. Bu anlamda mudaraba sukuk aşamalarına verilen numaralar Şekil 14 üzerinde de gösterilmiştir:

Şekil 14: Mudaraba Sukukun Aşamaları



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1. Özel amaçlı kuruluş (SPV), izahnameyi yayınlar ve sukukları ihraç eder.
2. Yatırımcılar, sukuka yatırım yaparlar. Böylece yatırımcılar varlıklar üzerinde bölünmemiş sahipliği elde ederek periyodik kar dağıtımlarına ve varlığın kaynak kuruluşu nihai satışından elde edilen meblağa (anaparaya) hak kazanırlar. SPV ise toplanan fonlar üzerinde vekillik (tröst) ilan ederek yatırımcılar hesabına ve yararına vekil olarak hareket eder.
3. SPV, kaynak kuruluş ile mudaraba anlaşması içerisine girer. Anlaşma uyarınca kaynak kuruluş mudarib, ihraççı SPV'de rabbul maal olarak hareket eder. Yani kaynak kuruluş mudarib olarak emeği ve tecrübesi ile ortaklığa katkı yaparken SPV sermayedar olarak sukuk ihracından elde edilen fonları ortaklığa aktarır. Kaynak kuruluş mudarib olarak ortaklığı yönetir.
4. Mudaraba ortaklığından elde edilen karlar kaynak kuruluş ve SPV arasında paylaşılır. Zarar ise sadece SPV tarafından karşılanır. Kar edilmesi halinde yatırımcılar adına SPV kendi payını alır.

5. SPV, ortaklıktan elde ettiği payları (karları) periyodik olarak sukuk yatırımcılarına aktarır.
6. Vadede, temerrütte veya erken ödeme halinde mudaraba ortaklığının varlıkları likitleştirilir (Genellikle SPV payını kaynak kuruluşa satar).
7. Kaynak kuruluş, varlıkların karşılığı olan meblağı SPV'ye öder.
8. SPV, varlıkların likitleştirilmesinden elde edilen meblağı (anaparayı) sukuk yatırımcılarına aktarır.

2.7.3.2. Mudaraba Sukukun Temel Özellikleri

Mudaraba sukuk ortaklığa dayalı yapısıyla bazı özellikleri bünyesinde barındırmaktadır. Ayrıca tüm sukuk çeşitleri gibi mudaraba sukuk da İslami finansın gerek ve yasalarına uyum göstermelidir. Bu anlamda mudaraba sukukun özellikleri şu şekilde belirtilebilmektedir (El Shazly ve Tripathy, 2013: 6; Marifa Academy, 2014: 166; DIFC, 2009:31; Nisar, 2007):

- Mudaraba girişimi Şeriat'a uygun olmalıdır.
- Mudaraba sukuk sözleşmesi, Şeri hükümlerce gerekli görülen sermayenin biçimi, kâr dağıtım oranı gibi bilgileri açık bir şekilde ifade eden resmi bir tebliğe (izahnameye) dayanmalıdır.
- Kaynak kuruluş (mudarib olarak), kendi varlığı açısından uyguladığı beceri ve bakım derecesi ile yükümlülüklerini yerine getirmelidir.
- Yatırım "rabbul-maal" (yatırımcı) tarafından yapılmakta iken, yönetim ve iş "mudarib" (faal ortak-çalışan)'ce yapılmaktadır. Rabbul-maal'ın buna rağmen, mudarib'in faaliyetlerini denetleme yetkisi ve mudarib'in rıza göstermesi halinde birlikte çalışma yetkisi vardır.
- Mudaraba, kaynak kuruluşun sukuk fonlarını belirli bir yatırım planına göre yatırım yapmak zorunda olduğu kısıtlanmış bir temelde (mudaraba al-muqayyadah) olmalıdır. Şeri açıdan mudaraba girişiminin sermayesinin en az %33'ü ile maddi duran varlıklara yatırım yapılmalıdır.
- İhraççı SPV (rabbul-maal olarak) ve kaynak kuruluş (mudarib olarak) arasındaki kâr paylaşım oranı üzerinde mudaraba anlaşmasının akdi sırasında anlaşılmalıdır. Aksi halde, yani kâr paylaşım oranının belirlenmemiş olması halinde, kâr eşit olarak paylaşılmaktadır.
- Mudaraba girişiminin herhangi bir zararı mudaribin dolandırıcılığı, kötü idaresi (suistimali) ve ihmali haricinde sadece ihraççı SPV (yatırımcılar adına rabbul maal) tarafından karşılanmalıdır. Zarar halinde mudarib ise zarara katlanmamaktadır, ancak sadece projede harcadığı zaman ve çabasını kaybetmektedir.

- Ne izahname ne de mudaraba sukuk, ihraççı veya SPV'den fon, sermaye, sabit kâr veya sermayenin belirli bir oranına dayalı olan kâr için garanti içeremez. Buna göre;
 - a. İzahname veya izahnameye uygun olarak ihraç edilen mudaraba sukuk, sukuk sahibine belirli bir miktardaki ödeme konusunda anlaşma yapamaz veya şart koşamaz.
 - b. Paylaşılacak olan kâr, Şeriat'a uygun olarak belirlenmelidir.
 - c. Projenin kâr ve zarar hesabı yayınlanmalı ve mudaraba sukuk yatırımcılarına bildirilmelidir.
- Mudaraba sukuk hamili, sertifikayı menkul kıymet piyasasında satarak sahipliği transfer etme hakkına sahiptir. Ancak şu kurallara dikkat edilmelidir:
 - a. Eğer mudaraba sermayesi, proje işlemlerinden önce hala para halinde ise, mudaraba sukuk ticareti parayı para için değiş tokuş etme anlamına gelecektir. Bu durumda bay al-sarf kuralları uygulanmalıdır.
 - b. Eğer mudaraba sermayesi borç halinde ise, İslam'daki borç ticareti kurallarına uygun davranılmalıdır.
 - c. Eğer mudaraba sermayesi nakit, alacak, mal, taşınmaz varlık bileşimi ise ticaret karşılıklı rıza ile piyasa fiyatına göre yapılmalıdır.
- Sermayenin kaybı gibi beklenmedik olaylara karşı kârdan düşülerek belirli bir rezerv oluşturulabilmektedir.
- İzahname, mudaraba sözleşmesinden bağımsız olarak projedeki zararların karşılanması için üçüncü taraflarca verilen bir sözü içerebilmektedir.
- Mudaraba herhangi bir zamanda önceden haber verilerek (ihtar-tebliğ edilerek) sonlandırılabilir. Eğer mudaraba belirli bir süre için yapılmış ise, bu dönemin sonunda sona ermektedir.

2.7.4. Murabaha Sukuk

Murabaha, taksitle satış sözleşmesi altında teçhizat (araç-gereç), ürünler ve diğer mallar alınırken sıklıkla kullanılan bir yapıdır. Bir alıcı (müşteri) bir malı almaya ihtiyaç duyduğunda, fon sağlayıcı (yani malı alıp müşteriye satan), müşteri namına bu malı satın alır ve daha sonra müşteriye taksitle satar (Ödeme normalde taksitle olmaktadır, ancak toptan ödeme şeklinde de olabilmektedir). Kilit nokta; başlangıç alış fiyatı, tekrar satış fiyatı, ücretler, taksit sayısı konularında koşulları önceden belirleyerek taraflar arasındaki işlemlerin detaylarını açıkça belirlemektir. Malları satın al/ sat işlemleri anlaşmaya varıldıktan (sözleşme yapıldıktan) sonra yapılmaktadır (Lackmann, 2015: 7).

Murabaha sukuk, emtiaların satın alınması amacıyla ihraç edilen eşit değerdeki sertifikalardır. Böylece sertifika sahipleri murabaha emtialarının sahibi olmaktadır. Sertifikaların ihraççısı murabaha emtialarının satıcısı, yatırım yapanlar emtianın alıcısı, ihraç yoluyla toplanan fonlar ise

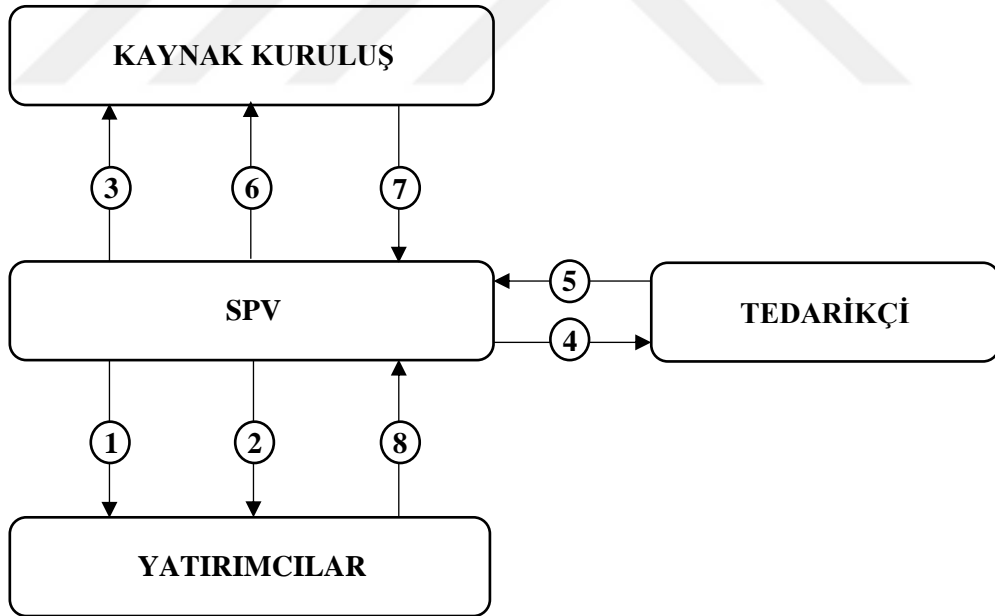
emtianın satın alma maliyetidir. Sukuk sahipleri murabaha emtiasının sahibi olmaktadır ve satışına (satış fiyatına) hak kazanmaktadır (Vishwanath ve Azmi, 2009: 65).

Murabaha sukuk, maliyet artı kâra dayanan bir sukuk türüdür. Burada bir malın (emtia) orijinal peşin değerinden daha yüksek bir değere satışı vardır. Kısa vadeli finansman için elverişlidir. Bu tip bir sukukun avantajı, eğer bir varlık satın almak için oldukça pahalı ise murabaha sözleşmesi ile fon sağlamak isteyen finansörler (sukuk yatırımcıları) bulmak üzere sukuk ihraç edilebilmektedir. Murabaha sukuk, sukuk yatırımcılarına sabit ödeme sunmaktadır ve ayrıca yapısal olarak karmaşık bir ürün değildir. Sukuk yatırımcıları kârı finansal katılım payları oranında paylaşmaktadır (Maraj, 2013: 34).

2.7.4.1. Murabaha Sukukun Aşamaları

Murabaha sukukun aşamaları maddeler halinde ve sırasıyla aşağıda verilmiştir. Ayrıca yer verilen açıklamalar Şekil 15'ten özet olarak takip edilebilir. Bu anlamda murabaha sukukun aşamalarına verilen numaralar Şekil 15 üzerinde de gösterilmiştir:

Şekil 15: Murabaha Sukukun Aşamaları



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1. Özel amaçlı kuruluş (SPV), izahnameyi yayınlar ve sukukları ihraç eder
2. Yatırımcılar, sukuka yatırım yaparlar. Böylece yatırımcılar varlıklar üzerinde bölünmemiş sahipliği elde ederek periyodik kar dağıtımlarına ve varlığın kaynak kuruluşu nihai satışından elde edilen meblağa (anaparaya) hak kazanırlar. SPV ise

toplanan fonlar üzerinde vekillik (tröst) ilan ederek yatırımcılar hesabına ve yararına vekil olarak hareket eder.

3. SPV emtiaların satıcısı olarak ve kaynak kuruluş da alıcısı olarak malın alım-satımına ilişkin murabaha anlaşması içerisine girerler.
4. SPV, istenen emtiayı (varlığı) emtia tedarikçisinden almak üzere tedarikçiye peşin ödeme yapar.
5. Tedarikçi, aldığı bedel karşılığında emtiaları hemen teslim eder.
6. SPV, tedarikçiden aldığı malları kaynak kuruluşu teslim eder. Malın tedarikçiden alınan fiyatına ayrıca SPV'nin kar payı da eklenir.
7. Kaynak kuruluş, SPV'ye vadeli biçimde periyodik (düzenli aralıklarla) ödemeler yapar.
8. SPV, kaynak kuruluştan aldığı tutarları yatırımcılara aktarır. Vadeli fiyattan ödemenin sonu, sukukun da vadesini gösterir.

2.7.4.2. Murabaha Sukukun Temel Özellikleri

Murabaha sukuk maliyet artı kâra dayalı yapısıyla bazı özellikleri bünyesinde barındırmaktadır. Ayrıca tüm sukuk çeşitleri gibi murabaha sukuk da İslami finansın gerek ve yasaklarına uyum göstermelidir. Bu anlamda murabaha sukukun özellikleri şu şekilde belirtilebilir (DIFC, 2009: 48; Nisar, 2007):

- Murabaha emtiaları veya varlıkları Şeriat'a uygun olmalıdır.
- Vadeli fiyat, belirlenen bir oranda ve belirlenen bir vade için olmalıdır.
- İhraççı SPV, kaynak kuruluşu tedarikçiden emtiaları alması için satın alma vekili anlaşması ile vekil atayabilmektedir.
- İhraççı SPV, murabaha satış sözleşmesinde maliyet fiyatını ve kâr marjını açıklamalıdır.
- Vadeli fiyat toptan olarak bilinmeli ve ödeme koşulları konusunda iki taraf anlaşmaya varmalıdır.
- Kaynak kuruluş, varlıkların emtia tedarikçisinden alınması konusunda SPV tarafından vekil atanabilmektedir.
- Eğer kaynak kuruluş SPV'den varlıkları fiziki olarak teslim etmesini (dolaylı teslim istememesi) isterse varlıklar taşınırken zarar görebilmektedir ki bu durum kaynak kuruluş ile yapılan varlıkları olduğu gibi (as is) kabul etme anlaşması yapılarak ortadan kaldırılabilir.
- SPV'nin kaynak kuruluşu varlıkları satabilmesine olanak sağlamak için SPV, emtia tedarikçisinden varlıkların ipotekli vb. olmadığına dair garanti veya beyan isteyebilir.
- SPV'nin varlıkları elinde bulundurduğu müddetçe varlıkların fiyatında dalgalanma riski vardır. Bu ise ancak sahiplik süresinin kısaltılması ve vadeli fiyatın belirlenmesi ile aşılabilir.

- Yasal olarak kabul edilebilir murabaha temelli sukuka ancak birincil piyasada sahip olunabilmektedir. Sukukun ikincil piyasada ticaretinin yapılması veya devredilmesi Şeriat'ça yasaklanmıştır. Çünkü sertifikalar emtianın en son alıcısının sertifika sahiplerine borcunu göstermektedir. Dolayısıyla ikincil piyasada ticaret, vadeli biçimde borç ticareti anlamına gelmektedir ki bu da faize işaret etmektedir. Borç enstrümanı olmasına rağmen, murabaha sukuk eğer paket veya portföyün küçük bir kısmını oluşturuyorsa ve büyük kısımda ise mudaraba, muşaraka veya icara sukuk gibi devredilebilir sukuklar varsa devredilebilirdir. Murabaha sukuk, Malezyalı jürilerce fikhın daha liberal şekilde yorumlanmasıyla borcun satışına izin verilmesinden dolayı Malezya'da oldukça popülerdir.

2.7.5. İstisna Sukuk

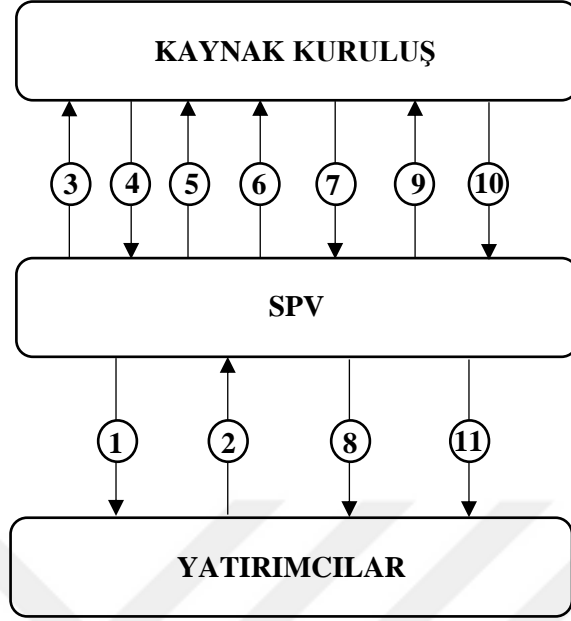
İstisna sukuk, eşit değerdeki sertifikalardır ve sertifika sahiplerince edinilecek olan ürünlerin üretilmesi ve fon toplamak amacıyla ihraç edilmektedir. İhraççı kuruluş imalatçı (üretici/tedarikçi/satıcı)'dır. Sukuk yatırımcıları planlanan varlığın satın alıcılarıdır ve toplanan fonlar da ürünün maliyetidir. Sertifika sahipleri, ürünün sahibidir ve sertifikaların ya da eğer paralel istisna varsa paralel istisna ile satılan malların satış bedeline hak kazanmışlardır. İstisna sukuk, büyük altyapı projelerinin finansmanı için oldukça uygundur. İstisna sukukun finansal aracılık için elverişliliği, istisnadaki yüklenicinin alt yüklenici ile paralel istisna sözleşmesi yapabilmesine izin verilmiş olmasından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle, finansal kuruluş bir kurumun inşasını vadeli bir fiyattan üstlenebilmekte ve uzman bir firma ile alt sözleşme (taşeronluk için) imzalayabilmektedir. Ayrıca bu tür sukuk, ikincil piyasada işlem görememektedir (Abu-Alkheil, 2012: 26).

İstisna sözleşmesi genellikle kiralama anlaşması (icara mowsufa-fi-al-dhimmah) ile birleştirilebilmektedir. Böylece yatırımcılar fonları kaynak kuruluşa peşinat olarak verip ayrıca icara sözleşmesine dayanarak periyodik ödeme almaya çalışabilmektedir. Diğer bir anlatımla, varlığın tamamlanmasının ardından, varlık imalatçıya icara ile kiralanabilmektedir (Marifa Academy, 2014: 173).

2.7.5.1. İstisna Sukukun Aşamaları

İstisna sukukun aşamaları maddeler halinde ve sırasıyla aşağıda verilmiştir. Ayrıca yer verilen açıklamalar Şekil 16'dan özet olarak takip edilebilir. Bu anlamda aşamalara verilen numaralar Şekil 16 üzerinde de gösterilmiştir:

Şekil 16: İstisna Sukukun Aşamaları



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1. Özel amaçlı kuruluş (SPV), izahnameyi yayımlar ve sukukları ihraç eder.
2. Yatırımcılar, sukuka yatırım yaparlar. Böylece yatırımcılar varlıklar üzerinde bölünmemiş sahipliği elde ederek periyodik kar dağıtımlarına ve varlığın kaynak kuruluşu nihai satışından elde edilen meblağa (anaparaya) hak kazanırlar. SPV ise toplanan fonlar üzerinde vekillik (tröst) ilan ederek yatırımcılar hesabına ve yararına vekil olarak hareket eder.
3. Kaynak kuruluş, varlıkları imal/inşa ederek gelecek bir tarihte SPV'ye teslim edeceği yönünde SPV ile istisna sözleşmesi içerisine girer.
4. Kaynak kuruluş, varlıkları teslim eder.
5. SPV, varlıkların tesliminden dolayı kaynak kuruluşu ödeme yapar.
6. SPV, edindiği varlıkları icara anlaşması ile kaynak kuruluşu kiralar⁴⁶.
7. SPV, periyodik kira ödemeleri alır. Bu ödemeler varlığın tesliminden önceki peşin kira ödemelerini ve teslimden sonraki kira ödemelerini kapsar.
8. SPV, elde ettiği kira ödemelerini sukuk yatırımcılarına aktarır.
9. Vadede veya temerrüt halinde SPV varlıkları kaynak kuruluşu satar.
10. Varlıkların satımı karşılığında kaynak kuruluş SPV'ye ödeme yapar.
11. SPV, varlıkların satışından elde ettiği meblağı sukuk yatırımcılarına aktarır.

⁴⁶ Bazı durumlarda üretim işini üstlenen taraf, paralel istisna ile başka bir üretici veya müteahhite varlıkları ürettirebilmektedir.

2.7.5.2. İstisna Sukukun Temel Özellikleri

İstisna sukuk ileri vadede teslim dayalı yapısıyla bazı özellikleri bünyesinde barındırmaktadır. Ayrıca tüm sukuk çeşitleri gibi istisna sukuk da İslami finansın gerek ve yasaklarına uyum göstermelidir. Bu anlamda istisna sukukun özellikleri şu şekilde belirtilebilir (DIFC, 2009:43; Abu-Alkheil, 2012: 26; Nisar, 2007):

- İstisna varlıkları Şeriat'a uygun olmalıdır.
- Üretilen veya inşa edilecek olan mallar veya varlıkların fiyatı ve özellikleri başlangıçta açıkça belirlenmelidir.
- Alıcı olan SPV genellikle varlıkların satın alma (peşin olarak fiyatını belirli aşamalarda ödemektedir).
- İstisna, varlıklara ilişkin ödeme esnekliğe sahiptir. Bu anlamda ödeme, üretimin belirli ve farklı aşamalarında yapılabileceği gibi, peşin olarak veya teslim tarihinde yapılabilmektedir.
- Şeriat bu sukuk türünün üçüncü kişilere itibari (nominal) değerinin dışında bir fiyattan satılmasını yasaklamıştır. Bu nedenle, bu sukuk türü ikincil piyasada işlem görememektedir.
- Teslim için bir vade belirlemek gerekli olmasa da, alıcı teslim için minimum bir zaman belirleyebilir. Ve eğer teslim belirlenen tarihten sonra yapılırsa, bu durumda alıcının malları reddetme hakkı vardır.

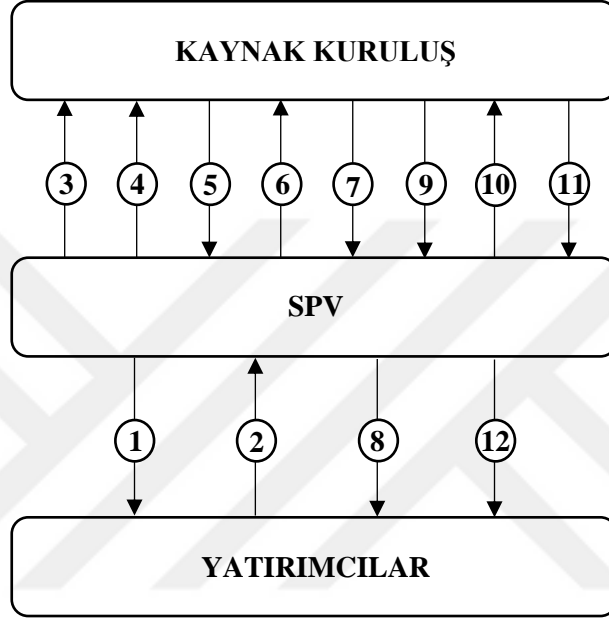
2.7.6. Selem Sukuk

Selem, nitelik ve miktarı belirlenmiş, fiyatı üzerinde anlaşılmış belirli bir ürünün satın alımı anlaşmasıdır. Anlaşmaya göre ürün satıcı tarafından gelecekte belirlenen günde teslim edilmelidir (Al Elsheikh ve Tanega, 2011: 186). Selem sukuk ise, kalite ve miktar yönünden iyi belirlenmiş ve ileride teslim edilecek emtianın peşin olarak satılmasını göstermektedir. İlâveten, selem sukuk selem sermayesi edinmek üzere ihraç edilen eşit değerdeki sertifikalar olup sertifika sahipleri teslim edilecek malların sahibidir. Sertifikayı ihraç eden selem mallarının satıcısıdır ve selem sukuk yatırımcıları da malların alıcılarıdır. İhraçtan elde edilen fonlar ise selem mallarının satın alma fiyatıdır. Selem sukuk sahipleri, selem mallarının alıcılarıdır ve sertifikanın ve selem mallarının satış fiyatına hak kazanmışlardır (Fauzi, 2012: 60).

2.7.6.1. Selem Sukukun Aşamaları

Selem sukukun aşamaları maddeler halinde ve sırasıyla aşağıda verilmiştir. Ayrıca yer verilen açıklamalar Şekil 17'den da özet olarak takip edilebilir. Bu anlamda aşamalara verilen numaralar Şekil 17 üzerinde de gösterilmiştir:

Şekil 17: Selem Sukukun Aşamaları



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1. Özel amaçlı kuruluş (SPV), izahnameyi yayımlar ve sukukları ihraç eder.
2. Yatırımcılar, sukuka yatırım yaparlar. Böylece yatırımcılar varlıklar üzerinde bölünmemiş sahipliği elde ederek periyodik kar dağıtımlarına ve varlığın kaynak kuruluşa nihai satışından elde edilen meblağa (anaparaya) hak kazanırlar. SPV ise toplanan fonlar üzerinde vekillik (tröst) ilan ederek yatırımcılar hesabına ve yararına vekil olarak hareket eder.
3. SPV, kaynak kuruluş ile selem anlaşması içerisine girer. Buna göre kaynak kuruluşun varlıkları satması ve SPV'nin de alması üzerinde anlaşılır. Varlıklar peşin satılırken teslim vadeli olarak yapılır.
4. SPV, varlıkların fiyatını peşin olarak öder.
5. Kaynak kuruluş, periyodik olarak, yani belirli aşamalarla varlıkları teslim eder.
6. Varlıklar, kaynak kuruluş tarafından tekrar satın alınır.
7. Kaynak kuruluş, aldığı varlıklar karşılığında SPV'ye periyodik ödeme yapar.
8. SPV, kaynak kuruluştan aldığı mmeblağı yatırımcılara aktarır.
9. Vadede veya temerrütte, varlıkların hepsi SPV'ye teslim edilir.

10. SPV, varlıkları kaynak kuruluşa satar.
11. Kaynak kuruluş, varlıkların tamamını aldığı için SPV'ye ödeme yapar.
12. SPV, varlıkların satışından elde edilen meblağı yatırımcılara aktarır, anapara ödemesi yapılır.

2.7.6.2. Selem Sukukun Temel Özellikleri

Selem sukuk esnek ödeme yapısıyla bazı özellikleri bünyesinde barındırmaktadır. Ayrıca tüm sukuk çeşitleri gibi selem sukuk da İslami finansın gerek ve yasaklarına uyum göstermelidir. Bu anlamda selem sukukun özellikleri şu şekilde belirtilebilir (Marifa Academy, 2014: 177-178; Vishwanath ve Azmi, 2009: 65; Alshamrani, 2014: 320-321):

- Selem varlıkları Şeriat'a uygun olmalıdır.
- Selem sermayesinin ödenmesinde kullanılacak para birimi, paranın miktarı ve ödeme şekli belirli (kesin) olmalı; özellikle de hem vekil (SPV) hem de kaynak kuruluş tarafından açıkça bilinmelidir.
- Selem sermayesi ya hemen ya da sözleşmenin yapıldığı anda peşin olarak ödenmelidir.
- Selem varlıkları sadece misli mallar (tartı ve ölçü ile belirlenebilen) ya da farklılaşmayan özel (individual) mallar olmalıdır. Veya şirketlerce üretilen varlıklar standart özellikleri ile belirlenebilir olmalıdır.
- Varlıklar altın, gümüş veya herhangi bir para veya kaynak kuruluşun sorumlu tutulamayacağı varlıklar olmamalıdır (arazi ve ağaç gibi). Ya da sübjektif değerlendirmeye göre değeri değişebilen varlıklar olmamalıdır.
- Selem varlıklarının kalitesi, miktarı ve teslim tarihi, anlaşmazlığa neden olabilecek herhangi bir belirsizliğe mahal vermeyecek biçimde kaynak kuruluş ve vekil (trustee) SPV'ce açıkça biliniyor olmalıdır.
- Selem varlıklarının teslimi periyodik olarak bölümler halinde yapılabilmektedir.
- SPV, selem varlıkları kendisine ulaştırılmadan onları satmamaktadır. Aksi halde bu işlemler borcun alım satımı mahiyetindedir. Bu da sukuku yatırımcılar açısından daha az çekici hale getirmektedir.
- Selem varlıklarının belirlenen teslim gününden önce teslimine izin verilmiştir.
- Sukuk yatırımcılarınca elde tutulan sukuk sertifikaları borcu (selem varlıklarının gelecekte teslimine ilişkin borç) gösterdiği için, genel olarak bu sertifikaların ticareti yapılamamaktadır. Ancak bu genel bir durumdur. Prensip, bir kere selem varlıkları (veya bir kısmı) teslim edildiğinde ve bu teslim sonucunda sukuk varlıklarının somutluğu Şeri gereklilikleri (%33 ve %50 arasında değişmektedir) karşıladığında teslimin ardından sukukun ticareti yapılabilir.

- Selem varlıkları ile ilgili yükümlülükler kaynak kuruluşa aittir, ancak selem varlıkları SPV'ye teslim edildiğinde yükümlülükler de SPV'ye geçmektedir.

2.7.7. Vekalet (Vakala) Sukuk

Vekalet, bir acentelik (temsilcilik) sözleşmesidir ve temel olarak geleneksel finansdaki aktif yönetim faaliyeti ile aynı yapıdadır. Yatırımcı “vekil” olarak adlandırılan acenteye fonları (kaynak) sağlamaktadır ve vekil, fonlar ile yatırımcı adına yatırım yapmaktadır (Lackmann, 2015: 12).

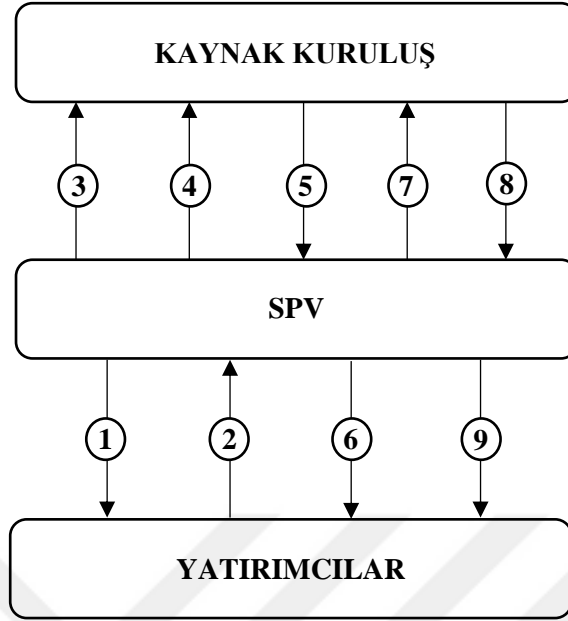
Vekalet sukuk, bir tarafın diğer tarafı anlaşılacak koşullar altında kendi adına hareket etmesi için yetkilendirdiği bir sukuk türüdür (Fauzi, 2012: 66). AAOIFI'ya göre bu sertifikalar, girişimi sertifika sahipleri adına ve hesabına yönetmesi için bir temsilci atanarak bu yatırım temsilcisi tarafından yönetilen proje veya işleri göstermektedir. Sertifikanın ihraççısı (kaynak kuruluş) yatırım temsilcisidir. Sukuk yatırımcıları müvekkil (temsil edilen)'dir ve toplanan sukuk fonları yatırım sermayesidir. Sertifika sahipleri, sertifikalarca temsil edilen varlığın risk ve faydalarıyla birlikte sahibidir ve kârını almaya hak kazanmıştır (Marifa Academy, 2014: 170).

Vekalet, bir tarafın (asil, müvekkil) diğerine (vekil, acente), bilinen ve izin verilmiş işleri (alım satımı, yatırımı) yapması için yetki vermesidir. Bu anlamda, vekil, müvekkili temsil etmektedir ve onun adına ve hesabına işlem yapmaktadır. Müvekkil (yatırımcı), sağlanan sukuk fonlarını (anaparayı) yatırım havuzuna veya varlıklara yatırım yapması için bir vekil (acente) atamaktadır. Vekil, üzerinde anlaşılacak belirli bir kârı elde etmek ve temsil edilen adına yatırımlar yapmak için uzmanlığını kiralamaktadır. Vekalet sukuk yapısı altında, murabaha ve icara veya istisna ve icara gibi iki veya daha çok İslami finansal sözleşmeyi birleştirmek ve böylece sukuk ihraç etmek mümkündür (Marifa Academy, 2014: 170).

2.7.7.1. Vekalet Sukukun Aşamaları

Vekalet sukukun aşamaları maddeler halinde ve sırasıyla aşağıda verilmiştir. Ayrıca yer verilen açıklamalar Şekil 18'den de özet olarak takip edilebilir. Bu anlamda aşamalara verilen numaralar Şekil 18 üzerinde de gösterilmiştir:

Şekil 18: Vekalet Sukukun Aşamaları



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1. Özel amaçlı kuruluş (SPV), izahnameyi yayımlar ve sukukları ihraç eder.
2. Yatırımcılar, sukuka yatırım yaparlar. Böylece yatırımcılar varlıklar üzerinde bölünmemiş sahipliği elde ederek periyodik kar dağıtımlarına ve varlığın kaynak kuruluşuna nihai satışından elde edilen meblağa (anaparaya) hak kazanırlar. SPV ise toplanan fonlar üzerinde vekillik (tröst) ilan ederek yatırımcılar hesabına ve yararına vekil olarak hareket eder.
3. SPV, müvekkil (asil) olarak ve kaynak kuruluş da vekil olarak vekalet (vakala) anlaşması içerisine girerler. Böylece kaynak kuruluş (vekil), SPV adına sukuk fonlarını yatırıma dönüştürür.
4. SPV, sukuk ihracından elde ettiği fonları kaynak kuruluşu aktarır.
5. Kaynak kuruluş, SPV'den elde ettiği sukuk fonlarını yatırıma dönüştürür. Elde edilen karı ise SPV'ye aktarır.
6. SPV, elde edilen kar paylarını yatırımcılara aktarır.
7. Vadede veya temerrütte SPV, varlıkları kaynak kuruluşu satar.
8. Kaynak kuruluş, aldığı varlıklar karşılığında SPV'ye ödeme yapar.
9. SPV, aldığı ödemeyi yatırımcılara aktarır.

2.7.7.2. Vekalet Sukukun Temel Özellikleri

Vekalet sukuk, fon yönetimine izin veren yapısıyla bazı özellikleri bünyesinde barındırmaktadır. Ayrıca tüm sukuk çeşitleri gibi vekalet sukuk da İslami finansın gerek ve

yasaklarına uyum göstermelidir. Bu anlamda vekalet sukukun özellikleri şu şekilde belirtilebilmektedir (DIFC, 2009:60-61):

- Vekalet anlaşması Şeriat'a uygun olmalıdır. Yani vekil Şeriat'a aykırı işlem yapmaya zorlanamamaktadır.
- Vakalanın ana konusu (vadesi, vekilin seçeceği varlık türleri, vekile ödenecek ücret ve anlaşmaya son verme halleri) açık ve seçik biçimde anlaşmada belirlenmelidir. Anlaşmanın geçerli olabilmesi için vekile ücret ödenmelidir.
- SPV (vekalet veren) sadece beklenen karları alabilmektedir. Beklenen karları aşan kısım vekilin karıdır.
- Varlıklar, şartlara uygun olmalıdır. Bu anlamda varlık portföylerinin en az %30'u (AAOIFI'ye göre %30 bazı alimlere göre ise %51'dir) maddi duran varlıklardan oluşmalıdır.
- Eğer herhangi bir varlığın Şeriat'a uygunluğu son bulursa bu varlık, varlık havuzundan çıkarılmalı ve yerine ikame ve Şeriat'a uygun varlıklar konulmalıdır.

2.8. Sukukun Problemleri

Sukuk, son yıllardaki geçici duraksamasını göz ardı ettiğimizde İslami finans sektörünün en hızlı büyüyen dalı olarak kendisini göstermektedir. Öyle ki sukuk, özellikle global finansal kriz yıllarında hızlı bir büyüme kaydetmiş ve son yıllarda Müslüman ülkeler yanında Müslüman olmayan ülkelere de ihraç edilmeye başlanmıştır. Diğer yandan birçok ülke (İngiltere gibi) bir İslami finans ve sukuk merkezi olmak için çabalamakta ve buna yönelik yasal düzenlemeler yapmaktadır.

Sukuk son yıllarda ihraççıların gözdesi olması yanında yatırımcılardan da büyük ilgi görmektedir. Öyle ki birçok milyar dolarlık sukuk ihracı 4-5 kat talep görebilmektedir. Bu durum bize sukukun önümüzdeki yıllarda da İslami finans sektörünün parlayan yıldızı olarak kalacağını göstermektedir. Sukuk piyasasında görülen bu olumlu gelişmelere rağmen sukuk henüz potansiyelini gerçekleştirilebilmiş değildir. Bu durumun temel nedeni hiç şüphesiz gerek sukuk piyasasında gerekse de sukukun işleyişinde (mekanizmasında) birtakım problemlerin olmasıdır.

Sukukun problemleri arasında (fetvalarda ve dokümanlarda) standardizasyon eksikliği, gelişmemiş ikincil piyasa, yasal problemler, sınırlı tanınırlık, karmaşıklık, şeffaflığın olmaması, Şeriat Kurulu eksikliği, yüksek ihraç maliyetleri ve sukukun işleyişinden kaynaklanan problemler sayılabilmektedir. Bu anlamda çalışmada sukuk problemleri, sukuk piyasası problemleri ve sukukun işleyişinden kaynaklanan problemler olarak ikiye ayrılmıştır.

2.8.1. Sukuk Piyasasının Başlıca Problemleri

Sukuk piyasası problemleri, sukukun yapısından ziyade sukukun piyasada gelişimine ilişkin sorunları ifade etmektedir. Problemin sukuk piyasasında gerçekleşmesi, diğer bir anlatımla global olarak bütün ülkeleri kapsaması söz konusu problemin konusunun sadece belirli ülkeler için değil global olarak geçerli olduğunu göstermektedir.

Sukuk piyasası problemleri, standardizasyon eksikliği (fetvalarda ve dokümantasyonda), sınırlı ikincil piyasa ve sukuka ilişkin yasal (vergisel dahil) problemler, sukukun sınırlı tanınırlığı ve karmaşıklığı, yetersiz şeffaflık düzeyi, Şeriat Kurulu eksikliği ve yüksek ihraç maliyetleri gibi faktörlerden oluşmaktadır.

2.8.1.1. Standardizasyon Eksikliği

Sukuk piyasasında standardizasyon eksikliği, sukukun dokümantasyonunda ve uyması gereken Şeri kurallarda global olarak parçalı bir yapının olması ve ülkeler arasında bu konularda bir uyumun yakalanamamasını ifade etmektedir. Nitekim sukukun karmaşık yapısından dolayı dokümantasyonunda bir standartlaşma, bu anlamda uygulamada ülkeler arasında birlik yokken sukukun uyması gereken Şeri kurallarda da bir fikir birliği söz konusu değildir. Bu durum ise hiç şüphesiz sukukun gelişimine yönelik en büyük problemlerden birisini oluşturmaktadır (Al-Fayez, 2009: 1).

2.8.1.1.1. Standardizasyon Eksikliğinin Nedenleri

Sukuk, İslami finans endüstrisinde oldukça yeni bir konu olduğundan, asli kaynaklarda (özellikle Kur'an ve sünnette) türevlerine kısmen de olsa değinilmiş olmasına rağmen bugünkü uygulamasıyla sukuk, Kur'an ve sünnette bulunmamaktadır. Dolayısıyla sukuka ilişkin Şeri kurallar da Şeriat alimlerinin yorumlamalarına açık bırakılmıştır. Şeriat alimleri ise maalesef sukuka ilişkin çoğu konuda bir fikir birliğine varamamışlardır. Bu durumun en temel nedeni ise hiç şüphesiz İslam'da temel olarak dört farklı mezhebin olması ve alimlerin bir konuyu yorumlarken birtakım mezhepsel ön kabulleri benimsemiş olmasından kaynaklanmaktadır (Illias, 2010: 2). Dolayısıyla farklı mezhepleri temel alan ülkeler arasında farklı uygulamalar ortaya çıkabilmektedir.

Sukukta standardizasyonun olmamasına ilişkin nedenlerden bir diğeri, piyasada sukuka ilişkin Şeri kurallara uyum gösterilmemesi ve sukukun işleyişine ilişkin yasal problemlerdir. Şeri kurallara uyum gösterilmemesi konusunda en iyi örneklerden bir tanesi olarak sukukta verilen kâr payına gösterge olarak faizin (LIBOR) kullanılması verilebilmektedir. Dolayısıyla sukukun getirisinin dayanak varlığın performansına dayalı olarak değişken olması gerekirken piyasada bu

konuda bir birlik yoktur. Şeri kurallara uyum gösterilmemesi konusunda diğer bir konu ise sukukun sahipliğine ilişkindir. Bu anlamda kimi dokümanlarda (özellikle varlık temelli sukuk dokümanlarında) dayanak varlığın sahipliği sukuk sahibine aktarılmazken kimi sukuklarda sahiplik aktarılmaktadır. Diğer yandan, sukukun işleyişine ilişkin problemler özellikle sınırlar arası işlemlere konu olan sukuklarda ortaya çıkmaktadır. Şöyle ki, özellikle SPV ve kaynak kuruluşun farklı ülkelerde olduğu ve yerleşmiş yasal düzenlemelerin olmadığı ülkelerde sukuk konusunda hüküm ifade edecek kanunun (Şeri ya da geleneksel) belirlenmesi oldukça zordur⁴⁷. Bu durumda ise sukuk dokümanları farklı kanunlara göre düzenlenebilmektedir.

Sukuk piyasasında standardizasyonun olmaması, global olarak çözülebilecek konulardandır. Bu anlamda özellikle farklı uygulamalara sahip olan Asya ve Körfez ülkeleri olmak üzere sukuk ihraç eden ülkelerin bir araya gelerek ortak kararlar alması gereklidir. Diğer yandan AAOIFI'nin açıklamalarının sadece bazı ülkelere değil sukuk ihraç eden tüm ülkelere dikkate alınması da başka bir çözüm yoludur. Çözüm her ne şekilde olursa olsun, bunun tüm ülkelerin katılımı ve oluru ile gerçekleşeceği su götürmez bir gerçektir. Standardizasyon probleminin çözülmesi ise sukuk piyasasının gelişimi için elzemdir. Nitekim, standardizasyon eksikliği, sukuk piyasasının gelişimini engelleyebilmekte, ihraç maliyetlerini arttırabilmekte ve ikincil piyasayı zayıflatabilmektedir (Ulusoy ve Ela, 2017: 158-162).

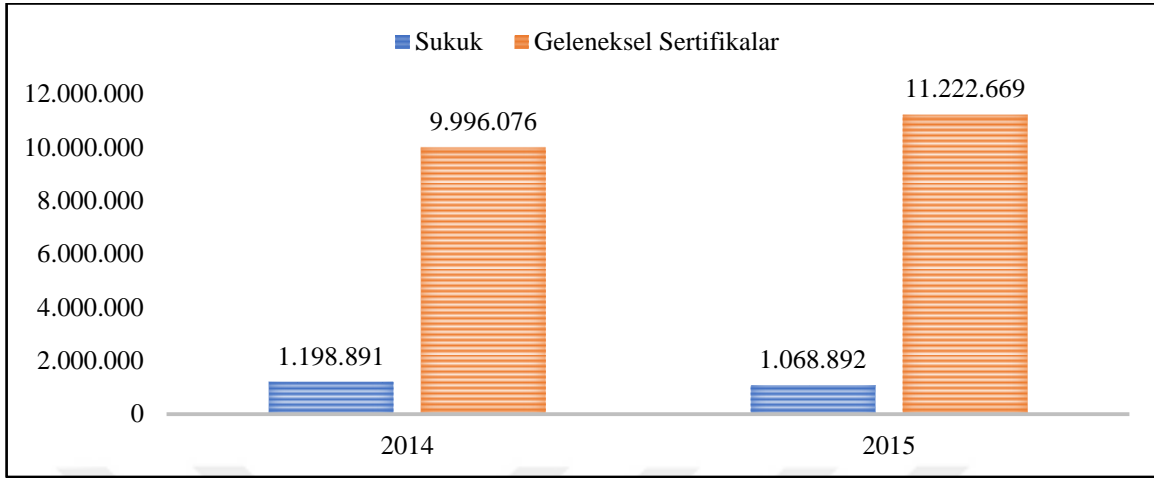
2.8.1.2. Zayıf İkincil Piyasa

Sukuk piyasası son yıllarda yaşanan ihraç artışına rağmen oldukça zayıf ve donuk bir görüntü arz etmektedir. Bu durumun temel sebebi hiç şüphesiz yatırımcıların sukuku vadeye kadar elde tutma (buy and hold to maturity) eğilimidir (Bennett ve Iqbal, 2011: 70; Iqbal ve Mirakhor, 2011: 198). Bunun yanında sukukun yeterince derecelendirilmemesi ve listelenmemesi, Şeri kısıtlar gibi diğer nedenler de sayılabilir.

Grafik 8'den görüldüğü üzere Khartoum Borsası'nda işlem gören sukuk sayıları geleneksel enstrümanlara göre oldukça düşüktür. Bu durumun temel sebepleri arasında sukuk arzının geleneksel enstrümanlara göre oldukça düşük olması sayılabilir de diğer nedenler de bu durumun oluşmasında oldukça etkilidir. Diğer yandan, 2015 yılında 2014 yılına göre ikincil piyasa işlemlerinde bir artış görülmemektedir. Ayrıca ihraç sayısının 2014 ve 2015'te 700'ün üzerinde olduğu düşünüldüğünde sukukun ikincil piyasa işlemlerinin ne denli zayıf olduğu bir kez daha göze çarpmaktadır.

⁴⁷ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. Hüküm İfade Eden Kanun Belirsizliği başlığı.

Grafik 8: Khartoum Borsası'nda Sukuk ve Geleneksel Enstrümanların İşlem Görme Sayısı



Kaynak: Khartoum Stock Exchange, 2015: 20

Öte yandan, Borsa İstanbul A.Ş.'de, 2015 yılında toplam borçlanma senedi işlem hacmi 10.267,2 milyar TL'ye ulaşmıştır. Ancak, sukuk işlem hacmi, toplam borçlanma araçlarının işlem hacminin küçük bir bölümü olarak kalmıştır. Bu bağlamda, 2015 yılında sukuk işlem hacmi 1,34 milyar dolara ulaşmıştır (toplam borçlanma senedi işlem hacminin %0,0001'i). Bu durum sukuk işlem hacminin 2015'te çok düşük kaldığını göstermektedir (Borsa İstanbul, 2016).

Sukukun ikincil piyasasının zayıf olması, sukukun gelişimi ve alternatif bir fon kaynağı olması önündeki en büyük engellerden biridir. Nitekim zayıf ikincil piyasa en başta sukuk ihraçlarında verilen getirileri arttırmaktadır. Çünkü yatırımcılar sukukun ikincil piyasasında sınırlı alım satım olduğundan dolayı daha fazla getiri istemektedirler (Reuters, 2014). Bu nedenle, ikincil piyasanın çözümü sukukun alternatif bir fon kaynağı olması için elzemdir. Bu nedenle, sukukun yetersiz arzı, yetersiz miktarda derecelendirilmesi ve listelenmesi, standardizasyonun eksikliği, yetersiz sukuk ticaret platformları ve bireysel yatırımcıya yetersiz arz problemlerinin çözülmesi gerekmektedir. Bu nedenle sukukun ikincil piyasasının gelişimi için daha fazla devlet sukuku ihracı, sukukun daha fazla sayıda listelenmesi ve derecelendirilmesi, sukuk ticaret platformlarının artırılması, bireysel yatırımcıya daha fazla arz (halka arz yöntemi gibi) önerilebilir.

2.8.1.3. Yasal Problemler

Sukuka ilişkin yasal problemler, hangi kanunun (geleneksel ve Şeri) sukuk için hüküm ifade edeceğine ilişkin karmaşıklık ve sukuka ilişkin yasal düzenlemelerin yetersiz olması olarak ikiye ayrılabilir.

2.8.1.3.1. Hüküm İfade Eden (Hâkim) Kanun Belirsizliği

Bir finansal piyasanın iyi işlemesi sözleşmelerin infaz edilebilmesine (uygulanabilmesine, yürütülebilmesine) bağlıdır. Piyasalar ekonomik belirsizliği arttırabilirse de bu, yasal belirsizlik altında olmamalıdır. İslami finans alanındaki önemli bir konu, davaların mahkemeye gitmeden anlaşmaya varılarak çözümüdür (Al-Amine, 2008: 18).

İslami finans kurumları, işlemlerinde Şeriat'a uygun olsalar da dava ve anlaşmaya vararak uyuşmazlığın çözümünü de içeren bütün işlemlerinde başvurabilecekleri yerel ve yabancı mahkemeler özünde gelenekseldir. Şeriat'ın yasaların temel kaynağı olarak alındığı ülkelerde bile, yasalar Şeriat ile çelişkili olabilmektedir (Al-Amine, 2008: 18). Örneğin Mısır'da Şeriat, hâkim tarafından ancak medeni kanun dikkate alındıktan sonra gözetilmektedir (Al Elsheikh ve Tanega, 2011: 189).

Bugün, birçok sukuk ihracında sınırlar arası işlemler söz konusudur ve bu nedenle hangi kanunun hüküm ifade ettiği konusunda problemler kendisini göstermektedir. Hüküm ifade etme (geçerli kanun olma) problemi, varlıkların SPV yoluyla yatırımcılar ve kaynak kuruluş arasında satımı ile bazı iflas kanunları nedeniyle ortaya çıkmakta ve tatmin edici yasal kararlara ulaşılamamasına, bu nedenle de sukuk için engellere yol açmaktadır. Bu açıdan özet olarak hangi kanunun ve ne ölçüde uygulanacağı yönünde yasal belirsizlikler vardır (Nazar, 2011: 9).

Hüküm ifade eden kanun belirsizliği ancak ülkelerin sukuka ilişkin yasalarını sukuk için gerekli Şeri hükümleri de içerecek biçimde yeniden düzenleyerek çözülebilmektedir. Sukuk konusunda sınır ötesi işlemler olabildiğinden yalnızca ihraç edilen ülke değil SPV'nin bulunduğu ülkenin de sukuk ihraç etmek için gerekli yasaları (menkul kıymetleştirme yasası gibi) sukuk için gerekli Şeri hükümlere göre uyarlaması gerekmektedir.

2.8.1.3.2. Sukuka İlişkin Düzenlemelerde Yetersizlikler

Sukuka ilişkin çeşitli ülkelerde yasal düzenlemeler ya yapılmamıştır ya da henüz taslak halindedir. Bu bağlamda, sukuka ilişkin düzenlemeleri yapmış çok az sayıda ülke (Malezya gibi) olmasıyla birlikte birçok ülke hala belirli yasal ve vergisel düzenlemeler alanlarında problemler yaşamaktadır.

2.8.1.3.2.1. Yasal Düzenlemelerde Yetersizlik

Yasal düzenlemelerde yetersizlik konusu, iflas kanununda, SPV'ye ilişkin kanunlarda ve menkul kıymetleştirme kanununda yer alan yasal yetersizlikler olmak üzere üçe ayrılmıştır.

2.8.1.3.2.1.1. İflas Kanunu'na İlişkin Yetersiz Düzenlemeler

İflas Kanunu kaynak kuruluşun iflasında bile yatırımcıların varlığa dayalı (asset backed) enstrümanlardan getiri elde etmesini ve korunmasını sağlayan gerçek satış uygulamasını desteklediği için oldukça hayati bir öneme sahiptir. Bu zamana değin sivil hukuk rejimindeki bazı ülkelerde, özellikle de Orta Doğu'da olanlarda, sukuk yatırımcılarını kaynak kuruluşun iflasında koruyacak olan düzenli bir iflas kanunu yoktur (Nazar, 2011: 9).

İflasın Orta Doğu'daki Sivil Hukuk rejimlerinde kanunlaştırılmaması (ayrı bir kanun olarak toplanmaması) nedeniyle sukuk işlemleri gerçek satış olarak görülmemekte, gerçek bir satış da örtülü bir kredi olarak görülmektedir. Bu ise kaynak kuruluş ve SPV arasındaki şüpheli türden finansmandan kaynaklanmaktadır. Bu nedenle, iflas söz konusu olduğunda mahkeme, kaynak kuruluşu başvurulması nedeniyle finansmanın bir teminat transferi olduğu yönündeki içtihadı izlemektedir. Yatırımcıların temerrütte varlıklara başvurma hakkının korunmadığı Nakheel Sukuk temerrüdü Birleşik Arap Emirlikleri'ndeki yasal belirsizliklerin iyi bir örneğidir. Sukuk ihracının teminatlı krediyi yansıttığı varlık temelli sukuklar için bu durum bir uyarıdır. Bu nedenle, bu durum demek oluyor ki kanunun mahkeme tarafından uygulanabilirliği (hüküm ifade etmesi) sukuk ve teminatlı kredi için aynı olacaktır (Nazar, 2011: 9).

2.8.1.3.2.1.2. SPV'nin İşleyişine İlişkin Yetersiz Düzenlemeler

SPV, borçludan bağımsız olan ve iflastan arı bir şirkettir. SPV, kaynak kuruluşun varlıkları tröst olan SPV aracılığıyla aktarmasına temel oluşturan tröst kanununa dayanarak kurulmaktadır. Bu nedenle tröst kanunu SPV'nin kurulumunda önemli bir rol oynamaktadır. Umumi hukuk bölgelerinde tröst kanunu iyi düzenlenmiştir; Dubai ve Bahreyn hukuki sistemleri tröst kanunlarını da içermektedir. Bu tröst yasası, yatırımcılara aldatici işlemlere karşı adaletli yasal yollar sağlamaktadır. Umumi Hukuk altında tröstün (bu anlamda SPV'nin) hakları yararlanıcı tarafın (bu anlamda yatırımcıların) hakları ile sınırlıdır. Aksine Sivil Hukuk'ta yatırımcılar tröst tarafından yönetilen varlıklar üzerinde hak ve kontrole sahip değildir. Bu nedenle, Sivil hukuk, sivil hukuk ülkelerinde sukuk ihracı için önemli problemler ortaya çıkarmaktadır. Bu açıdan, temerrüt halinde sivil hukukun getirdiği kısıtlar nedeniyle sukuk sahipleri varlıklara başvuramamaktadır. Bu nedenle bu sukuklar varlık temelli (asset based) sukuk şeklinde olmaktadır (Nazar, 2011: 10).

Sukuk ihracında, kaynak kuruluşun bulunduğu ülkede belirli konularda (örneğin vergi kanunu, menkul kıymetleştirme kanunu gibi) yasal düzenleme olmadığından dolayı, SPV (tröst) başka bir ülkede kurulabilmekte; bu nedenle de ihraççılar sınırlar arası menkul kıymetleştirme yapabilmektedir. Bu durum, SPV'nin Cayman Adaları'nda (kaynak kuruluşun bulunduğu Dubai'den uzak) bulunduğu Tamweel Sukuk'ta kendini göstermektedir. Ancak bu tipik sınır ötesi

(offshore) SPV, tarafların ihtiyaçlarına uyum sağlamak amacıyla çok parçalı bir yasal yapıya sahip olan sınır ötesi (offshore) bölge nedeniyle tek bir hâkim kanun olmamasından dolayı problemlere yol açmaktadır (Nazar, 2011: 10).

2.8.1.3.2.1.3. Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Yetersiz Düzenlemeler

Sukuk, İslami finansman metotlarına uygulanan menkul kıymetleştirme yöntemiyle elde edilen bir finansman enstrümanıdır. Bu açıdan, sukukun iyi işleyebilmesi ve ihraç edilebilmesi için ilgili ülkelerde menkul kıymetleştirmeye ilişkin yasaların gelişmiş olması gerekmektedir. Ancak bakıldığında Körfez ülkelerinde menkul kıymetleştirmeye yönelik yasal altyapı tam olarak gelişmemiştir (Lahsasna ve Lin, 2012: 507; Bahari ve diğerleri, 2016: 401). Endonezya’da menkul kıymetleştirme sadece borç temelli olarak yapılabilmektedir (Nazar, 2011: 7). Ancak sukukun popülaritesi ve sukuka olan talep bu ülkeleri yasal düzenlemelere gitmeye ve var olan düzenlemeleri iyileştirmeye itmektedir (Bahari ve diğerleri, 2016: 401). Öyle ki, Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu, Temmuz 2011’de yayınlanan İslami Menkul Kıymetler Yönergelerini gözden geçirmiş ve Aralık 2012’de Sukuk Rehberi’ni yayınlamıştır. Rehber; onay süreci, uygulanabilir Şeriat kararları, kredi derecelendirmesi ve ifşa (şeffaflık) gereksinimleri gibi konuları kapsayan daha kapsamlı bir yönlendirme sağlamaktadır. Pakistan Menkul Kıymetler ve Mübadele Komisyonu Ekim 2012’de sukuk ihracı için taslak kurallar yayınlamıştır. Benzer şekilde, Umman Sermaye Piyasası Kurumu, paydaşlardan geribildirim almak için taslak Sukuk Yönetmeliği’ni 2013 yılının başında yayınlamıştır (Raheem, 2015).

2.8.1.3.2.2. Vergisel Düzenlemelerde Yetersizlik

Sukukta dayanak varlığın birçok kez el değiştirmesi sukuku geleneksel tahvile nazaran daha karmaşık bir yapı haline getirmektedir (RAM, 2014: 2; Ernst & Young, 2013). Nitekim sukuk, bir özel amaçlı kuruluşun (SPV) kurulmasını gerektirmektedir. Ayrıca SPV ve kaynak kuruluş arasında varlık birçok kez el değiştirebilmektedir (Deloitte, t.y.: 9; Clifford Chance, 2013; RAM, 2014: 2). Bu nedenle, sukukun ekonomik özünü kavrayan vergisel düzenlemeler yapılmadıkça, sukuk geleneksel tahvile nazaran vergisel açıdan dezavantajlı konuma düşmektedir (KPMG, 2012: 1; Perera, 2015; Latham & Watkins, 2016: 4). Örneğin sukuk işlemleri birçok aşamadan oluştuğundan (varlığın transferleri, kâr payı ödemeleri vb.) ülkelere göre farklılaşmakla birlikte damga vergisi, sermaye kazanç vergisi, servet vergisi, stopaj (gelir vergisi) ortaya çıkabilmektedir (Deloitte, t.y.: 9; Clifford Chance, 2013). Yani gerekli vergisel düzenlemeler yapılmadığında sukukun her aşaması vergilendirilebilmektedir ki bu da sukuku olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle sukukun geleneksel tahville rekabet edebilmesi için ülkelerin gerekli vergisel düzenlemeleri yapması gerekmektedir.

Sukuka ilişkin ülkelerce yapılan vergisel düzenlemeler genellikle 2007 sonrasına denk gelmektedir. Dolayısıyla oldukça yenidir. Diğer yandan sukuk ihraç eden tüm ülkeler, sukuka ilişkin yeterli vergisel düzenlemeler yapmamaktadır. Nitekim Türkiye’de beş tür sukuk ihracına izin veren yasal düzenleme mevcutken vergisel düzenlemeler sadece icara sukuka (kira sertifikalarına) yöneliktir.

Sukuka ilişkin yetersiz düzenlemeler (yasal ve vergisel), çeşitli ülkelerin sukuk ihraç etmesini engellerken sukuk ihraç eden ülkelerde de yatırımcıların haklarına yönelik bazı problemlere yol açmaktadır. Sukukun gelişimi için oldukça önemli olan bazı kanunların ülkelerde tam olarak düzenlenmemesi sukuka yönelik algıyı da olumsuz etkilemektedir. Nitekim sukuk temerrütlerinin görülmesi ile birlikte sukuk getirileri (spread) oldukça yüksek seviyelere çıkmıştır (Kuwait Finance House [KFH], 2010:14). Bu nedenle ülkelerin yasalarını sukuk ihracına olanak verecek ve yatırımcıların korunmasını sağlayacak biçimde düzeltmesi en iyi çözüm önerisi niteliğindedir.

2.8.1.4. Sınırlı Tanınırlık

Sukuk son yıllarda yükselişe geçen bir ürün olarak henüz yeni bir enstrümandır. Bu bağlamda sukukun tanınırlık oranı ya da sukuka yönelik farkındalık oranı oldukça düşüktür (Karimzadeh, 2012: 103-104). Bu açıdan kompleks sukuk yapılarına aşinalığın olmaması, potansiyel ihraççılar için daha yüksek danışmanlık maliyetine dönüşebilmektedir (Vizcaino, 2014a). Bu durum ise ihraççıların sukuk ihraç etmekten vazgeçmelerine neden olabilmektedir. Bu konuda Deloitte (t.y.) tarafından yapılan bir ankette katılımcıların büyük çoğunluğu, sukukun tanınırlığının az olmasının ihraç kararlarını negatif yönde etkilediğini belirtmiştir.

Sukukun tanınırlığında artış, sukuk iharçları ve yatırım talebi üzerinde olumlu etki yapmaktadır. Tanınırlıkta artış konusunda ise devlet sukuklarının önemi tartışılmaz niteliktedir. Bu açıdan ülkelerin sukukun tanıtımına yönelik çaba sarfetmeleri ve halka arzları arttırmaları gerekmektedir. Nitekim Türkiye’de de durum pek farklı değildir. Nitekim Türkiye’de de gerek İslami finans ve gerekse de sukuk konusunda yatırımcıların bilgi düzeyi çok azdır (IFN, 2014). Diğer yandan Türkiye’de beş tür sukuk ihracına olanak tanıyan yasal düzenleme mevcut iken Hazine Müsteşarlığı tanıtım olarak sadece ijara sukuku (kira sertifikası) kullanmaktadır. Bu nedenle altına dayalı kira sertifikaları gibi halka arz yöntemi ile ihraç edilen sukukların arttırılması ve tanıtımların daha geniş perspektifte yapılması gerekmektedir.

2.8.1.5. Karmaşıklık

Sukuk piyasasında yer alan diğer bir problem sukuk yapısının oldukça karmaşık olmasıdır. Bu karmaşıklık sukukun gelişimi için önemli bir engeldir (Bahari ve diğerleri, 2016: 401-402).

Şeriat'a uygunluk, kompleks nakit akımları ve en basit sukuk türü için bile birçok şekil, kutu ve ok işareti ile dolu izahnameler (prospectus) ile sağlanmaktadır (Bennett ve Iqbal, 2011: 71). Bu ise ek maliyetler getirmektedir (Hermansyah, 2016).

Global finansal kriz kompleks olarak yapılandırılmış ürünlere dikkat çekmiştir. Böyle ürünleri değerlemek zor olduğu gibi temerrütte de bu ürünleri belirlemek zordur. Sukukun geleneksel varlık menkul kıymetleştirmesi ile benzerliğinden dolayı, finansal krizde temerrüt nedeniyle olumsuz etkilenen ve kredi derecesi oldukça düşürülen teminatlı borç yükümlülükleri (CDOs) ve diğer kompleks ürünler konusunda piyasayı domine eden bankalar ve profesyonel danışmanlar (tavsiye verenler), sukuk konusunda da liderdirler. Sukuk piyasası, kendini birçok CDOs piyasasından daha dirençli olma konusunda finansal kriz sırasında kanıtlamış olsa da sukuk benzeri ürünler nedeniyle kayba uğrayan birçok ihraççı ve yatırımcı piyasaya katılma konusunda isteksiz olabilmektedir (Bennett ve Iqbal, 2011: 71).

Sukuk konusunda karmaşıklığın önüne geçmek için yine dokümantasyon konusunda standardizasyonun sağlanması gerekmektedir. Bu da yine ülkelerin birlikte hareket edip ortak kararlar alması (sukuk konusunda) ile gerçekleşebilecektir.

2.8.1.6. Şeffaflığın Olmaması

Sukuk piyasasında şeffaflık eksikliği iki yönden incelenebilmektedir. İlk olarak sukukun taraflarının hak ve yükümlülükleri, dayanak varlığı ve gerçek satış ile dokümantasyonda şeffaflık eksiktir. Diğer yandan Şeri konulardaki şeffaflık da bir o kadar eksiktir.

Dokümantasyon ve tarafların hak ve yükümlülükleri açısından sukukta bir şeffaflıktan söz edilememektedir. Bu ise Şeriat'a uygunluk konusunda önemli bir problemdir. Çünkü sukuk yatırımcılara satılmakta ve garar yasağı delinerek taraflar arasındaki asimetrik enformasyondan dolayı sukuk, temel bileşenlerinin bir kısmını içermemektedir (Bahari ve diğerleri, 2016: 400).

Çoğu sukuk izahnamesi, sukuk veya tröst varlıkları (dayanak varlık) hakkında çok az bilgi sağlamaktadır. Örneğin GCC Bank Sukuk dokümanları dayanak varlıklarla ilgili sınırlı bilgi vermektedir. Aslında dokümanlar potansiyel yatırımcıları bilgi toplamaktan ya da dayanak varlıklar konusunda gerekli özeni göstermekten vazgeçirmektedir. Nitekim GCC Bank Sukuk izahnamesinde: "Bir vekalet (vakala) portföyünde yer alan herhangi bir vekalet varlığı ile ilgili olarak herhangi bir soruşturma veya herhangi bir durum tespiti yapılmayacak ve gerekli titizlik gösterilmeyecektir" denilmektedir. Diğer yandan, işlemin "gerçek satış (true sale)" olup olmadığına dair bir açıklama belirli sukuk ihraçlarında tam olarak yapılmamaktadır ki bu açık bir yasal risktir (Raheem, 2015).

Sukuk konusunda şeffaflığın sağlanması için sukuk ihraç eden ülkelerde izahnamelerin Şeriat kurullarınca veya da ayrı bir denetim kurumunca geçerli düzenlemelere ve Şeriat'a uygunluğu denetlenmelidir. Nitekim bu görüş AAOIFI'nin Şeriat Kurulları'na yüklediği yeni ve genişletilmiş görevlerle de uyumludur. Ancak yeterli bir denetimle sukuk şeffaflık konusunda yeterli duruma gelebilecektir.

2.8.1.7. Şeriat Kurulu Eksikliği

Sukuk piyasasında geçerli olan bir diğer problem İslami finasta uzman, merkezi bir Şeriat denetim kurulunun olmamasıdır. Bu husus Türkiye için de geçerlidir. Böyle önemli bir kuruluşun olmaması İslami ürünlere kamu güvenini azaltabilmektedir. Bazı kuruluşlar kendi Şeriat denetim kuruluna sahip olsalar ve AAOIFI gibi uluslararası ve bölgesel kuruluşların prensipleri ve rehberlerini takip etseler de İslami ürün ve hizmet sunan kuruluşların uyacağı bir miktar yaptırım gücüne sahip karar, rehber ve standartlar getirecek merkezi bir Şeriat denetim kuruluna ihtiyaç vardır. Birçok fetva, bireysel alimlerce verilmekte ve bu da fetvalar arasında bir uyuşmazlık ihtimalini arttırmaktadır. Fetvalar arasında çatışma, hisse senedi ile ilgili birçok durumda ortaya çıkmıştır ve yüksek ihtimalle gelecekte sukuk konusunda da ortaya çıkacaktır. Fetvalar arasında çatışma örneğinden birisi; Suudi Arabistan'da Yanbu National Petrochemical Company'nin ilk halka arzında alimlerin görüş açısından ikiye ayrılmış olmasıdır. Görüşler arasında çatışma çıkmasının nedeni, şirketin geleneksel bir bankadan faiz oranı ile borç almış olmasıdır. İlk görüşe göre (Dr. Yusuf Alshubaili) şirketin ana işi Şeriat'a uygundur ve geleneksel bankadan küçük miktar borç alması halka arzın Şeriat'a uygunluğunu etkilememektedir. Diğer görüşe göre (Dr. Yusuf Alahmad) şirket Şeriat'a uygun olmayan aktivitede bulunmuştur ve dolayısıyla halka arza katkı yapmak (yatırım) caiz değildir. Bu görüş farklılıkları ihraççı şirkete önemli zararlar verirken finansal sektörü de olumsuz etkilemektedir (Al Elsheikh ve Tanega, 2011: 194).

Gerek global olarak gerekse de ülkelerin kendi içinde Şeriat denetim kurulları problemine çözüm getirmesi gerekmektedir. Türkiye'de üzerinde çalışılan Faizsiz Finans Standartları Kurumu'nun kurulmasının ise Türkiye'de yaşanabilecek Şeri sorunlara çözüm getirme anlamında pozitif bir gelişme olduğu söylenebilmektedir.

Şeriat kurulunun eksikliği gerek ülkeler bazında ve gerekse de global olarak ele alınabilir. Nitekim ülkeler bazında merkezi bir Şeriat kurulu eksikliği belirli sukuk ihraçlarında farklı Şeri görüşlerle yol açabilirken global bir Şeriat kurulu eksikliği de global olarak farklı uygulamalara zemin hazırlamaktadır. Bu nedenle gerek ülkelerin kendisinde gerekse de ülkeler üstü bir biçimde Şeriat kurulu eksikliği hızla giderilmelidir. Bu konuda Türkiye'de de merkezi bir Şeriat kurulunun olmaması önemli bir eksiklik olarak göze çarpmaktadır.

2.8.1.8. Yüksek İhraç Maliyetleri

Sukuk, büyük ve maliyetli hukuki ve dini danışmanlık, türlü kabiliyetler ve kaynaklar gerektirdiğinden yapılandırması oldukça zor bir enstrümandır. Piyasa araştırması, ürün geliştirme ve analitik modellemenin gerçekleştirilmesini içerdiğinden dolayı yeni ürünlerin geliştirilmesi ve finansal mühendislik kaynak yoğun (kaynak gerektiren) aktivitelerdir. Bu aktiviteler oldukça maliyetli olan finansal ve beşeri kaynakları gerektirmektedir. Ayrıca İslami finansal kuruluşlar görece küçük olduğundan araştırma ve geliştirme için yeterli bütçeye erişemeyebilmektedir (Yean, 2009: 12).

Diğer yandan, sukukta verilen kâr oranları da geleneksel tahvillerin getirilerinden daha yüksektir. Asya Kalkınma Bankası tarafından yapılan bir araştırmaya göre, Asya'da sukuk ihracı maliyetleri, Malezya ve Endonezya gibi ülkelerde İslami finansmanın büyümesine rağmen, hala geleneksel tahvil ihracı maliyetlerinden önemli ölçüde yüksektir. Endonezya'da, hükümet tarafından çıkarılan sukuk (devlet sukuku) için kâr oranları, karşılaştırılabilir konvansiyonel devlet tahvillerine kıyasla ortalama 86 baz puan daha yüksektir. Dünyanın en likit sukuk pazarına sahip olan Malezya'da, sukuk için kâr oranları geleneksel eşdeğerinden ortalama 8 baz puan daha yüksektir. Kompleks sukuk yapılarına aşinalığın olmaması, potansiyel ihraççılar için daha yüksek danışmanlık maliyetine dönüşebilirken, yatırımcılar sukuk için sınırlı ikincil piyasa nedeniyle daha yüksek getiri talep etmektedir. Dünyanın en büyük İslami finans merkezlerinden olan Körfez Ülkeleri'nde, sukuk ve geleneksel tahvillerin ihraç maliyetleri arasındaki farkın çok küçük olduğu veya mevcut olmadığı düşünülmektedir. Hatta bazı ihraçlarda sukukun daha ucuz olduğu kanıtlanmıştır. Bunun nedeni, sukukun çoğu Körfez ülkesinde, özellikle de Suudi Arabistan'da yaygınlaşması ve nakit açısından zengin kurumsal yatırımcı talebinin sıklıkla arzı aşmasıdır (Vizcaino, 2014a).

Yüksek ihraç maliyetleri ve getiriler, sukukun alternatif bir fon kaynağı olma yolundaki en büyük engellerden biridir. Ancak daha önceki önerilerde de belirtildiği gibi sukuka ilişkin sorunların çözülmemesi halinde sukuk ihraç maliyetleri yüksek kalmaya devam edecektir. Bu nedenle ikincil piyasayı geliştireceği sukukun tanınırlığını arttıracak, standardizasyonu ve karmaşıklığı önleyecek çeşitli adımlara ihtiyaç vardır.

2.8.2. Sukukun İşleyişinden Kaynaklanan Problemler

Sukukun işleyişinden kaynaklanan problemler aslen sukuka ilişkin Şeri kurallara uyulmamasından kaynaklanmaktadır. Bu açıdan birçok konuda AAOIFI belirli kurallar getirmesine rağmen, bu kurallara birçok ihraççı uymamaktadır. Bu ise sukukta standartlaşma ve şeffaflığı azaltmakta ve sukuk piyasasına zarar vermektedir.

Sukukun işleyişinden kaynaklanan problemler geç ödeme cezası, kâr payı garantisi, yöneticiye ücret verilmesi ve sukuk varlıklarının vadede satın alınması yönünde taahhüt verilmesini içermektedir.

2.8.2.1. Temerrüt Halinde Geç Ödeme Cezası

Ödemede gecikme için ödenen ceza konusunda ülkeler arasında evrensel bir konsensüs olmadığından bu konu İslami finansın tüm ürünlerini etkilemektedir. Ceza, anlaşmanın iki tarafınca daha önceden anlaşılan oran üzerinden, eğer borç alan ödeme yükümlülüklerini yerine getirmezse veya geç yerine getirirse alacaklının almaya hak kazandığı miktarı ifade etmektedir. Ceza miktarını alacaklının hak edeceği konusu, sözleşmenin ana şartlarında yer almaktadır. Genelde geç ödemede ceza oranı yüksektir. Ceza, geç ödemeyi caydırmak ve alacaklının kaybını engellemek için uygulanmaktadır (Lahsasna ve Lin, 2012: 496).

Cezanın iki türü vardır. Birincisi, aktivitenin tamamen bitirilmesinde gecikme olduğunda belirlenen özel bir ceza türüdür. Bu tür cezalar Şeri açıdan uygundur ve yerine getirilmelidir.

İkinci tür ceza ise, borcun geri ödenmesinin geciktirilmesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Aslında bu cezaların çoğu, murabaha ve vadeli satışlarla ilgilidir. Bu açıdan, borcunu geciktiren iki tür borçlu vardır: Borcunu ödeyebilecek maddi güçte olan ve olmayan borçlu. Şeriat alimleri borcunu ödeyemeyen borçluya süre verilmesi konusunda hemfikirdirler. IJC, borçluya mühlet verilmesi için, temel ihtiyaçlarını karşıladıktan sonra borcunu nakit veya mal ile ödeyecek malvarlığının olmaması gerektiğini şart koşmuştur. Şeriat alimlerine göre borcunu ödeyebilecek zenginlikte olup da ödememek (temerrüde düşmek) adaletsizlik, günah ve suçtur. Ancak, borcunu ödeyebilecek durumda olup da temerrüde düşenlere uygulanabilecek finansal ceza konusunda farklı görüşler söz konusudur. Malezya'da sukuku da içeren İslami menkul kıymetlerde ihraççıların geç ödeme yapması veya temerrütü halinde, finansman anlaşmasında belirtilen geç ödeme cezasının yatırımcılara verilmesi gerekmektedir. Ancak Orta Doğu'da geç ödeme cezası, yatırımcılar için bir getiri olamamakta ve bunun yerine ceza tutarı hayır kurumlarına verilmektedir (Lahsasna ve Lin, 2012: 497).

2.8.2.2. Kâr Payı Garantisi ve Yöneticiye Ücret Verilmesi

Birçok sukuk ihracında yatırımcılara yapılan periyodik ödemeler faiz gösterge alınarak belirlenen sabit oranlara dayalı olarak yapılmaktadır ve bu anlamda geleneksel tahvil ile oldukça benzeşmektedir. Bu uygulamayı meşrulaştırmak için ihraççılar, sözleşmeye projeden elde edilen getirilerin faiz oranını aşması halinde artan tutarın proje yöneticisine (ortak, mudarib veya yatırım temsilcisi) aktarılması yönünde maddeler koymaktadırlar. Hatta, bazı sukukların içeriğinde, bu

fazlalığın bir teşvik olarak yöneticinin hakkı haline geleceği gizlenmekte, söylenmemektedir. Bu anlamda, sukuk sahiplerine düzenli dağıtım (kâr payı) zamanında faiz oranına dayalı sabit bir yüzdeye hak kazanacaklarını belirtmekten daha fazlası yapılmamaktadır. Eğer reel kârlar, faiz oranına dayalı olan (gösterge olarak faizi alan) bir orandan daha az ise yönetici, sukuk sahiplerine faizsiz kredi vererek aradaki farkı kapatabilmektedir. Verilen bu kredi, yönetici tarafından daha sonraki reel getirilerin belirli faiz oranından daha fazla olması halinde bu farkla ya da varlıkların likitleştirilmesi (sukukun son bulması) halinde varlıkların daha yüksek fiyattan satılması ile kapatılmaktadır (Ahmed ve diğerleri, 2013: 56).

Yöneticinin aldığı teşvik ücreti ile ilgili olarak, eğer ücret sözleşmede spesifik olarak belirlenmemişse, bu sözleşme birçok alime göre mekruhtur. Hanbelilere göre ise belirsizlik ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda, mudarabaya ilişkin AAOIFI Şeriat Konseyi'nin belirlediği standart şöyledir: “Eğer iki taraftan biri belirli bir kâr miktarını kendisi için belirlese mudaraba geçerlidir. Ancak iki taraftan birinin, eğer kârlar belirli oranı aşarsa bu miktarın tamamını alacağı şartı yasaklanmıştır”. Ancak pratikte, faiz oranına dayalı olan böyle bir teşvik kullanılmaktadır. Bazı sukuk ihraçlarında belirlenen oran, beklenen kâr ile ilişkilendirilmemekte, bunun yerine finansmanın maliyeti veya faiz piyasasındaki gösterge oranlar ile ilişkilendirilmektedir. Elde edilen kâr ile gösterge faiz oranı arasında herhangi bir ilişki yoktur. Bu nedenle Usmani'nin belirttiği üzere bu sukuklardaki teşvikler “gerçek anlamda bir teşvik değil sukukları faiz oranına dayanarak pazarlamaktır”. Bu bağlamda, sukukun bu tür teşviklerden arındırılması veya teşvikin girişimin beklenen kârına dayandırılması gerektiği tavsiye edilmektedir. Kârın belirlenmiş olan oranın altında kalması durumunda şart koşulan kredi ise bu uygulamanın Şeri açıdan kabul edilebilir olmadığı gerekçesiyle AAOIFI tarafından yasaklanmıştır. Usmani'ye göre böyle bir sözleşme kredili satışa tekabül etmektedir ve bu uygulama Hz. Peygamber ve tüm Şeriat alimlerince yasaklanmıştır. Ancak AAOIFI Şeriat Kurulu, beklenen ve gerçekleşen kâr farkını kapatmak üzere izahnamede belirtmek şartıyla bir rezerv (ihtiyat) hesabı oluşturulmasına izin vermiştir (Yean, 2009: 9).

2.8.2.3. Varlıkları Satın Alma Taahhüdü

Mudaraba, muşaraka ve vekalet sukuk, maddi varlığa dayanmaksızın sukuk ihracına olanak tanıdığından son yıllarda popülerlik kazanmıştır. Bu anlamda mudaraba, muşaraka ve vekalet sukuk, yatırılan sermayenin %100'ünün yatırımcılara geri döneceğini garanti etmek için genellikle bir satın alma taahhüdü (sözleşmesi) ile birlikte yapılandırılmaktadır. Bu konseptte, bir taraf, yatırımcıya ticari girişimin kârlı olduğunu ve zarar olması halinde yatırımcılara başlangıçtaki yatırımlarını ödemeyi veya daha önceden anlaşılan bir formül (sukuk sahibinin ilk yatırımını ve 6 aylık beklenen kârı içerir) miktarını ödemeyi garanti etmektedir. Ayrıca, bir gösterge (benchmark),

yani belirli bir kâr oranı belirlenerek bunun üzerindeki kâr yatırımcılarca karşı tarafa (kaynak kuruluşu) teşvik ücreti olarak verilmektedir (Lahsasna ve Lin, 2012: 502).

Sheikh Taqi Usmani, 2007'de piyasadaki birçok (%85 kadar) sukukun (muşaraka ve mudaraba yapısını kullanan) Şeriat ile uyumlu olmadığını belirtmiştir. Çünkü, satın alma taahhüdü sermayeyi geri ödemeyi taahhüt etmektedir ve bu sukukun dayanması gerektiği risk/getiri paylaşımı prensiplerini ihlal etmektedir. AAOIFI'nin, ihraççıların sukuk varlığını sukuk sahiplerinden temerrüt halinde veya vadede daha önceden anlaşılan nominal değer üzerinden satın alma yönünde taahhüt vermesini (sözleşmeyi) yasaklaması global sukuk piyasasını etkilemiştir. AAOIFI tarafından yapılan bu açıklama direkt olarak muşaraka ve mudaraba sukuku etkilemiştir. Bu nedenle, ihraççılar geçerli bir alternatif olan icara sukuku tercih etmeye başlamıştır. Bu durum, AAOIFI'nin açıklamasından önce ve sonra icara ve muşaraka sukukun ihraçları ile ilgili verilerden açıkça görülebilmektedir. 2007 Mart-Haziran döneminde icara sukuk ihracı 1 milyar dolardan daha az tutarda olmuş, bu dönemde muşaraka sukuk ihracı 5 milyar doları aşmıştır. 2008'de AAOIFI'nin açıklamasından sonra yine Mart-Haziran döneminde icara sukuk ihraçları 4 milyar doları aşmışken muşaraka sukuk ihraçları 1 milyar dolar civarına düşmüştür (Lahsasna ve Lin, 2012: 502-503).

Şeriat alimlerine göre, mudarib parayı kullanıp kâr etmek için elinden gelenin en iyisini yapandır. Satın alma taahhüdü ile sukukun sermayesini geri ödemeyi garanti etmek mudaribin rolü veya işi değildir. Aynı şekilde mudarib bir hatası olmadığı sürece zararın yükümlülüğü altına da girmemektedir. Maliki ve Şafiilere göre, mudarib kayıpları ödemeyi garanti etmekten sorumlu değildir ve böyle bir koşul mudaraba sözleşmesini geçersiz kılmaktadır. Hanefi ve Hanbelilere göre, sözleşme geçerli olmakla birlikte koşul geçersiz sayılmaktadır. Ancak, mudarib dışındaki üçüncü bir tarafın gönüllü olarak mudaraba zararlarını karşılaması izin verilebilirdir ve bu garanti hiçbir şekilde mudaraba sözleşmesi ile ilgili değildir. Aynı şekilde muşaraka sukukta da bir tarafın sermayeyi geri ödemeye garanti vermesine izin verilmemiştir (Lahsasna ve Lin, 2012: 503).

Sukukun işleyişincen kaynaklanan problemler çoğunlukla AAOIFI gibi kurumlarca belirlenen çeşitli standartlara uyulmamasından kaynaklanmaktadır. Tıpkı standardizasyon eksikliği probleminde olduğu gibi burada da hükümleri bağlayıcı bir uluslararası kuruluşu ihtiyaç vardır. Ancak AAOIFI gibi kurumların bile standartları çok az sayıda ülke tarafından benimsenmektedir. Bu açıdan sukuk ihraç eden ülkelerin bir araya gelerek standart koyucu ve bağlayıcı hükümleri olan yeni bir kuruluş inşa etmeleri kaçınılmaz bir ihtiyaçtır.

2.9. Dünyada ve Türkiye'de Devlet Sukuku İhraçları

Devlet sukuku (sovereign sukuk) ihraçları, 2000'li yılların başında kendisini göstermiş olmakla beraber özellikle global finansal kriz ertesinde önemli ölçüde artış kaydetmiştir. Nitekim

krizden önce ihraçlar daha çok özel sektörden gelirken kriz ertesinde devlet sukukları piyasaya hâkim olmaya başlamıştır. Bu durumun temel nedenleri arasında, sukuk piyasasında yer alan ülkelerin kriz ertesinde daha fazla miktarda sukuk ihraç etmeleri yanında daha önce sukuk piyasasına girmemiş özellikle Müslüman olmayan ülkelerin sukuk piyasasına girmesi yer almaktadır.

Devletlerin son yıllarda önemli ölçüde sukuk piyasasına yönelmesinin ardında şüphesiz sukukun birçok yönden faydalı olması yatmaktadır. Bu faydalar arasında sukukun çeşitlendirilmiş bir yatırımcı tabanı sunması, altyapı yatırımları için uygun olması, ekonomik büyümeyi teşvik etmesi ve yolsuzlukla savaşması sayılabilmektedir. Bunlardan çeşitlendirilmiş yatırımcı tabanı özellikle önemlidir. Nitekim global finansal kriz ve sonrasında gelen Avrupa borç krizi sonucunda ABD ve Avrupa bankalarından kredi bulmakta zorlanan devletler, yönlerini sukuk piyasasının temel yatırımcıları olan Orta Doğu ve Asya'ya çevirmişler ve bu anlamda sukuk ihracına yönelmişlerdir.

Devlet sukuku ihraçları özellikle 2015 ve 2016 yıllarında önemli ölçüde düşüş göstermiştir. Bunun en temel nedeninin sukuk piyasasında yaşanan problemler (özellikle karmaşıklığı ve ihracın uzun vakit alması) olduğu dile getirilmektedir (Fitch, 2017). Ancak belirtmek gerekir ki sukuk ihraçlarının önündeki temel engellerden biri olan sukuk piyasası problemleri gün geçtikçe azalmakta ve sukuk kendisine uluslararası piyasada daha iyi bir yer edinmektedir. Bu anlamda sukukun önümüzdeki yıllarda da gelişimine devam edeceği beklenmektedir.

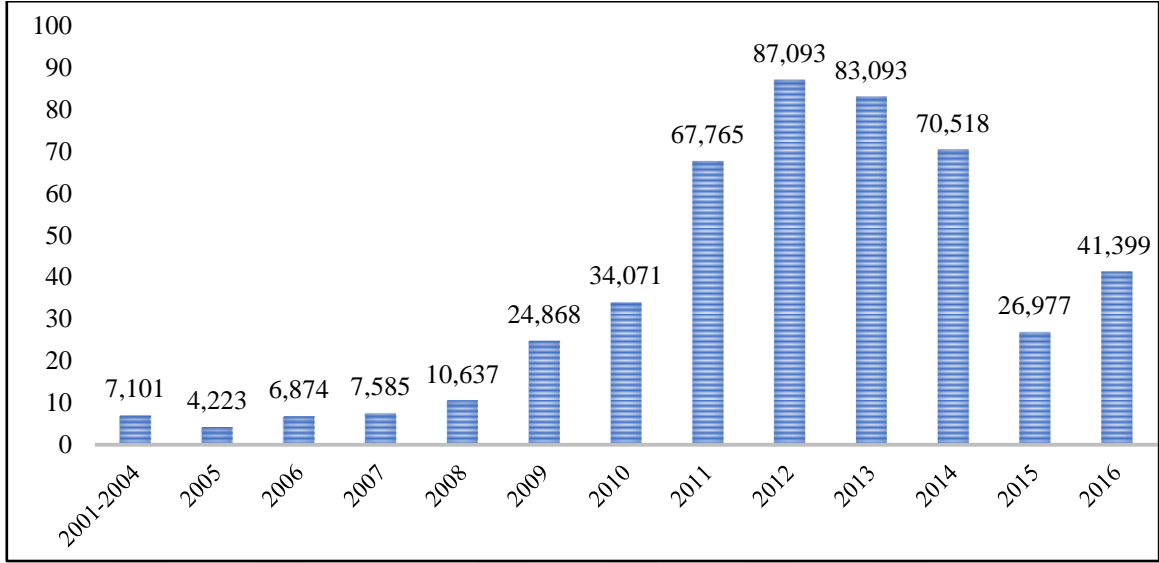
2.9.1. Global Devlet Sukuku İhraçları

Global devlet sukuku ihraçları serüveni 2002 yılında Malezya tarafından yapılan icara sukuk ihracıyla başlamıştır. Bu yıldan itibaren artışını giderek sürdüren devlet sukuku ihraçları özellikle 2010 yılının ardından piyasaya yeni oyuncuların girişiyle önemli bir gelişme kaydetmiştir. 2009 yılından itibaren sukuk piyasasını domine eden devlet sukukları bugün hala sukuk piyasasını omuzlayan başlıca sukuk çeşidini temsil etmektedir.

2.9.1.1. Global Devlet Sukuku İhraçlarının Seyri

Devlet sukukları 2002 yılından itibaren sukuk piyasasında kendisine yer bulmuştur. Malezya'nın ardından sukuk piyasasına giren Körfez ülkeleri, Endonezya, Türkiye, Hong Kong, Birleşik Krallık ve Lüksemburg gibi ülkelere yapılan ihraçlar sonucunda devlet sukuku ihraçları önemli derecede artış göstermiştir. Son yıllarda ise devlet sukuku ihraçlarında azalma göze çarpmaktadır.

Grafik 9: Global Devlet Sukuku İhraçları (2001-2016, Milyar Dolar)



Kaynak: IIFM, 2017: 13

Grafik 9'dan görüldüğü üzere devlet sukuku ihraçları 2001-2008 yılları arasında artış yönünde bir eğilim ortaya koymakla beraber bu dönemde devlet sukukları artışı nispeten zayıf kalmıştır. Öyle ki, 2005 yılında 4,223 milyar dolar olan sukuk ihraçları 2008 yılında 10,637 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde, günümüzde sukuk piyasasında olan (Nijerya, Birleşik Krallık, Türkiye gibi) birçok ülke henüz sukuk piyasasına girmemiştir. Sukuk piyasasında bulunan ülkelerin ise ihraçları oldukça düşük seviyede gerçekleşmiştir. Bu durumun birçok sebebi vardır. İlk olarak sukuk ihracı için ülkelerin yasal yapılarında birçok düzenleme gerekmektedir. Örneğin menkul kıymetleştirmeye, SPV'nin kurulmasına, intifa hakkı sahipliğine ve sukukun vergilendirilmesine ilişkin yasalar bunların başında gelmektedir. Bu yasaların oluşturulması veya düzenlenmesi ise oldukça zaman alan bir işlemdir. Diğer yandan sukuk yasaları tamamlansa dahi sukuk ihracı süreci, sukukun oldukça karmaşık bir yapıda olmasından ve Şeri kurullardan onay alınması gereğinden dolayı oldukça uzun bir süreçtir. Nitekim Hilal Sukuk ihracı tam üç yıl almıştır (Nanaeva, 2010: 36).

2009 yılı ertesinde ise devlet sukuku ihraçlarında önemli bir artış kaydedilmiştir. Nitekim 2008 yılında 10,637 milyar dolar olan ihraçlar 2012 yılında ortalama yedi kat artarak 87,093 milyar dolara ve 2014 yılında bir miktar azalarak 70,518 milyar dolara ulaşmıştır. Bu durumun temel nedeni yeni ihraççıların piyasaya girmesi yanında Müslüman ülkelerin ABD ve Avrupa'da yaşanan krizden dolayı bu bölgelerden kredi veya fon elde etmekte zorlanması ve bu nedenle sukuk piyasasına yönelmesidir (Pasha, 2011; Reuters, 2012). Öyle ki, kriz ertesinde sukuk piyasasına devlet sukuku ihraçları hâkim olmuş ve devlet sukuku ihraçları, daha çok yerel sukuk ihraçları şeklinde gerçekleşmiştir. 2015 ve 2016 yıllarında ise devlet sukuku ihraçları düşüş göstermiştir. Bu düşüşün arkasında düşük petrol fiyatları ve geleneksel tahvilin potansiyel ihraççıları için daha çekici

olması yatmaktadır. Şöyle ki, düşük petrol fiyatlarından dolayı bütçesi açık veren özellikle Körfez ülkeleri basitliği ve düşük maliyeti nedeniyle geleneksel tahvili seçmeye başlamıştır. Örneğin, Suudi Arabistan rekor seviyedeki ilk uluslararası tahvil ihracını gerçekleştirmiştir (Reuters, 2016: 4-6). Ancak 2017 yılında devlet sukuklarında artış gerçekleşmeye başlamıştır. Nitekim 2017 yılının ilk sekiz ayında devlet sukuku ihraçları %50 artış göstermiştir (Augustine, 2017).

2.9.1.2. Global Devlet Sukuku İhraçlarının Ülkelere Göre Dağılımı

2000’li yılların başından günümüze gerek Müslüman gerekse de Müslüman olmayan birçok ülke sukuk piyasasına katılım göstermiştir. Bu anlamda sukuk ihraçlarının ülkelere göre dağılımını göstermek amacıyla Tablo 9 oluşturulmuştur.

Tablo 9: Global Devlet Sukuku İhraçlarının Ülkelere Göre Dağılımı (2001-Ekim 2016)

BÖLGE/ÜLKE	İhraç Sayısı	İhraç Miktarı (Milyon Dolar)	İhracın Toplam İçindeki Payı
ASYA VE UZAK DOĞU	1297	388,588	%81,31
Bangladeş	4	37	%0,01
Brunei Darussalam	124	7,950	%1,66
Hong Kong	2	2,000	%0,42
Endonezya	150	39,206	%8,20
İran	1	144	%0,03
Malezya	990	328,554	%68,75
Pakistan	23	10,533	%2,20
Singapur	3	164	%0,03
KÖRFEZ ÜLKELERİ VE ORTA DOĞU	389	59,073	%12,36
Bahreyn	348	21,425	%4,48
Ürdün	2	153	%0,03
Umman	2	1,147	%0,24
Katar	15	18,117	%3,79
Suudi Arabistan	4	7,256	%1,52
Birleşik Arap Emirlikleri	16	10,722	%2,24
Yemen	2	253	%0,05
AFRİKA	245	21,166	%4,43
Gambiya	210	136	%0,03
Fildişi Sahilleri	2	460	%0,10
Nijerya	2	133	%0,03
Senegal	2	445	%0,09
Güney Afrika	1	500	%0,10
Sudan	27	19,248	%4,03
Togo	1	245	%0,05
AVRUPA VE DİĞER	30	9,420	%1,97
Almanya	1	123	%0,03
Lüksemburg	1	220	%0,05
Türkiye	27	8,737	%1,83
Birleşik Krallık	1	340	%0,07
GENEL TOPLAM	1961	478,246	%100

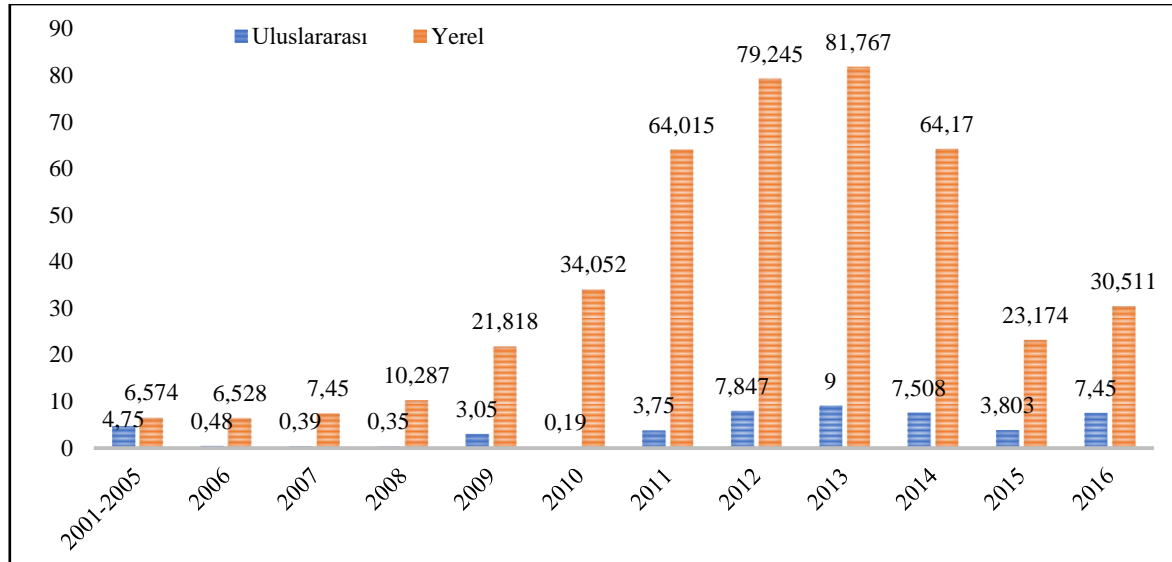
Kaynak: Alvi, 2017: 9

Tablo 9'e göre Asya ve Uzak Doğu Bölgesi sukuk ihraçları içinde en büyük payı almaktadır. Özelde ise Malezya gerek ihraç sayısı gerekse de ihraç tutarı açısından tüm ülkeler arasında ilk sırayı almaktadır. Nitekim Malezya 2011-2016 arasında 990 ihraç gerçekleştirirken toplam ihraç tutarı 328,554 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu tutarın toplam ihraçlar içindeki payı ise %68,75'tir. Endonezya ise ihraç tutarı açısından ikinci sırayı almaktadır. Endonezya'nın ihraç tutarı 39,206 milyar dolardır ve bu tutar toplamın %8,20'sini oluşturmaktadır. Endonezya'yı 21,245 ve 19,248 milyar dolarlık ihraçlarıyla Bahreyn ve Sudan takip etmektedir. Geri kalan ülkelerin ihraçları toplamın oldukça küçük parçalarını oluşturmaktadır. Örneğin, Gambiya 2010 yılında ihraç gerçekleştirmesine rağmen bu ihraçların tutarı toplam ihraçların ancak %0,03'üne denk gelmektedir. Türkiye'ye bakılacak olursa Türkiye 8,837 milyar dolarlık ihraç yapmıştır ve bu tutar toplam ihraçların %1,83'üne denk gelmektedir.

2.9.1.3. Global Devlet Sukuku İhraçlarının Para Birimine Göre Dağılımı

Global devlet sukuku ihraçlarında para birimi seçimini, ihraç edilen para biriminin kuvvetli olması, döviz kurları, yerel piyasanın canlılığı gibi bir dizi faktör etkileyebilmektedir. Bu nedenle ülkeler zaman zaman sukuk ihraç ettikleri para birimini değiştirmektedirler. Bu durum Grafik 10'dan da görülmektedir.

Grafik 10: Global Devlet Sukuku İhraçlarının Para Birimine Göre (Yerel-Uluslararası) Dağılımı (2001-2016, Milyar Dolar)



Kaynak: Alvi, 2017: 6

Grafik 10'a göre sukuk piyasasına genel olarak yerel para cinsinden devlet sukukları hakimdir. Ancak bu durum zaman içerisinde değişiklik göstermiştir. Nitekim 2001-2005 döneminde ülkeler daha çok yabancı para cinsinden sukuk ihraç etmeyi tercih etmişken, bu

dönemden sonra yerel para cinsinden sukuk ihraçları artış göstermiştir. Özellikle global finansal kriz sonrası dönemde yerel para cinsinden ihraçların yabancı para cinsinden ihraçlara karşı baskınlığı artmıştır. Nitekim 2010 yılında yabancı para cinsinden devlet sukuku ihraçları yalnızca 190 milyon dolarken, yerel para cinsinden sukuk ihraçları 34,052 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. İlave olarak, 2007’de dolar cinsinden sukuk ihraç sayısı 27 iken 2008’de sadece 5 olarak gerçekleşmiştir (El-Quqa ve diğerleri, 2009: 5). Diğer yandan, yerel para cinsinden sukuk ihraçları 2006’da uluslararası (yabancı para cinsinden) sukuk ihraçlarının 1,5 katı iken bu oran 2009’un ilk çeyreğinde 6,5 kattır (IIFM, 2009: 24). Bu durumun temel nedenleri şu şekilde sıralanabilir (Al-Amine, 2012: 84-85):

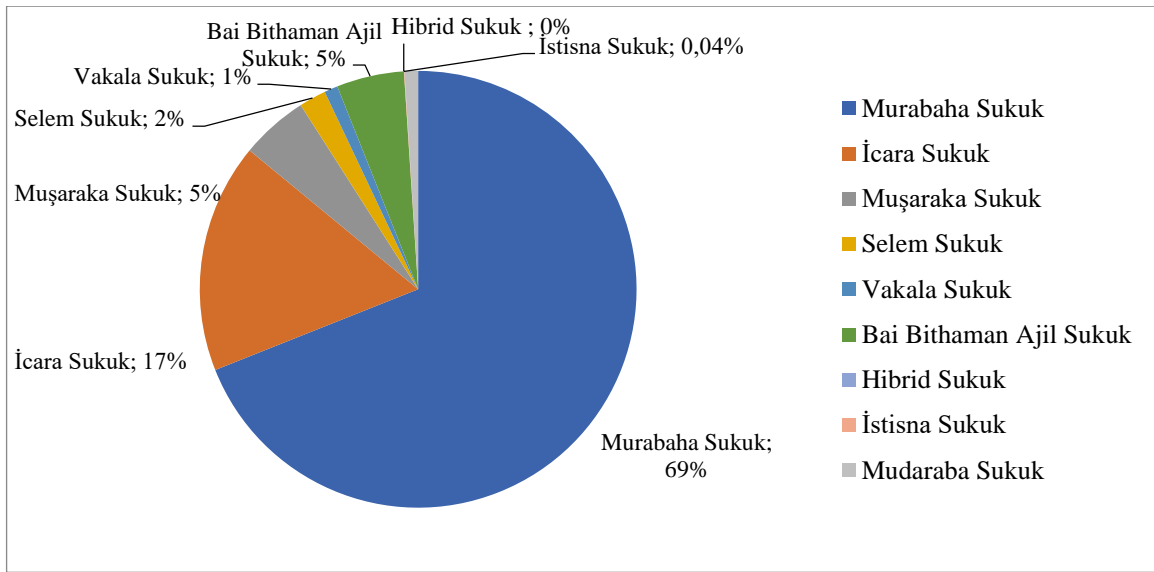
- Dolar cinsinden ihraçlarda düşüş, doların krizi izleyen dönemde zayıfladığını göstermektedir. Yani temel nedenlerden bir tanesi doların diğer para birimlerine göre zayıflamasıdır (IIFM, 2009: 24). Ayrıca ihraççılar Körfez bölgeleri ve Asya’daki likidite havuzlarına ulaşmayı amaçlamaktadır.
- İkinci faktör, global finansal krizdir. Krizle birlikte dolar cinsinden ihraç daha maliyetli hale gelmiştir (Wilson, 2010: 58). Krizle birlikte yatırımcıların ihraççılardan istediği kredi primi (veya spread) önemli ölçüde artmıştır. Örneğin, Dubai Port World 10 yıllık sukuk marjı (spread) kriz başladığında ABD hazine tahvil faizine göre 115 baz puan yukarıda iken daha sonra bu fark 375 baz puana çıkmıştır. Bu nedenle, artan sayıda kurumsal ve bireysel yatırımcı, zorlu kredi piyasası koşulları ve düşen dolar karşısında kâr getirilerini korumak için yerel para cinsinden sukuk aramaya başlamıştır.
- Üçüncü neden bölgelerin para birimlerini dalgalanmaya bırakacağı (sabit kurdan vazgeçeceği) veya revalüasyona tabi tutacağı yönündeki sürekli hale gelen spekülasyonlardır. Örneğin, Körfez Ülkeleri’nin 2008’de zayıflayan ve tarihi olarak Körfez Ülkeleri’nde dominant borç ihraç para birimi olan dolara sabitlenen yerel paradan vazgeçip yerel parayı dalgalanmaya bırakacağı yönünde spekülasyon çıkmıştır. Sonuçta Körfez bölgesi daha çok Suudi riyali veya Birleşik Arap Emirlikleri dirhemi ile sukuk ihraç etmeye başlamıştır. Bu trend Asya’da da görülmüş ve Malezya ringitine dönüş olmuştur. Diğer yandan Pakistan ve Endonezya rupisi en çok tercih edilen para birimleri olmaya başlamıştır (GIFR, 2010: 102). Bu demek oluyor ki, yatırımcılar dolar cinsinden tahvil almaya ilgi göstermemekte ve onun yerine yerel para birimini tercih etmektedir.

Sonuç olarak özellikle global finansal krizin ardından piyasaya yerel para cinsinden devlet sukuku ihraçları hâkim olmaya başlamıştır. 2016 yılına bakıldığında ise bu durumda değişiklik olmamasına rağmen yabancı para cinsinden sukuk ihraçlarının yerel para cinsinden ihraçlara oranla kısmen de olsa arttığı göze çarpmaktadır.

2.9.1.4. Global Devlet Sukuku İhraçlarının Sukuk Çeşidine Göre Dağılımı

Global devlet sukuku ihraçları, temel edindikleri finansman modeline göre çeşitlendirilebilmektedir. Bu açıdan ihraçlar belirli sukuk çeşitlerine yoğunlaşmaktadır. AAOIFI Şariat Kurulu Başkanı Usmani'nin mudaraba ve muşaraka sukuka yönelik eleştirisi öncesinde daha çok mudaraba ve muşaraka sukuka yönelen ihraçların eleştirinin ardından daha çok icara ve murabaha sukuka yöneldiği görülmektedir. Bu durum Grafik 11 ve 12'den görülmektedir.

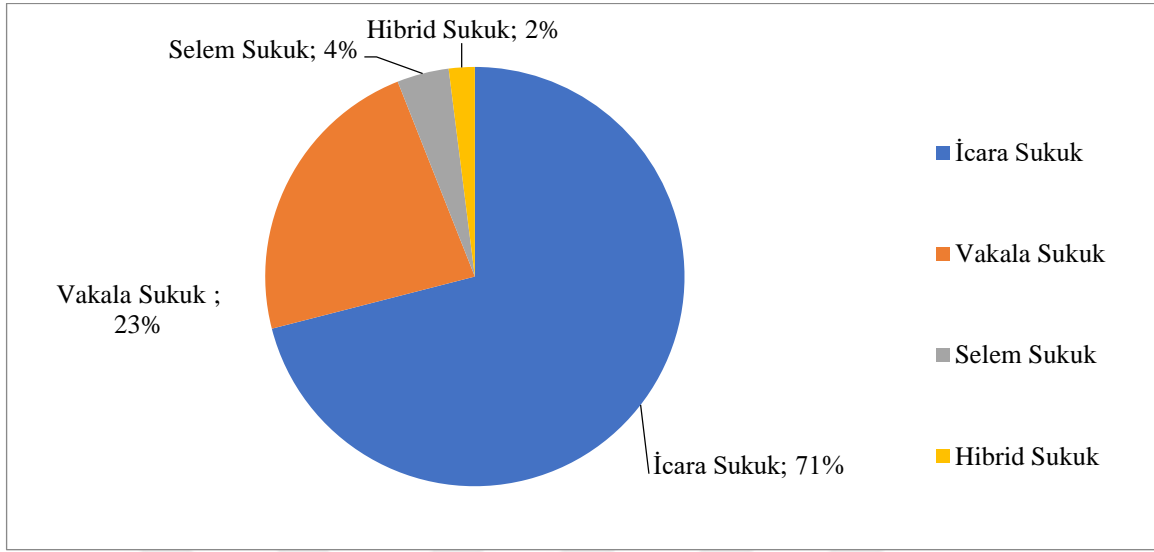
Grafik 11: Yerel Para Cinsinden Devlet Sukuku İhraçları (% , 2001-Kasım 2016)



Kaynak: Alvi, 2017: 7

Grafik 11'e göre yerel para cinsinden ihraç edilen sukuklarda, toplam içindeki payı %69 olan murabaha sukuk başı çekmektedir. İkinci sırada ise %17'lik pay alan icara sukuk gelmektedir. Muşaraka ve bai bithaman ajil sukuk %5'lik paylarıyla üçüncü sırayı paylaşmaktadır. Diğer sukuk türlerinin ise toplam ihraç edilen devlet sukukları içerisindeki payı %1 veya daha azdır. Böylece en çok ihraç edilen devlet sukuku türlerinin murabaha ve icara sukuk olduğu ve bunları muşaraka ve bai bithaman ajil sukukun takip ettiği görülmektedir. Devletler vekalet ve istisna sukuk gibi diğer sukuk türlerini de tercih etmelerine rağmen bunların sayısı fazla değildir.

Grafik 12: Yabancı (Uluslararası) Para Cinsinden Devlet Sukuku İhraçları
(%, 2001-Kasım 2016)



Kaynak: Alvi, 2017: 7

Grafik 12'ye göre yabancı para cinsinden ihraç edilen sukuklarda, toplam içindeki payı %71 olan icara sukuk başı çekmektedir. İcara sukukun bu konudaki popülerliği, basitliği, geniş ölçüde kabul görmesi ve geleneksel yatırımcılar, sukuk yatırımcıları ve kredi derecelendirme kuruluşlarınca kolay anlaşılmasından kaynaklanmaktadır (Latham & Watkins, 2016: 9). Devletlerin en çok tercih ettikleri ikinci sukuk türü vekalet sukuktur. Selem sukukun toplam içindeki payı ise %4'tür. Hibrid (melez) sukuk nadir olarak ihraç edilen sukuk türlerinden biri olup toplam içerisindeki payı %2'dir.

2.9.2. Türkiye'de Devlet Sukuku İhraçları

Türkiye'de devlet sukuku ihraçları Hazine Müsteşarlığı'nca gerçekleştirilmektedir. Sukuk (kira sertifikası) ihraç etmek için yasal çalışmalar 2012 yılında başlamış olup daha sonra yapılan düzenlemeler genişletilmiştir. Bunun sonucunda ilk sukuk ihracını 2012 yılında gerçekleştiren Hazine Müsteşarlığı ihraçlarına devam etmiş ve 2016 yılında ihraç sayısı ve miktarını önemli derecede arttırmıştır. Hazine Müsteşarlığı'nca ihraç edilen sukuklara gerek Türkiye'nin yakaladığı ekonomik istikrar gerekse de sukukun genel olarak fazla cazip olması nedeniyle ihracın çok üzerinde talep gelmiştir. Hazine Müsteşarlığı 2012 yılında başlayan sukuk ihraçları dolayısıyla kira ödemelerine (kira sertifikası kupon ödemelerine) 2013 yılında başlamıştır ve ödeme yapmaya devam etmektedir.

2.9.2.1. Türkiye’de Devlet Sukuku İhraçlarına Yönelik Yasal Düzenlemeler

Türkiye’de sukuka ilişkin ilk çalışma, 1 Nisan 2010 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: III No: 43 sayılı “Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” olmuştur. Söz konusu Tebliğ ile SPK, Türkiye’de fon teminine imkân sağlayan Kira Sertifikası enstrümanının ihracına ilişkin ilk düzenlemeyi yapmıştır (Büyükkakın ve Önyılmaz, 2012: 11). Daha sonra 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu yerine, 06/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu getirilerek kira sertifikalarına ilişkin maddeler eklenmiştir. İhraç edilebilen sukukları çeşitlendirmek adına ise 07/06/2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete’de “III-61.1 sayılı Kira Sertifikası Tebliği” yayınlanmıştır. Söz konusu düzenlemeler ile özel sektör kuruluşlarının kira sertifikası ihraç edebilmesi sağlanırken, 2012 yılında Hazine tarafından kira sertifikası ihraç edilebilmesi için birtakım düzenlemeler yapılmıştır. Bu kapsamda, 29/06/2012 tarih ve 6327 sayılı Kanun ile 749 sayılı Kanun’un dördüncü bölümünün başlığı “İç ve Dış Borçlanma ile Kira Sertifikası İhracı” şeklinde değiştirilmiş ve 7’nci maddeden sonra gelmek üzere 7/A maddesi eklenmiştir. Bu düzenleme sonucunda Hazine Müsteşarlığı’na kira sertifikası ihraç edebilme yetkisi verilmiş, bu yöndeki hukuki yapı tamamlanmıştır. Tüm bu düzenlemeler sonucunda, Hazine Müsteşarlığı gerek yurtiçi gerekse de uluslararası piyasada sukuk (Türkiye’de kira sertifikası olarak anılmaktadır) ihraç etmeye başlamıştır. Bu bağlamda, Hazine Müsteşarlığı tarafından 2012 yılında hem yurtiçi hem de yurtdışı sermaye piyasalarında ilk sukuk ihraçları gerçekleştirilmiştir.

2.9.2.2. Türkiye’de Devlet Sukuku İhraçlarının Seyri

Türkiye, son yıllarda İslami finans alanındaki atılımlarına bir yenisini daha ekleyerek 2012 yılında ilk sukuk ihracını gerçekleştirmiştir. 2013 ve 2014 yılında rutin olarak yılda üç kez sukuk ihraç eden Türkiye, 2015 yılında ikisi de TL cinsinden olmak üzere sadece iki ihraç gerçekleştirmiştir. 2016 yılında ise Türkiye sukuk piyasasında varlığını arttırmak adına ihraç sayısı ve tutarlarını arttırmıştır.

Tablo 10: Hazine Müsteşarlığı Tarafından İhraç Edilen Sukuklar

Yıl	İhraççı	İhraç Tarihi	İtfa Tarihi	Satış Tutarı (Bin USD)	Para Birimi	Kira Oranı	İhraç Tarihi Döviz Kuru	Döviz Kurundan TL Karşılığı (Bin TL)
2012	Hazine Müsteşarlığı	29.09.2012	26.03.2018	1.500.000	USD	2,8	1,78	2.678.000
	Hazine Müsteşarlığı	03.10.2012	01.10.2014		TL	3,7		1.624.483
						2012 Toplam:		4.302.483
2013	Hazine Müsteşarlığı	20.02.2013	18.02.2015		TL	2,85		1.515.327
	Hazine Müsteşarlığı	21.08.2013	19.08.2015		TL	4,5		1.817.300
	Hazine Müsteşarlığı	10.10.2013	10.10.2018	1.250.000	USD	4,56	1,98	2.472.000
						2013 Toplam:		5.804.627
2014	Hazine Müsteşarlığı	19.02.2014	17.02.2016		TL	5,3		1.332.820
	Hazine Müsteşarlığı	01.10.2014	28.09.2016		TL	4,84		1.839.964
	Hazine Müsteşarlığı	25.11.2014	25.11.2024	1.000.000	USD	4,49	2,32	2.221.000
						2014 Toplam:		5.393.784
2015	Hazine Müsteşarlığı	18.02.2015	15.02.2017		TL	3,9		1.801.515
	Hazine Müsteşarlığı	19.08.2015	16.08.2017		TL	4,98		1.588.784
						2015 Toplam:		3.390.299
2016	Hazine Müsteşarlığı	17.02.2016	14.02.2018		TL	5,32		1.900.352
	Hazine Müsteşarlığı	08.06.2016	08.06.2021	1.000.000	USD	4,25	2,89	2.889.000
	Hazine Müsteşarlığı	20.07.2016	14.07.2021		TL	4,7		907.500
	Hazine Müsteşarlığı	28.09.2016	26.09.2018		TL	4,4		1.102.839
	Hazine Müsteşarlığı	28.09.2016	22.09.2021		TL	1,12		1.066.565
	Hazine Müsteşarlığı	23.11.2016	21.11.2018		TL	5,08		1.285.000
						2016 Toplam:		9.151.257
						2012-2016 Genel Toplamı:		28.042.449

Kaynak: Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB), 2017

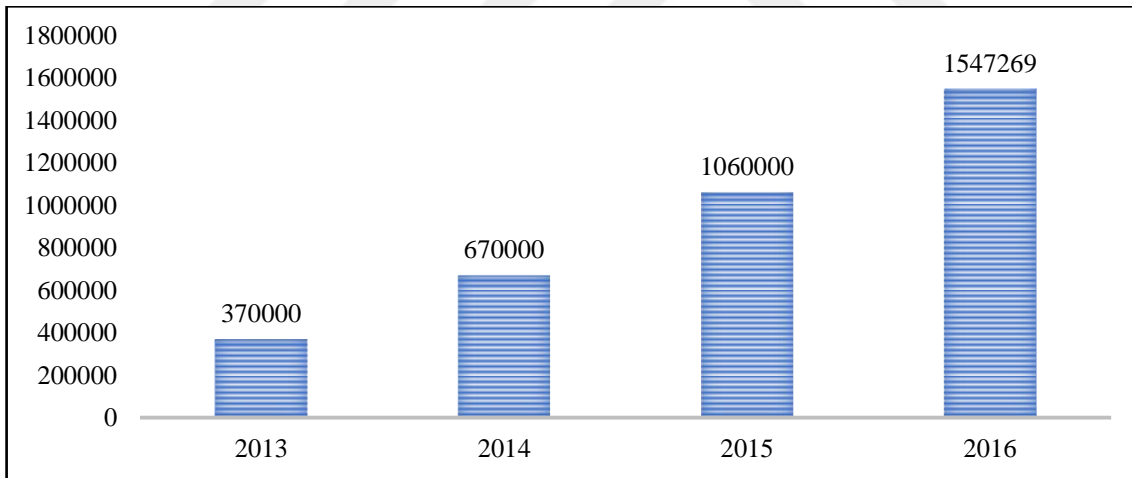
Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan sukuk ihraçları Tablo 10’da verilmiştir. Tablo 10’a göre Hazine Müsteşarlığı tarafından 2012 yılında birisi TL ve birisi de dolar cinsinden olmak üzere iki sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. 2012 yılında ihraç edilen toplam devlet sukuku tutarı 4.302.483.000 TL’dir. 2013 yılında ise iki TL cinsinden ve bir de dolar cinsinden olmak üzere

toplam üç ihraç yapılmıştır. 2013 yılında ihraç edilen toplam devlet sukuku tutarı 5.804.627.000 TL'dir. 2014 yılında yine iki TL cinsinden ve bir de dolar cinsinden olmak üzere toplam üç ihraç yapılmıştır. 2014 yılında ihraç edilen toplam devlet sukuku tutarı 5.393.784.000 TL'dir. 2015 yılında dolar cinsinden sukuk ihracı gerçekleştirilmemiştir. 2015 yılında iki TL cinsinden sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Tutarı ise 3.390.299.000 TL'dir. 2016 yılında Hazine Müsteşarlığı sukuk ihracında atağa geçmiştir. Nitekim 2016 yılında Hazine Müsteşarlığı beş kez TL cinsinden sukuk ihraç ederken, bir kez de dolar cinsinden sukuk ihraç etmiştir. 2016 yılında ihraç edilen sukukların toplam tutarı 9.151.257.000 TL'dir. Genel toplama bakıldığında ise 2012-2016 döneminde 28.042.449.000 TL'lik sukuk ihraç edilmiştir.

2.9.2.3. Türkiye'de Devlet Sukuku Giderleri (Kira Ödemeleri)

Türkiye, 2012 yılında sukuk ihracına başladığı ve kira ödemeleri de 6 ayda bir yapıldığı için kira ödemelerini 2013 yılından itibaren yapmaya başlamıştır. Bu anlamda, Türkiye'nin yaptığı kira ödemelerini göstermek amacıyla Grafik 13 oluşturulmuştur.

Grafik 13: Hazine Müsteşarlığı Tarafından Yapılan Sukuk (Kira Sertifikası) Giderleri (Kira Ödemeleri) (2013-2016, Bin TL)



Kaynak: Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü (BÜMKO), 2017

Grafik 13'e göre Hazine Müsteşarlığı kira ödemelerini (yatırımcıya verilen getiri) 2013 yılında yapmaya başlamıştır. Nitekim 2013 yılında toplamda 370.000.000 TL'lik kira ödemesi gerçekleştirilmiştir. Gerek 2014 yılında yapılan ihraçların kira ödemeleri gerekse de 2013 yılında yapılan ihraçların kira ödemeleri dolayısıyla 2014 yılında kira ödemeleri artmış ve 670.000.000 TL'ye ulaşmıştır. Eski ihraçların kira ödemelerinin de eklenmesiyle 2015 ve 2016 yıllarında kira ödemeleri artmıştır. Kira ödemeleri, 2015 yılında 1.060.000.000 TL ve 2016 yılında 1.547.269.000 TL olarak gerçekleşmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE'DE KAMU FİNANSMANI, BORÇ YÖNETİMİ VE SUKUKUN KAMU FİNANSMANINDA ALTERNATİF OLMA POTANSİYELİ

Türkiye'de kamu finansmanı genellikle vergi ve vergi dışı gelirlerden sağlanmakla birlikte, vergi ve diğer gelirlerin yeterli olmadığı durumlarda Merkez Bankası kaynakları kullanılmakta ve borçlanma yoluna gidilebilmektedir. Borçlanma ise iç borçlanma ve dış borçlanma şeklinde yapılabilmektedir.

Dünyada birçok ülke tarafından borçlanma başta bütçe açıklarının finansmanı olmak üzere birçok nedenle kullanılmaktadır. Ülkelerin borçlanma nedenleri ve büyüklüğü farklı olmakla birlikte, genellikle tüm ülkeler borçlanma yoluna başvurmaktadır. Türkiye de yine kamu harcamalarının finansmanında kamu kaynaklarının yetersiz olması nedeniyle borçlanmaya başvuran ülkeler arasındadır. Özellikle 2004 yılı öncesinde büyük problem olan Türkiye kamu borçları birçok ekonomik göstergede de bozulmaya yol açmıştır. Örneğin 2004 yılı öncesindeki enflasyon artışının temel nedeni Türkiye'nin artan borç stoku ve diğer borçlanma göstergeleridir (Eren, 2014: 111). Bu durum ise borç yönetiminin ekonomi için önemini ortaya koymaktadır.

Borçlanmanın ekonomik bir dizi soruna yol açmaması ve ülkeleri darboğaza sokmaması için iyi yönetilmesi gereklidir. Bu anlamda etkin bir borç yönetimi borçların sürdürülebilirliği ve ödenebilmesi için oldukça önemlidir. Borçların ülke için problem yaratmaması, ödenebilmesi ve özellikle de gereği halinde borç bulunabilmesi için borç yönetiminin geliştirilmesi gerektiği açıktır. Borç yönetimini geliştirilmesinin yöntemlerinden birisi de alternatif ve en önemlisi de ucuz fon kaynakları elde edebilmektir.

Sukuk, kamu finansmanında alternatif olabilecek bir enstrüman olmakla birlikte geleneksel tahvillerin yerini alabilmesi için kamu borç yönetiminin amaçlarıyla da uyumlu olması gereklidir. Bu açıdan bakıldığında kamu borç yönetiminin en önemli amacı borçlanmanın ucuz yapılmasıdır. Bunun yanında borçlanma yöntemlerinin çeşitlendirilmesi ve tasarrufların artırılması gibi tali amaçlar da vardır. Sukuk ise Türkiye'de geleneksel tahvilden daha pahalı bir enstrüman olarak alternatif bir kaynak olma yolunda henüz yeni bir enstrümandır. Dolayısıyla sukuk problemleri çözülmeden sukukun tamamen ve çoğunlukla kamu finansmanında kullanılması borç yönetimi anlayışıyla uyuşmamaktadır. Ancak sukuk, kamu borç yönetiminin tali amaçlarına tam uyum göstermektedir.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında bu bölümde kamu finansman kaynakları olarak bütçe gelirleri, Merkez bankası kaynakları ve borçlanma kaynakları incelenmiştir. Borçlanma iç borçlanma ve dış borçlanma olarak ikiye ayrılmış olup çeşitli göstergelerle ele alınmıştır. Sukukun alternatif olma potansiyelini araştırmak adına kamu borç yönetimi, borçlanma piyasası problemleri ve borçlanma senetleri başlıklarına da yer verilmiştir.

3.1. Kamu Finansmanında Başvurulan Kaynaklar

Kamu finansmanında kamu gelirlerinin kamu harcamalarını karşılama oranına göre çeşitli kaynaklara başvurulmaktadır. Bu anlamda kamu finansmanının esas kaynağı kamu gelirleri, bunun içinde de vergilerdir. Ancak kamu gelirleri kamu harcamalarını karşılamadığında Merkez Bankası kaynakları ve borçlanma yollarına da başvurulabilmektedir.

3.1.1. Kamu Gelirleri

Kamu gelirleri içinde temel işlev vergi gelirlerine aittir. Nitekim vergi gelirleri bütçe gelirlerinin oldukça yüksek bir bölümünü oluşturmaktadır. Ancak bunun dışında bütçede vergi dışı olağan gelirler ve diğer gelirler (fonlar ve faktör gelirleri) de mevcuttur.

3.1.1.1. Vergi Gelirleri

Vergi gelirleri kamu finansmanında kullanılan başlıca kaynaktır. Nitekim borçlar ya da Merkez Bankası kaynakları gibi geri ödemesi olmayan vergiler, tüm devlet yönetimlerince kamu harcamalarına yetecek miktarda arttırılmaya çalışılmakta ve gerek olmadığı sürece diğer kamu finansman kaynaklarına başvurulmamaktadır. Ancak Türkiye'ye bakıldığında genel olarak vergi gelirleri kamu harcamalarını karşılamaya yetmemektedir. Bu durum özellikle 1990'lı yıllarda kendisini göstermiştir. Öyle ki, 1990-2000 dönemi kamu maliyesinin, kamu gelirleri açısından en zayıf olduğu dönemlerden biridir (Susam, 2009: 199). Bu durum Grafik 14'te de kendisini göstermektedir. Nitekim 1995'e kadar vergi gelirleri 1 milyar TL'ye ulaşamamıştır. 1995'ten sonra yeni vergilerin konulmasıyla vergi gelirlerinde artış olmuştur. Bu dönemde Net Aktif Vergisi, Ekonomik Denge Vergisi gibi geçici vergiler konularak vergi gelirleri arttırılmaya çalışılmıştır. Ayrıca bazı vergilerin oranı yükseltilmiştir. Örneğin Akaryakıt Tüketim Vergisinin oranı %50'den %70'e yükseltilmiştir (Susam, 2009: 199). Ancak hemen belirtmek gerekir ki vergi gelirlerinde bu ılımlı artış kamu harcamalarını karşılamaya yetmemiş ve Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG) yükselmiştir (Karaca, 2014: 284).

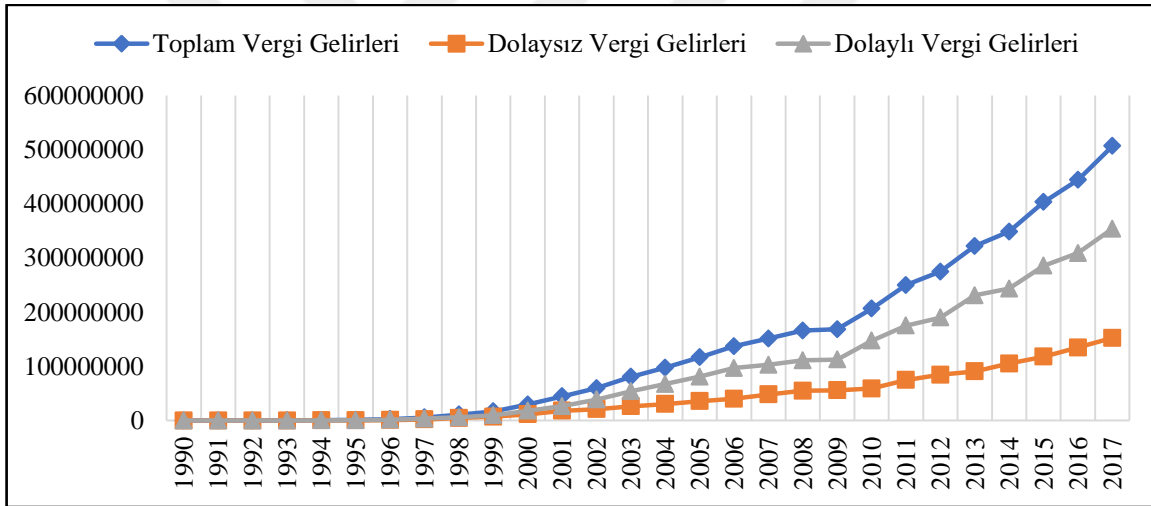
1990'lı yıllarda bütçe gelirlerinin arttırılamamasının birçok nedeni vardır. Bunlar arasında kayıtdışı ekonominin büyüklüğü, yüksek vergi yükünün neden olduğu vergi direnci, etkin bir vergi

reformunun eksikliği, Kamu İktisadi Teşebbüslerine (KİT) ve özel sektöre sermaye transferleri, popülist politikalar, savurganlıklar ve yolsuzluklar sayılabilmektedir (Doğan, 2007: 170; Karaca, 2014: 284).

1990'lı yıllardaki problemleri çözmek adına Temmuz 1998'de 4369 sayılı Yasa ile gerçekleştirilen köklü vergi reformunda benimsenen başlıca ilkeler şöyledir (Bulut, 2002: 215):

- Vergi tabanının genişletilmesi
- Kayıtdışı ekonominin kayda alınması
- Vergi yasalarının basitleştirilmesi ve herkesçe anlaşılabilir hale getirilmesi
- Bireylerin vergi yükünü arttırmaksızın vergi gelirlerinin artırılması
- Ekonomiye uyum.

Grafik 14: Vergi Gelirleri (Bin TL)



Not: 2017 yılı tahmindir.

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, 2017a

1998'deki reformun ardından 1999'da Uluslararası Para Fonu (IMF) ile imzalanan stand-by anlaşması sonucu yine mali disiplini sağlamak adına kamu harcamalarında azalma ve vergi gelirlerinde artış hedeflenmiştir. Ancak 1999 yılında yaşanan deprem ile büyümenin düşmesi ve 2001 krizi sonucu oluşan darboğazı aşmak adına yeni vergiler yürürlüğe girmiştir (Bulut, 2002: 215).

Marmara Depremi'nin etkisi ile de konulan ek vergiler vergi gelirlerini arttırmıştır. Ancak 2001'de yaşanan kriz nedeni ile vergi gelirleri konusunda başarıya ulaşılamamıştır. 2001'de başlatılan Güçlü Ekonomiye geçiş Programı ile yine vergi gelirleri arttırılmaya çalışılırken, vergi kaçakçılığı ile savaşmak ve vergi yükünün adaletli dağılımı temel amaçlardan olmuştur. 3 Kasım

2002 seçimleriyle başa gelen yeni hükümet Acil Eylem Planını devreye sokmuş ve Ekim 2003'te Planı revize ederek faiz dışı fazlaya ve vergi gelirlerinde artışa ulaşmayı hedeflemiştir. Bu anlamda ek Emlak ve Motorlu Taşıtlar Vergileri getirilmiş, Özel İşlem ve Özel İletişim Vergilerinin süreleri uzatılmıştır. Dolaylı vergiler arttırılmaya devam edilmiş ve 2003'te Özel Tüketim Vergisi oranları arttırılmıştır. Kurumlar ve Gelir Vergisi'nde ise yeni oranlar getirilmiştir. ÖTV sistemi yeniden düzenlenmiş ve asgari maktu ÖTV tutarları belirlenmiştir (Doğan, 2007: 191-193). Diğer yandan vergilendirmenin basit ve anlaşılır olması için 2002, 2006 ve 2008 yıllarında vergi kanunlarında çeşitli düzenlemeler yapılarak verginin tabana yayılması ve daha adil bir gelir dağılımı hedeflenmiş ve vergi uygulamaları AB ile uyumlu hale getirilmiştir. Kamu mali yönetiminde söz konusu reformlar yapılarak şeffaflık ve hesap verilebilirlik arttırılırken vergi kayıp ve kaçaklarının önlenmesi, kayıtdışı ekonominin azaltılması, verginin tabana yayılması, vergi yükünde adaletin sağlanması ve vergi gelirlerinin arttırılması yönünde yapılan çalışmalar özellikle 2005 yılından sonra sonuç vermeye başlamıştır (Susam, 2009: 223; Karagöl ve Ortakaya, 2014: 19). Bunun sonucunda kamu maliyesinde disiplin sağlanmış ve vergi gelirleri artış göstermiştir (Karaca, 2014: 284). Bu durum Grafik 14'te de kendisini göstermektedir. Nitekim özellikle 2000 yılından sonra yüksek ekonomik büyümenin de katkısıyla vergi gelirlerinde önemli artışlar sağlanmıştır. 2007 krizi ile bazı vergilerde yapılan indirimler nedeniyle düşen vergi gelirleri daha sonraki yıllarda tekrar artmıştır (Karagöl ve Ortakaya, 2014: 9). Nitekim Grafik 14'e göre, 2002 yılında 59 milyar TL civarında olan vergi gelirleri, 2005 yılında 116 milyar TL, 2007 yılında 151 milyar TL ve 2012 yılında 274 milyar TL civarındadır. 2017'de vergi, gelirleri toplamının 506 milyar TL'ye ulaşacağı öngörülmektedir.

Tablo 11: Vergi Gelirlerinin GSYH'ya Oranı (%)

Yıllar	Vergi Gelirleri	Dolaysız Vergiler	Dolaylı Vergiler
1990	11,63	4,97	6,66
1991	12,25	5,30	6,95
1992	13,01	5,49	7,53
1993	13,22	5,41	7,82
1994	13,22	5,45	7,77
1995	12,67	5,18	7,49
1996	13,46	4,93	8,52
1997	14,80	5,48	9,32
1998	15,53	6,80	8,73
1999	16,33	6,90	9,43
2000	17,80	6,97	10,83
2001	18,62	7,49	11,13
2002	17,05	5,97	11,08
2003	17,74	5,82	11,92
2004	17,48	5,44	12,04
2005	18,02	5,54	12,48
2006	18,11	5,31	12,80
2007	17,95	5,74	12,21
2008	17,48	5,79	11,69
2009	17,70	5,86	11,84
2010	18,82	5,40	13,42
2011	19,26	5,76	13,50
2012	19,40	5,98	13,42
2013	20,55	5,80	14,75
2014	19,95	6,01	13,94
2015	20,67	6,04	14,63
2016	20,68	6,28	14,40
2017	21,08	6,35	14,73

Not: 2017 yılı tahmindir.

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, 2017a

Vergi gelirleri toplamında yaşanan gelişmeler vergi gelirlerinin GSYH'ya oranına da yansımıştır. Nitekim Tablo 11'e göre 1990'lı yıllarda toplam vergi gelirlerinin GSYH'ya oranı kısmen artmasına rağmen 2000 yılında ancak %17 seviyesine ulaşmıştır. 2000 yılından sonra ise vergi gelirlerinin GSYH içindeki payı dalgalı bir seyir izlemiş ve 2016 yılında %20,68 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu oranın 2017'de %21 seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir. Bu

dönemde GSYH’da oldukça yüksek büyümeler gerçekleştiği göz önüne alındığında bu oran (%21) vergi gelirlerinde önemli bir gelişimi de ifade etmektedir.

Tablo 11’e göre 1990’lı yıllarda birbirine yakın olan dolaylı vergi gelirleri/GSYH ve dolaysız vergi gelirleri/GSYH oranı 2000’li yıllarda dolaylı vergiler lehine değişmiştir. Nitekim 2000 yılında %10,83 olan dolaylı vergiler/GSYH oranı, 2007’de %12,1’e yükselmiştir. Söz konusu oranın 2017’de %14,73’e ulaşacağı tahmin edilmektedir. Bu durumda hiç şüphesiz ÖTV gibi vergilerin uygulamaya konulması, KDV, Akaryakıt Tüketim Vergisi ve ÖTV gibi dolaylı vergilerde yüksek vergi oranlarının önemli payı vardır (Güçlü, 2007: 63-64). Nitekim son yıllarda KDV’nin toplam kamu gelirleri içerisindeki payı Gelir ve Kurumlar Vergisinin toplamını neredeyse aşmıştır. Öyle ki dolaylı vergilerin toplam vergi gelirleri içerisindeki payı %70 civarındadır (Tekin ve Çelikkaya, 2007: 38-39). Bu durum şüphesiz ülkemizde beyana dayalı vergilerden uzaklaşıldığını, beyan sisteminde yer alan sorunlar nedeni ile kayıtdışı ekonominin artışı sonucunda dolaylı vergilere yönelme olduğunu göstermektedir (Bulut, 2002: 2016).

Dolaylı vergilerde artışla birlikte genel olarak vergi gelirlerine bakıldığında son dönemlerde yaşanan gelişmelerin diğer ekonomik ve mali göstergelere de yansıdığı görülmektedir. Nitekim bugüne değin bütün Beş Yıllık Kalkınma Planlarında vergi gelirlerinin artırılması ve mali disiplinin sağlanması gündem maddesi olmuştur. Ancak son yıllara değin başarı sağlanamayan gelir politikalarında son dönemlerde başarı sağlanmış, öyle ki 2005 yılından itibaren bütçe açıkları/GSYH oranı Maastricht kriterlerinin de altına düşmüştür.

Güncel dönemde temel amaçlar aynı kalmakla beraber vergi politikası gelir sağlama problemini çözmüş, üretimi artırma, bazı sektörlerin teşvik edilmesi ve sermaye piyasalarının derinleştirilmesi gibi diğer amaçlara yönelmiştir. Bu anlamda temel amaçlar, etkin, basit, daha adil bir vergi sistemi oluşturarak, kamu finansmanını sağlam temellere dayandırmayı ve sürdürülebilir kalkınmayı desteklemektir. Diğer yandan artık gelir politikamızın temel eksenlerini; yatırım, üretim, istihdam ve ihracatın teşviki, yurt içi tasarrufların artırılması, katma değer zincirinde yükselme, ekonomimizin rekabet gücünü artırma ve kayıtlı ekonomiye geçişi hızlandırma oluşturmaktadır (Gelir Politikaları Genel Müdürlüğü, 2017).

3.1.1.2. Vergi Dışı Normal Gelirler

Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT), kamu sermayeli bankalar ve kuruluşlar, GSM şirketleri ile diğer bazı kuruluşlardan elde edilen çeşitli vergi dışı gelirler, vergi dışı normal gelirler olarak adlandırılmaktadır. Vergi dışı normal gelirlerin toplam tutarı 2000’li yıllara kadar oldukça düşük düzeyde kalmıştır. Nitekim Tablo 12’ye göre, 1999 yılında söz konusu gelirler ancak 1 milyar TL’ye ulaşabilmiştir.

Tablo 12: Vergi Dışı Normal Gelirler Toplamı ve GSYH'ya Oranı

Yıllar	Toplam (Bin TL)	GSYH'ya Oran (%)
1990	5.391,52	1,02
1991	8.866,86	1,05
1992	15.306,95	1,04
1993	28.635,77	1,07
1994	60.640,33	1,17
1995	134.856,16	1,29
1996	168.399,86	0,85
1997	341.928,43	0,88
1998	676.171,07	0,96
1999	1.193.835,52	1,14
2000	2.796.868,28	1,68
2001	3.860.250,62	1,61
2002	8.359.284,29	2,39
2003	10.040.842,96	2,21
2004	12.540.009,56	2,24
2005	16.200.381,05	2,50
2006	18.753.798,00	2,47
2007	17.318.225,00	2,05
2008	19.281.434,33	2,03
2009	24.311.474,40	2,55
2010	23.624.285,51	2,15
2011	25.093.159,08	1,93
2012	29.861.034,56	2,11
2013	26.425.137,73	1,69
2014	32.377.196,74	1,85
2015	41.548.267,71	2,13
2016	43.186.619,71	2,01
2017	54.210.971,55	2,25

Not: 2017 yılı tahmindir.

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, 2017a

Tablo 12'ye göre 2002 yılından sonra vergi dışı normal gelirler önemli derecede artmıştır. Nitekim 2001 yılında 3 milyar TL civarında olan vergi dışı normal gelirler, 2010 yılında 23 milyar TL'ye ve 2015 yılında 41 milyar TL'ye ulaşmıştır. Vergi dışı normal gelirlerin 2017'de 54 milyar TL'ye ulaşması beklenmektedir.

Tablo 12'ye göre vergi dışı normal gelirlerin toplam miktarına paralel şekilde GSYH'ya oranında da artışlar gerçekleşmiştir. Nitekim 2002 yılına kadar %2'nin altında olan vergi dışı normal gelirler/GSYH oranı 2002 yılından itibaren %2'nin üzerinde seyretmektedir. Bu durum bize özellikle 2002 yılından sonra KİT'lere ve kamunun sermayedar olduğu diğer kuruluşlara ilişkin etkinliğin arttığını göstermektedir.

3.1.1.3. Faktör Gelirleri

Faktör gelirleri, kamunun sahip olduğu kaynaklar (sermaye vb.) dolayısıyla elde ettiği gelirleri yansıtmaktadır. Faktör gelirleri içerisinde faiz gelirleri, döner sermayeden alınan karlar, Hazine portföyünden iştirak gelirleri, menkul ve gayrimenkul kiralari ve Merkez Bankası safi hasılatından bütçeye aktarılan paylar sayılabilmektedir. Faktör gelirleri özellikle 2000’li yıllara kadar önemli seviyede değildir ve ciddi bir gelişme göstermemiştir. Ancak Tablo 13’den görüldüğü üzere 2002 yılı ile birlikte sıçrama yapan faktör gelirleri, bu yılın ardından genel bir artış trendine girmiştir. Nitekim 2002’de 20 milyar dolara ve 2015 yılında 67 milyar dolara ulaşan faktör gelirlerinin 2017’de 71 milyar dolara ulaşması beklenmektedir.

Tablo 13: Faktör Gelirleri Toplamı ve GSYH’ya Oranı

Yıllar	Toplam (Bin TL)	GSYH’ya Oran (%)
1990	13.382,95	2,53
1991	3.934,56	0,46
1992	-81,98	-0,01
1993	49.633,36	1,86
1994	144.904,75	2,79
1995	262.863,61	2,52
1996	713.845,97	3,59
1997	1.462.539,07	3,77
1998	2.687.241,13	3,83
1999	3.722.139,25	3,56
2000	4.363.552,47	2,62
2001	9.570.667,96	3,98
2002	20.175.054,91	5,76
2003	20.662.754,94	4,54
2004	24.381.734,59	4,36
2005	30.378.155,91	4,68
2006	34.565.668,02	4,56
2007	35.931.781,27	4,26
2008	34.186.423,86	3,60
2009	40.038.188,97	4,20
2010	39.237.709,00	3,57
2011	41.115.355,83	3,17
2012	51.243.374,72	3,62
2013	56.331.005,57	3,59
2014	55.763.032,10	3,19
2015	67.375.143,07	3,45
2016	84.846.839,43	3,95
2017	71.647.609,73	2,98

Not: 2017 yılı tahmindir.

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, 2017a

3.1.1.4. Fonlar

Fonlar bir kanunla kurulmuş olan, belirli bir amacın gerçekleştirilmesi için ayrılan, gerektiğinde kullanılmak üzere hazır tutulan parasal kaynaklardır. İşsizlik Sigortası Fonu, Savunma Sanayii Destekleme Fonu gibi çeşitli fonların elde ettiği prim vb. gelirler fonların temel gelirlerini oluştururken sigorta giderleri, sağlık tesisi net giderleri, personel harici yönetim giderleri ve diğer giderler gibi kalemler de fonların çeşitli giderlerini yansıtmaktadır.

Tablo 14: Fon Gelirleri Toplamı ve GSYH'ya Oranı

Yıllar	Toplam (Bin TL)	GSYH'ya Oran (%)
1990	395,50	0,07
1991	-1.804,90	-0,21
1992	-4.912,50	-0,33
1993	-18.046,00	-0,68
1994	-4.8012,00	-0,92
1995	-122.630,00	-1,18
1996	-266.896,00	-1,34
1997	-671.249,00	-1,73
1998	-1.253.672,00	-1,79
1999	-2.370.118,25	-2,27
2000	-2.411.121,73	-1,45
2001	-4.300.324,46	-1,79
2002	-8.838.881,85	-2,52
2003	-13.961.127,42	-3,07
2004	-16.707.550,99	-2,99
2005	-21.088.064,67	-3,25
2006	-19.487.259,82	-2,57
2007	-26.285.514,63	-3,12
2008	-26.343.243,94	-2,77
2009	-29.289.637,34	-3,07
2010	-26.523.090,95	-2,41
2011	-15.508.465,05	-1,20
2012	-22.685.394,14	-1,60
2013	-20.740.695,62	-1,32
2014	-21.193.803,10	-1,21
2015	-14.377.939,46	-0,74
2016	-27.698.410,43	-1,29
2017	-30.241.443,26	-1,26

Not: 2017 yılı tahmindir

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, 2017a

Fon gelirleri toplamına bakıldığında fonların gelirlerinin giderlerini karşılamadığı görülmektedir. Nitekim fon gelirleri toplamları eksi işaretlidir. Tablo 14'e göre 2000 yılına kadar

nispeten düşük kalan fon açıkları 2002 yılı birlikte artışa geçmiştir. 2007-2009 döneminde artışına devam eden fon açıklarının 2011 yılından itibaren düşmekle birlikte 2017 yılında artacağı öngörülmektedir. Fon açıklarının GSYH'ya oranına bakıldığında ise 2002 yılına kadar nispeten düşük olan oranların 2002 yılı ile birlikte artışa geçtiği ancak 2011 yılından itibaren düştüğü ve eski seyrini aldığı görülmektedir.

3.1.2. Merkez Bankası Kaynakları

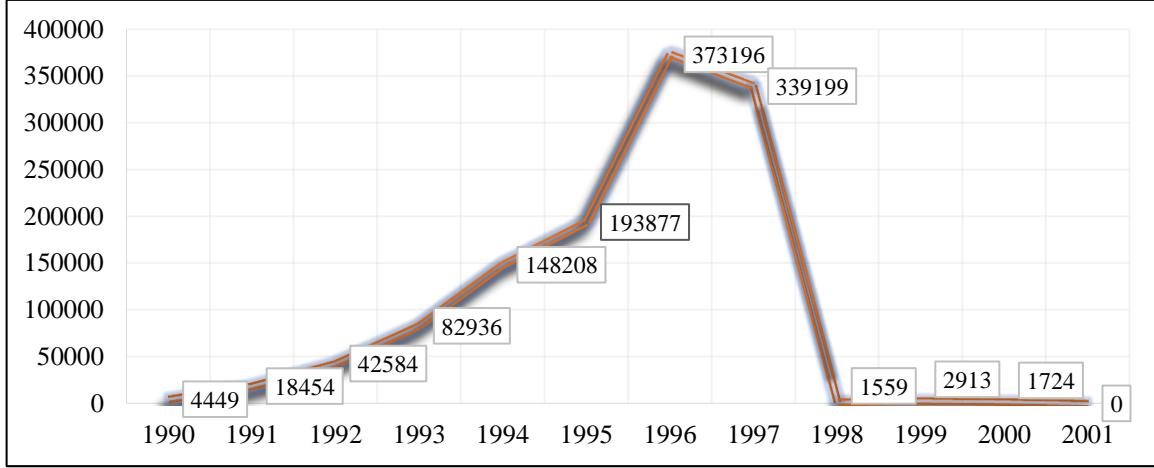
Merkez bankası kaynaklarının kamu finansmanında bir araç olarak kullanılması yaklaşık olarak Merkez Bankası'nın kurulduğu yıllardan beri devam etmiştir. Nitekim yaklaşık 70 yıllık bir sürede Merkez Bankası kaynakları kamu finansmanında kullanılmıştır. Öyle ki, Merkez Bankası'nın kuruluşunun ardından kanunda çeşitli değişiklikler yapılarak Hazine ve Kamu İktisadi Teşebbüslerine daha fazla kredi verilmesi sağlanmıştır. Bu nedenle bankanın görevi etkin bir para politikası yönetmekten çok kamunun açıklarını finanse etmek olmuştur (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası [TCMB], 2006: 1).

Tarihte Merkez Bankası kaynaklarından faydalanmak, Merkez Bankası'nın Hazine tahvillerini alması şeklinde olabildiği gibi (İnce, 2001: 83), Hazineye doğrudan kısa vadeli avans verilmesi şeklinde de olabilmektedir. Hazinenin avans yoluyla borçlanması doğrudan borçlanma adını alırken Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri ile tahvil ve bono almasına dolaylı borçlanma adı verilmektedir (Eğilmez, 2009: 72).

Kısa vadeli avansın en önemli etkisi emisyon hacmini arttırması ve enflasyona neden olmasıdır. Bu nedenle 1961'de çıkartılan 260 sayılı yasa ile Merkez Bankasının bütçe ödeneklerinin %5'i oranında Hazineye avans verebileceği hükme bağlanmıştır. Bu oran 1965 yılında %10'a 1969 yılında %12'ye 1970'de %15'e çıkartılmıştır. 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu ile hazine bonolarının Merkez Bankasında iskonto imkânı ortadan kaldırılmıştır ve bu nedenle de avans oranları arttırılmıştır (TCMB, 2006: 2). 1986 yılında Hazine tahvil ve bono satışında ihale yöntemine geçerek kamu açıklarının doğrudan Merkez Bankası kaynaklarından sağlanmasının önüne geçmek istemiştir. Diğer yandan 1989 yılında Hazine ve Merkez Bankası arasında imzalanan bir protokol ile nakit avans kullanımının 3,5 trilyonu aşmaması, aşan kısım için Hazine'nin faiz ödemesi kararlaştırılmıştır (Çaşkurlu, 2003:194-195). 1994 krizi Merkez Bankası'nın bağımsızlığı ve Hazine ile ilişkilerini gündeme getirmiştir. 21 Nisan 1994 tarihinde Merkez Bankasının Hazineye kısa vadeli avans hesabını düzenleyen maddesinde değişiklik yapılarak Hazinenin Merkez Bankası kaynaklarını kullanımına sınırlamalar getirilmiştir (TCMB, 2006: 2). Böylece bütçe ödeneklerinin %15'ine kadar imkân tanınan Hazine nakit avans miktarı kademeli olarak düşürülerek %3'e çekilmiştir. 1997 yılında ise Merkez Bankası ve Hazine

tarafından imzalanan protokol ile Hazinesin kısa vadeli avans kullanım imkanı sona erdirilmiştir (Çaşkurlu, 2003:196).

Grafik 15: Kamu Kesimince Merkez Bankasından Kullanılan Krediler (Bin TL)



Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, 2017a

Merkez Bankası'na kamu sektörüne verilen kredilere bakıldığında 1997 yılına kadar önemli bir artışın olduğu görülmektedir. 1997 yılında Merkez Bankası- Hazine ortak kararından sonra da kullanılmaya devam eden Merkez Bankası kaynakları 2001 yılında tamamen ortadan kaldırılmıştır. Bunun temel nedeni 25 Nisan 2001'de Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan düzenlemeler ile Merkez Bankasının Hazine ile diğer kamu kurum ve kuruluşlarına avans vermesinin, kredi açmasının, bu kurumlarca çıkarılan borçlanma araçlarının birincil piyasada satın alınmasının yasaklanması suretiyle "kamuya kaynak sağlamama ilkesi"nin getirilmiş olmasıdır (TCMB, 2006: 3).

3.1.3. Borçlanma

Borçlanma, "devletin belirlenen bir takvime göre önceden belirlenen hak sahiplerine anapara ve faiz ödemesi yapmasına ilişkin yasal yükümlülüğünü ifade eder" (Edizdoğan ve diğerleri, 2013: 481). Bu anlamda borçlanma ile borç verene anapara ve faiz ödemesi yapma yükümlülüğü altına girilmiş olur ve alınan borç, faiz servisinden dolayı daha fazlası ile ödenmek zorundadır.

Borçlanma, kamu gelirlerinin kamu giderlerini karşılamadığında başvurulan yöntemlerden birisidir. Vergi ve borçlanma arasındaki tercih ekonomik ve politik duruma göre yapılmakta ve devlet vergi ve borçlanmadan hangisini daha kolay, mümkün ve yararlı görür ise onu seçmektedir. Ancak borçlanma kesin bir finansman tekniği değildir. Borçlanma yoluyla elde edilen gelirler vergi gelirleri ile ödenmek zorunda olduğundan borçlanma finansmanın ertelenmesi anlamına gelmektedir (Öztürk, 2015: 155).

Sosyoekonomik hedeflere ulaşmak, uluslararası mali ve iktisadi gelişmeler, devlet fonksiyonlarının artışı ve krizler nedeniyle artan bütçe açıklarını kapatmak amacıyla borçlanma ülkelerin her zaman başvurdukları bir yöntem haline gelmiştir (Edizdoğan ve diğerleri, 2013: 481). Ancak son yıllarda yaşanan borç krizleri dikkate alındığında borçlanmanın hala olağanüstü bir gelir kaynağı olduğu ve etkin bir kamu borç yönetimi izlenmesi gerektiği su götürmez bir gerçektir.

Borçlanma çeşitli şekillerde sınıflandırılabilir. Bu çalışmada borçlar, iç borç ve dış borçlar olarak sınıflandırılırken diğer çeşitlendirme türlerine (örneğin vadelerine göre borçlar gibi) ilişkin bilgi ve veriler de yine iç ve dış borçlar başlıkları altında harmanlanmıştır.

3.1.3.1. İç Borçlanma

Devletin çeşitli amaçları gerçekleştirmek üzere başvurduğu olağan kamu gelirleri dışındaki gelirlerinden olan iç borçlanma devletin milli (iç) piyasadan elde ettiği fonlar anlamına gelip, vergi gelirlerinin ve sisteminin yetersiz olması, politika aracı olarak vb. nedenlerle başvuru kaynaklarından biridir (Erdem, 2016-42-43). Ülke içindeki fon talebi başta olmak üzere, gelir dağılımı vb. ekonomik faktörleri etkileyen iç borçlanma, çeşitli göstergelerle ifade edilebilmektedir.

3.1.3.1.1. Tanımı ve Kapsamı

İç ve dış borcu birbirinden ayırmada iki kriter kullanılmaktadır. Bunlar, alacaklının milliyeti ve piyasanın milliyetidir. Alacaklının milliyeti kriterine göre borçlanma kağıtları ülke vatandaşlarına satıldığında iç borçtan söz edilmektedir. Buna göre Türkiye'nin yabancı bir ülkede ihraç ettiği tahvilleri Türk vatandaşlarının alması halinde borç iç borç sayılmaktadır. Ancak bu kriter yeterli bir ayırım ortaya koyamamaktadır. Nitekim küreselleşen dünyada yabancılar da ülke vatandaşlarına satılan borçlanma kağıtlarına yatırım yapabilmektedir. Diğer bir kriter olan piyasanın milliyeti kriterine göre ise iç piyasadan sağlanan borçlar iç borçtur (Edizdoğan ve diğerleri, 2013:487).

Bu açıklamalardan sonra iç borçlanmayı “kamu finansman açığının yurtiçi kaynaklardan karşılanması” olarak tanımlamak mümkündür (Eğilmez, 2009: 65). Diğer bir tanıma göre ise iç borçlanma “bir ülkenin kendi ulusal kaynaklarından borç almasına” denir (Özbilen, 2012: 13). Kapsamlı bir tanıma göre ise iç borçlanma, “hükümetin ülke sınırları içindeki kişi ve kurumlara ulusal para cinsinden borçlanmasıdır” (Karluk, 2009: 151).

3.1.3.1.2. İç Borç Göstergelerinde Gelişmeler

Türkiye kamu iç borç stoku göstergeleri 2000’li yılların başında krizinde etkisiyle önemli ölçüde bozulmuşken özellikle 2002 yılından sonra uygulanan mali politikalar nedeniyle önemli ölçüde pozitif gelişim göstermiştir.

3.1.3.1.2.1. İç Borç Stoku

İç borç stoku Hazine Müsteşarlığı tarafından “Hazine Müsteşarlığı’nın ödemekle yükümlü olduğu yurtiçi piyasalarda ihraç edilen tahviller ve bonolardan kaynaklanan nakit ve nakit dışı borçların stok tutarındır” olarak tanımlanmıştır (HM, 2017b). Toplam iç borç stokunda 1990’lı yıllarda artan bütçe açıkları ve KKBG’nin, bu anlamda siyasi baskıların rolünü görmek mümkündür. Nitekim 1990’lı yıllarda iç borç stoku sürekli bir artış içerisinde olmuştur. 1990’lı yıllarda artan iç borçlar genellikle bono ihraç edilerek gerçekleştirilmiş ve borçlanma vadeleri kısalmıştır. Diğer yandan özellikle 1994 kriziyle birlikte artan faiz oranları da borç yönetimini zora sokmuştur. Ayrıca bu dönemde borç ödemeleri de artmış, borç ödemeleri tekrar borçlanılarak yapılar hale gelmiştir (Şen ve diğerleri, 2007: 251-257).

1990’lı yıllarda yaşanan krizler ve borç sorunları nedeniyle IMF destekli istikrar programları uygulanmıştır. Bu programlarda kamu finansmanının dengeli bir şekilde yürütülmesi, kamu maliyesinde disiplin, kamu borçlanma gereğinin azaltılması ve buna paralel olarak borçların ödenebilmesi için de faiz dışı fazla hedeflenmiştir. Ancak 2001 yılında yaşanan kriz ile borçlanma faizlerinde artış yaşanması, bankacılık sektöründe yaşanan olumsuzlukların kamu maliyesine getirdiği ek yük ve bütçe açığının finansmanında iç kaynakların kullanılması, 2000 yılında 36,4 milyar TL olan iç borç stokunu 2001 yılında %235,4 artışla 122,1 milyar dolara çıkarmıştır (Çöğürçü, 2012:100). Diğer yandan krizin etkilerini iç borç stoku artış hızında ve toplam iç borç stokunun GSYH’ya oranında da görmek mümkündür. Nitekim Tablo 15’e göre 2001 yılında iç borç stoku artış hızı %235’e ulaşmıştır. Diğer yandan iç borç stokunun GSYH içindeki payına bakıldığında 2001 yılında oranın %49,8 ve 2002 yılında da %41,7 olduğu görülmektedir. Bu da demek oluyor ki 2001 yılında Türkiye’nin iç borç stoku GSYH’sının yani toplam üretimin yarısı kadardır.

Tablo 15: Toplam İç Borç Stoku, İç Borç Stoku Artış Oranı ve İç Borç Stoku/GSYH Oranı (2000-2016)

Yıllar	Toplam (Bin TL)	Artış (%)	Toplam Tutar/GSYH (%)
2000	36.420,12	59	21,3
2001	122.157,26	235	49,8
2002	149.869,69	22	41,7
2003	194.386,70	29	41,5
2004	224.482,92	15,4	38,9
2005	244.781,86	9	36,3
2006	251.470,05	2,7	31,9
2007	255.309,98	1,5	29,0
2008	274.827,30	7,4	27,6
2009	330.004,58	20,4	33,0
2010	352.841,14	6,7	30,4
2011	368.778,43	4,5	26,4
2012	386.541,68	4,8	24,6
2013	403.006,95	4,2	22,3
2014	414.648,52	2,8	20,3
2015	440.124,28	6,1	18,8
2016*	468.644,33	6,4	18,1
*Geçici			

Kaynak: HM, 2017a.

2001 Krizi'nden önemli dersler çıkaran Türkiye Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile mali disiplini ve sürdürülebilir borçlanmayı hedeflemiştir. Nitekim 2001 krizinin ardından iç borçlar çevrilebilir ve sürdürülebilir bir seviyeye ulaşmıştır (Çöğür, 2012:103). Bu durum Tablo 15'ten de görülebilmektedir.

Tablo 15'e göre Türkiye'de kamu iç borç stoku sürekli bir artış eğilimi içerisinde olmuştur. Nitekim 2000 yılında 36 milyar TL olan iç borç stoku 2007 yılında 255 milyar TL'ye yükselmiştir. 2009 yılında krizin etkisiyle sıçrama yapan iç borç stoku daha sonraki dönemlerde ılımlı bir artış hızı yakalamış ve artmaya devam etmiştir.

İç borç stoku toplamında yaşanan gelişmeleri iç borç stoku artış hızında da görmek mümkündür. İç borç stoku artış hızı, 2000 ve 2001 krizlerinin etkisiyle 2002 yılında sıçrama yaparken global finansal kriz sonucu 2009 yılında yaşanan artış hızı göz ardı edilirse iç borç stoku artış hızı 2004 yılının ardından nispeten düşüş eğilimine girmiştir. Nitekim 2004 yılında %15,4 olan iç borç stoku artış hızı 2014'te %2,8 ve 2016 yılında %6,4 olarak gerçekleşmiştir.

İç borç stoku ve iç borç stoku artış hızı iç borçlanmanın seyri açısından oldukça önemli göstergeler iken asıl önemli gösterge borçların sürdürülebilirliğinin belirlenmesi için gerekli olan iç borç yükü, yani iç borç stoku/GSYH oranıdır. Nitekim ABD, Japonya gibi ülkelerin borç stoku dünyada en yüksek düzeyde iken borç/GSYH oranları birçok ülkeye göre düşüktür. Bu durum bize kamu borç yönetiminin sağlığı ve iç borçların ödenebilme kapasitesi açısından iç borç yükünün önemini göstermektedir.

İç borç yükü 2001 krizinin de etkisiyle 2001 ve 2002 yıllarında oldukça yüksek düzeye ulaşmıştır. Nitekim 2001 yılında iç borç stoku/GSYH %49,8'e yani GSYH'nın yarısına ulaşmıştır ki bu durum borç yönetimi açısından oldukça olumsuz bir gelişmedir. 2002 yılından itibaren stabil hale gelen iç borç yükü, faiz oranlarında başlayan göreceli düşüş ve bütçe performansında yaşanan iyileşmelerle birlikte azalmaya başlamıştır. Nitekim 2001 yılında %49,8 olan iç borç yükü, 2005'te %36'ya gerilemiş, finansal krizin etkisiyle 2009'da artarken daha sonraki yıllarda düşüş eğilimine girmiştir. Öyle ki, 2009 yılında %33,0 olan iç borç yükü 2014 yılında %20,3 ve 2016 yılında %18,1'e gerilemiştir.

3.1.3.1.2.2. İç Borç Stokunun Döviz ve Faiz Yapısı

Sabit faizli borçlanma, “sabit faizli kuponlu senetleri ifade etmekte olup, sabit nakit akışı sağlayan bir enstrümandır. Söz konusu tahvilin kupon oranı ihracından önce yapılan duyuruda açıklanmakta ve itfa tarihine kadar sabit kalmaktadır”. Değişken faizli borçlanma ise “değişken faizli kuponlu senetleri ifade etmekte olup, kupon ödemelerinin değişken olması sebebiyle yatırımcıların faiz riskinden korunmalarına imkân sağlayan bir enstrümandır. Söz konusu tahvilin kupon ödemeleri TL cinsi kuponsuz DİBS ihalelerinde oluşan ortalama faize endekslidir” (HM, 2017b).

Tablo 16'ya bakıldığında iç borç stokunda değişken faizli senetlerin payının giderek azaldığı görülürken sabit faizli senetlerin payı giderek artmıştır. Dikkat edilmesi gereken diğer nokta kriz gibi istikrarsızlık dönemlerinde değişken faizli iç borçlanmada görülen artıştır. Nitekim değişken faizli iç borçlanmada azalış trendi 2009 yılında bozulmuştur. Bu da istikrarsız bir ekonomide değişken faize yönelimin açık bir göstergesidir. Diğer yandan sabit faizli borçlanmada da tedrici bir artış söz konusudur. Nitekim 2003 yılında toplam iç borç stoku içinde sabit faizli borç stokunun oranı %43,7 iken söz konusu oran 2016'da %59,5'tir.

Tablo 16: İç Borç Stokunun (Merkezi Yönetim) Döviz ve Faiz Yapısı (%)

	Faiz		Para Birimi	
	Sabit	Değişken	TL	Döviz
2003	43,7	56,3	78,1	21,9
2004	51,5	48,5	82,4	17,6
2005	45,4	54,6	84,5	15,5
2006	48,1	51,9	86,2	13,8
2007	50,2	49,8	89,8	10,2
2008	51,2	48,8	91,6	8,4
2009	47,0	53,0	94,8	5,2
2010	49,8	50,2	98,4	1,6
2011	52,2	47,8	99,0	1,0
2012	52,2	47,8	100,0	0,0
2013	52,6	47,4	100,0	0,0
2014	56,6	43,4	100,0	0,0
2015	58,3	41,7	100,0	0,0
2016	59,5	40,5	100,0	0,0

Kaynak: HM, 2017a.

Tablo 16'ya göre iç borçlanmada TL cinsi borçlanma araçlarının payı giderek artış göstermiştir. Nitekim 2003 yılında %78,1 olan TL cinsi iç borçlanmanın toplam iç borç stokuna oranı 2011'de %99 ve 2012'de %100'e ulaşmıştır. 2012 yılından itibaren artık Hazine döviz cinsinden iç borçlanma senedi ihracını kesmiştir.

3.1.3.1.2.3. İç Borçlanmanın Faiz Oranı ve Vade Yapısı

Etkin bir borç yönetiminin temel amaçlarından ikisi daha uzun vadeli ve daha düşük faizden borçlanmaktadır. Borçların vadelerinin kısalması kamu mali dengesinde olumsuzluklara neden olmakta iken birçok olumsuz mali ve ekonomik etkileri de peşinden sürüklemektedir (Bakkal ve Gürdal, 2007: 155). Nitekim 1990'lı yıllarda Türkiye'de kamu iç borçlanmasında en büyük sorunlardan bir tanesi kısa vade-yüksek faiz sarmalı olmuştur (Özbilen, 2012: 148). Ancak özellikle Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile sağlanan mali disiplin ve faiz dışı fazla verilmesi sonucunda vadelerde ve faiz oranlarında önemli bir iyileşme sağlanmıştır

Tablo 17: İç Borçlanmanın Faiz Oranı ve Vade Yapısı

Yıllar	Vade Yapısı (Gün)	Faiz Oranı (Ort. Bileşik) (%)
2001	149	38,0
2002	253	96,2
2003	302	45,0
2004	372	25,7
2005	560	16,9
2006	756	18,2
2007	859	18,8
2008	810	19,3
2009	1.005	12,7
2010	1.170	8,5
2011	1.136	8,7
2012	1.408	8,8
2013	1.927	7,7
2014	1.942	9,8
2015	1.949	9,5
2016	1.964	10,2

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, 2017b; Bakkal ve Gürdal, 2007: 156

1990'lı yıllarda iç borçlanmada sıklıkla bonoya başvurulmuş ve vadeler kısalmıştır. Gittikçe kısalan vadeler ise hem finansman sorununun hem de borç yönetiminin gittikçe zorlaşmasına neden olmuştur (Temiz ve Karamelikli, 2012:6). Diğer yandan 1990'lı yıllarda önemli ölçüde yükselen iç borç faiz oranı, milli gelirin daha çok bölümünün faiz ödemelerine ayrılmasına neden olmuştur (Yıldız, 2006). 2000'li yıllarda ise vadelerde ve faizlerde önemli gelişmeler yaşanmıştır. Tablo 17'ye göre Türkiye'de özellikle 2003 yılından itibaren vadeler uzamaya başlamış ve faizlerde düşüş olmuştur. Bu durum Türkiye'nin kredi notundaki iyileşme, olumlu mali görünümü ve risklerindeki azalma ile de yakından ilgilidir. Bu faktörler sonucunda vade ve faizlerde çok önemli olumlu gelişmeler olmuştur. Nitekim 2001 yılında 149 gün olan vade 2016 yılında tam 13,5 kat artarak 1.964 güne ulaşmıştır. Bu durum 2000'li yılların başlarında iç borçlanmada daha çok bono, son dönemlerde daha çok tahvil ihraç edildiğinin de bir göstergesidir. Faiz oranlarında da yine önemli düşüşler gerçekleşmiştir. Nitekim 2001 yılında %38 olan ortalama bileşik faiz oranı 2016 yılında %10'dur. Bu durum iç borçlanma maliyetlerinde ortalama 4 kat iyileşme olduğunu da göstermektedir. Tüm bu gelişmeler kamu finansmanını rahatlatan gelişmeler olarak göze çarpmaktadır (Eğilmez, 2015). Diğer yandan, iç borçlanma vade ve faizlerinde yaşanan gelişme hiç şüphesiz diğer iç borçlanma göstergelerine de (iç borç yükü gibi) olumlu yansımıştır.

3.1.3.1.2.4. İç Borçların Alıcılara Göre Dağılımı

Kamu iç borçlanma senetleri yani tahviller, bonolar ve kira sertifikaları çeşitli kişi ve kuruluşlarca alınmaktadır. Bunlar, yurtiçi yerleşikler olarak bankalar, banka dışı gerçek ve tüzel kişiler, Menkul Kıymet yatırım Fonu (MKYF) ve yurtdışı yerleşiklerden oluşmaktadır.

Tablo 18: İç Borçların Alıcılara Göre Dağılımı

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
YURTIÇİ YERLEŞİKLER	92,9	89,7	86,4	86,6	89,7	91,4	87,6	82,7	76,8	78,5	78,5	82,7	82,7
<i>Bankacılık Kesimi</i>	44,9	47,0	49,1	51,7	55,0	63,4	63,0	56,7	50,5	50,1	47,7	48,9	47,6
Kamu Bankaları	25,6	23,7	24,2	23,4	26,1	26,9	25,6	24,0	20,3	20,9	19,3	18,7	18,8
Özel Bankalar	17,9	21,2	21,5	23,4	23,4	30,8	31,0	25,9	23,9	22,7	22,2	23,7	18,2
Yabancı Bankalar	1,0	1,5	2,9	4,1	4,9	4,9	5,5	5,7	5,1	5,6	5,4	5,6	9,9
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	0,4	0,7	0,6	0,8	0,7	0,8	1,0	1,1	1,2	0,9	0,9	0,9	0,8
<i>Banka Dışı Kesim</i>	40,4	35,8	30,4	28,9	30,2	25,7	22,5	24,1	24,4	26,2	28,7	31,8	32,3
Gerçek Kişiler	14,4	10,5	8,8	5,9	5,5	2,9	1,5	1,6	0,7	0,9	0,4	0,3	0,2
Tüzel Kişiler	19,0	17,3	18,1	18,5	19,9	18,5	16,9	18,7	19,8	20,6	23,2	25,3	25,8
MKYF	6,9	8,0	3,5	4,5	4,8	4,2	4,0	3,8	3,9	4,7	5,1	6,2	6,4
TCMB	7,6	6,8	6,9	6,0	4,6	2,3	2,0	2,0	1,9	2,1	2,0	2,0	2,8
YURTDIŞI YERLEŞİKLER	7,1	10,3	13,6	13,4	10,3	8,6	12,4	17,3	23,2	21,5	21,5	17,3	17,3

Kaynak: HM, 2017a.

Tablo 18'den görüldüğü üzere bankacılık kesimi kamu iç borçlanma senetlerinin yarıya yakını elinde tutmaktadır. Diğer yandan yıllara göre bankacılık kesiminin toplam alıcılar içindeki payında önemli bir değişiklik de olmamıştır. Bu anlamda bankacılık kesiminin elinde önemli miktarda devlet iç borçlanma senedi bulunmaktadır. Bankaların devlet iç borçlanma senetlerine yönelmelerinin en büyük sebebi senetlerin karşı tarafça ödenmeme riskinin olmaması, vergiden muaf tutulması, ihalelerde teminat olarak kullanılabilmesi ve likiditesinin yüksek olmasıdır. Diğer yandan devletin yasal düzenlemelerle bankaları tahvil ve bono almaya yönlendirmesi de etkilidir (Bakkal ve Gürdal, 2007: 157).

Borçlanmanın hiç şüphesiz sadece mali amacı yoktur. Ekonomide enflasyon ve deflasyon gibi istikrarsızlıkları gidermek için borçlanma kullanılabilir. Bunun bir örneğini de son dönem kamu iç borçlanmasında görmek mümkündür. Örneğin son yaşanan finansal krizde hükümetin bilinçli olarak gerçek kişiler yerine yaşanan deflasyonu önlemek amacıyla bankalardan borçlandığı da açıkça görülmektedir. Nitekim kriz döneminde bankacılık kesiminin toplam alıcılar içindeki payı artmıştır (Karaca, 2014: 246). Şöyle ki, 2006 yılında 49,1 olan toplam alıcılar içindeki bankacılık kesimi payı 2007'de %51,7'ye, 2008'de %55'e ve 2009'da %63'e yükselmiştir. Daha

sonraki dönemlerde ise söz konusu pay tedricen düşmüştür. 2016 yılında bankacılık kesiminin toplam alıcılar içindeki payı %47,6'dır.

Dikkat çeken bir diğer nokta kamu bankalarının toplam alıcılar içindeki payının düşüş göstermiş olmasıdır. Nitekim, 2004 yılında kamu bankalarının toplam alıcılar içindeki payı %25,6 iken bu oran 2016'da %18,8'e gerilemiştir. Bu durumun temel nedeni banka yapılarının değişerek bazılarının özel sektöre devrinin gerçekleşmesidir (Karaca, 2014: 245).

Tablo 18'den görüldüğü üzere yabancı bankaların toplam alıcılar içindeki payında önemli bir artış yaşanmaktadır. Bu durum ise hiç şüphesiz yabancı bankaların Türkiye bankacılık sektöründeki payında oluşan artışla açıklanabilir.

İç borç alıcıları içinde gerçek kişilerin payı azalmaktadır. Bunun temel nedenleri arasında fert başına düşen milli gelirin düşüklüğü, marjinal tüketim eğiliminin yüksekliği ile bireysel tasarrufların düşüklüğü sayılabilmektedir (Bakkal ve Gürdal, 2007: 158).

İç borç alıcıları içinde tüzel kişilerin payı artarken, MKYF'nin payı istikrarlı seyretmekte, TCMB'nin payı ise azalmaktadır. Yurtdışı yerleşiklerin toplam alıcılar içindeki payı, son yıllarda düşen iç borçlanma faiz oranlarına rağmen artmıştır. Bu durumun oluşmasında hiç şüphesiz son yıllarda Türkiye'nin kredi notunda yaşanan gelişmeler rol oynamaktadır.

Son olarak Tablo 18'e genel anlamda bakıldığında yurtiçi yerleşiklerin toplam içindeki payının kısmen azaldığı ve yurtdışı yerleşiklerin payının ise kısmen arttığı görülmektedir. Bu durumun temel nedeni, yurtdışında enflasyon ve faizin sifıra yakın olması nedeni ile verilen faizin yurtdışı için çekici olmasına karşılık Türkiye'de yüksek enflasyon nedeniyle yurtiçi yerleşiklerin düşük reel faiz elde etmeleridir (Eğilmez, 2015).

3.1.3.1.2.5. İç Borç Servisi ve İç Borç Çevirme Oranı

İç borç servisi, iç borç anapara taksiti ve iç borç faiz ödemesi toplamından oluşmaktadır (Yıldız, 2006). Bu anlamda Tablo 19'a bakıldığında iç borç servisinin önce istikrarlı seyrettiğini ve son dönemlerde düştüğünü söylemek mümkündür. Özellikle kriz dönemlerinde artan iç borç stokuna paralel olarak kriz dönemlerinde ve hemen ertesinde artış gösteren iç borç servisi krizleri izleyen dönemlerde düşüş göstermiştir. Nitekim 2010 yılında iç borç servisinde yaşanan sıçrama hiç şüphesiz kriz döneminde iç borç stokunda yaşanan artışların bir sonucudur.

Tablo 19'a göre yıllar itibariyle stabil seyreden iç borç servisi son dönemlerde düşüş eğilimindedir. Nitekim, 2001 yılında 164 milyar TL civarında olan kamu sektörü iç borç servisi,

2015 yılında 107 milyar TL'ye ve 2016 yılında 100 milyar TL'ye düşmüştür. Buna paralel olarak her yıl ödenen anapara ve faizlerde de ılımlı bir düşüş söz konusudur. Nitekim, 2001 yılında 123 milyar TL olan anapara ödemesi daha sonraki yıllarda stabil seyretmiş ve 2015 yılında 67 milyar TL'ye ve 2016 yılında 63 milyar TL'ye gerilemiştir. Benzer şekilde faiz ödemesi de son yıllarda azalmıştır.

Borçların anapara ve faizi ile geri ödenmesinde vergiler kullanılmaktadır. Vergilerin ana kaynağı ise milli gelirdir. Milli gelirin ne kadar kısmının borçlanmaya ayrıldığı konusunda ise iç borç servisi/GSYH oranı kullanılmaktadır (Yıldız, 2006). Diğer yandan iç borç servisinin yapılabilişliğini de gösteren iç borç servisi/GSYH oranı 2001 yılına değin hızlı biçimde artarken 2000'li yıllarda uygulanan mali önlemler sonucu önemli bir düşüş kaydetmiştir. Söz konusu oran, özellikle 2010 yılından itibaren hızla düşmüştür. Nitekim 2001 yılında %67 olan oran, 2005'te %25,9'a gerilemiş ve 2010 yılında %15,8 olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılından sonra azalan söz konusu oran 2016 yılında %3,9'a ulaşmıştır. Bu durum iç borç servisinin giderek GSYH'nın daha küçük bir bölümünü oluşturduğunu göstermektedir.

Tablo 19: İç Borç Servisi (Bin TL), İç Borç Servisi/GSYH Oranı (%) ve İç Borç Çevirme Oranı (%)

Yıllar	İç Borç Servisi	Anapara	Faiz	İç Borç Servisi/GSYH	Borç Çevirme Oranı
2000	37.577.493	18.968.070	18.609.423	22,0	86
2001	164.360.842	123.876.596	40.484.246	67,0	128
2002	141.059.233	97.590.694	43.468.540	39,3	89
2003	166.357.352	113.721.373	52.635.979	35,5	95
2004	183.553.146	133.500.274	50.052.872	31,8	89
2005	174.491.083	135.221.521	39.269.562	25,9	89
2006	157.551.600	118.892.883	38.658.718	20,0	80
2007	155.732.867	114.193.187	41.539.680	17,7	76
2008	138.546.655	94.030.166	44.516.489	13,9	82
2009	144.927.361	98.165.334	46.762.027	14,5	106
2010	183.731.572	141.583.142	42.148.430	15,8	89
2011	132.688.650	97.624.159	35.064.491	9,5	86
2012	124.720.675	84.136.011	40.702.220	7,9	82
2013	167.135.549	128.062.488	39.073.060	9,2	86
2014	157.047.183	117.788.214	39.258.969	7,7	82
2015	107.285.740	67.355.275	39.930.466	4,6	87
2016	100.941.698	63.547.284	37.394.414	3,9	91

Kaynak: HM, 2017a

İç borç çevirme oranı, cari yılda alınan iç borcun o yıl ödenen iç borç anapara ve faiz toplamına (iç borç servisi) oranlanmasıyla elde edilmektedir (Karaca, 2014: 247). Örneğin 2016 yılında iç borç çevirme oranının yüzde 91 olması, 2016 yılında her 100 liralık borç için 91 liralık yeni borçlanma yapıldığı anlamına gelmektedir. Bu anlamda Türkiye'nin iç borç çevirme oranına Tablo 19'dan bakıldığında, söz konusu oranların kriz dönemleri hariç önemli bir değişiklik göstermediği görülmektedir. Nitekim 2002 yılında yüzde 89 olan oran 2016 yılında yüzde 91'e ulaşmıştır.

3.1.3.2. Dış Borçlanma

Dış borçlanma, iç borçlanmaya alternatif olarak başvuru, içinde politik faktörleri de barındıran, genellikle yabancı para ile alınıp ödenen, sermaye malları şeklinde de olabilen ve dış kaynaklardan sağlanan fonlardır (Işık ve diğerleri, 2005:1-5; Erdem, 2016:39-40). Ülke içindeki yatırım, yerel para değeri gibi birçok faktör üzerinde etkili olan dış borçlanma çeşitli göstergelerle ifade edilebilmektedir.

3.1.3.2.1. Tanımı ve Kapsamı

İç ve dış borcu birbirinden ayırmada iki kriter kullanılmaktadır. Bunlar, alacaklının milliyeti ve piyasanın milliyetidir. Alacaklının milliyeti kriterine göre Türkiye'de ihraç edilen tahvilleri Türkiye'deki yabancı uyruklu kişilerin alması halinde dış borçtan söz edilmektedir. Ancak bu kriter yeterli bir ayırım ortaya koyamamaktadır. Nitekim küreselleşen dünyada yabancılar da ülke vatandaşlarına satılan borçlanma kağıtlarına yatırım yapabilmektedir. Diğer bir ayırım ise piyasanın milliyetidir. Buna göre, yabancı piyasalardan sağlanan borçlar dış borç olarak adlandırılmaktadır (Edizdoğan ve diğerleri, 2013:487).

Dış borçlar ulusal tasarruflar ile gerçekleştirilemeyecek yatırımların finanse edilmesini sağladığından ve dış borç ile ekonomiye kaynak girişi olduğundan milli geliri arttırmaktadır. Dış borç geri ödemeleri (borç servisi) ise milli gelirden azalma meydana getirmektedir. Bu anlamda dış borç ödemeleri milli gelirin bir kısmının dışarıya transfer edilmesi anlamına gelmektedir (Öztürk, 2015:157).

Bu açıklamalardan sonra kamu kesimi bağlamında dış borçlanmayı, "kamu kesiminin finansman ihtiyaçlarını karşılamak üzere dış kaynaklardan borçlanması" olarak tanımlamak mümkündür (Eğilmez, 2009: 73).

3.1.3.2.2. Dış Borç Göstergeleri

Türkiye’de kamu sektöründe dış borç göstergeleri, iç borç göstergelerine benzer şekilde özellikle 2002 yılından sonra gerek borç yükü gerekse de vadeler açısından olumlu yönde gelişmelere sahne olmuştur. Bu anlamda aşağıda bazı temel dış borç göstergelerine yer verilecektir.

3.1.3.2.2.1. Dış Borç Stoku

Dış borç stoku, kamu kesimi yanında özel sektörü de içermektedir. Ancak burada kamu finansmanı konusu altında kamu sektörü dış borç stokuna yer verilmiştir. Bu anlamda dış borç stoku Hazine tarafından “Hazine Müsteşarlığı’nın ödemekle yükümlü olduğu yurt dışı kaynaklı kredi borçları ile uluslararası piyasalarda ihraç edilen tahvillerden kaynaklanan borçların stok tutarı” olarak tanımlanmaktadır (HM, 2017b). Kamu sektöründe Hazine dışında diğer kuruluşların da dış borçlanmaya gitmesi mümkün olduğundan (Eğilmez, 2009: 73) kamu dış borç stokunu kamu kesimi tarafından ihraç edilen uluslararası borçlanma senetleri ile yurtdışından sağlanan krediler olarak tanımlamak mümkündür.

Kamu sektörü dış borç stoku üç ayrı bölümden (parçadan) oluşmaktadır: Bu anlamda kamu sektörü dış borç stoku, genel yönetim dış borç stoku (merkezi yönetim dış borç stoku + sosyal güvenlik kurumlarının dış borç stoku + yerel yönetimlerin dış borç stoku) + kamu kesimi finansal kuruluşlarına ait dış borç stoku (kamu mevduat bankalarının dış borç stoku + kamu yatırım ve kalkınma bankalarının dış borç stoku) + kamu kesiminin finansal olmayan kuruluşlarına ait dış borç stoku (KİT’lerin dış borç stoku + BİT’lerin dış borç stoku)’ndan oluşmaktadır (Yılmaz, 2014: 241-242).

Tablo 20: Toplam Kamu Dış Borç Stoku (Milyon ABD Doları), Dış Borç Stoku Artışı (%) ve Borç Stoku/GSYH Oranı (%)

Yıllar	Dış Borç Stoku	Dış Borç Stoku Artışı	Dış Borç Stoku/GSYH
2000	50.081	13	18,4
2001	47.129	-3	23,4
2002	64.533	38	27,3
2003	70.844	9	22,6
2004	75.668	6	18,8
2005	70.411	-8	14,1
2006	71.587	2	13,1
2007	73.525	2	10,9
2008	78.334	5	10,1
2009	83.513	6	12,9
2010	89.109	6	11,5
2011	94.279	3	11,3
2012	104.023	7	11,9
2013	115.945	6	12,2
2014	117.687	2	12,6
2015	113.097	-1	13,1
2016	119.715	5	13,9

Kaynak: HM, 2017a

1990'lı yıllarda yaşanan krizler, siyasi istikrarsızlıkla birleşmiş ve borç yükü artmıştır. Türkiye, 2000'li yıllara yüksek enflasyon, zayıf bankacılık sektörü ve aşırı biçimde artmış olan borç stoku ile girmiştir. Uygulanan istikrar programlarının başarısızlığı sonucu yaşanan güven bunalımı ile birlikte 2001 krizinin de etkisiyle artan dış borç stokunu azaltmak, güveni ve istikrarı sağlamak amacıyla “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulamaya konmuş (Erkan ve diğerleri, 2012:314; Temiz ve Karamelikli, 2012:1) ve dış borç stokunun ekonomi üzerindeki ağırlığı (dış borç stoku artış hızı, dış borç stoku/GSYH) ilerleyen yıllarda azaltılmıştır. Ayrıca Türkiye'nin Avrupa Birliği üyelik süreci de borçlanma yerine dış kaynağın doğrudan yabancı yatırımla karşılanmasına imkan tanımıştır (Eğilmez, 2016). Nitekim bu durum Tablo 20'den de görülebilmektedir Tablo 20'ye göre kamu dış borç stoku, miktar olarak yıllar itibari ile artmıştır. Nitekim, 2000 yılında 50 milyar dolar olan kamu dış borç stoku 2016 yılında 119 milyar dolara ulaşmıştır. Ancak kamu dış borç stoku artış hızına bakıldığında özellikle 2002 yılından itibaren düşüş kaydedildiği görülmektedir. Nitekim dış borç stoku artış hızı 2000 yılında %13 iken bu oran 2013 yılında %9'a ve 2014 yılında %6'ya düşmüş ve 2014 yılından sonra ise stabil biçimde seyretmiştir.

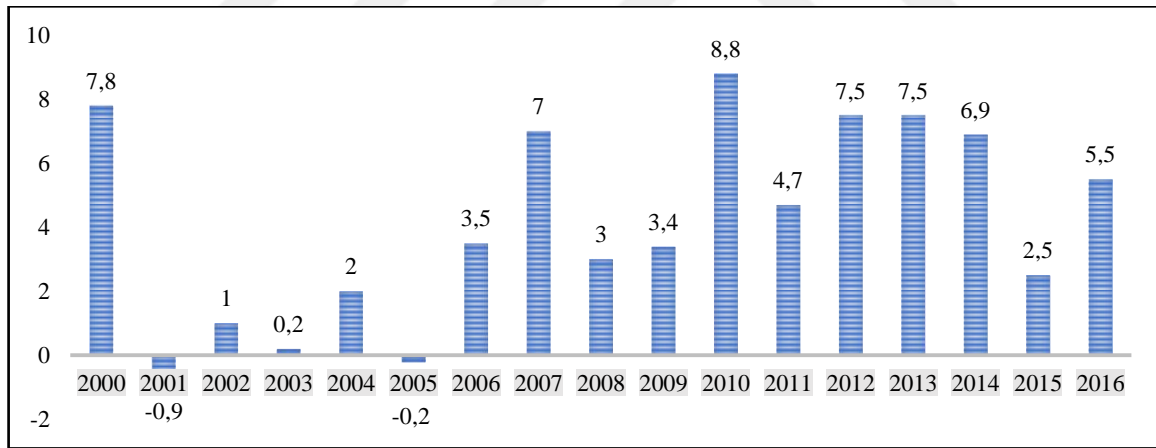
Dış borç stoku/GSYH, ülke kaynaklarının dış borçları karşılama oranını göstermektedir (Işık ve diğerleri, 2005:33). Bu anlamda dış borçların ödenebilirliğini gösteren dış borç stoku/GSYH'ya bakıldığında 2004 yılında oldukça yüksek olan oranların 2004 yılından itibaren düştüğü

görülmektedir. Nitekim 2000 yılında %18,4 olan söz konusu oran, 2002 yılında %27,3'e yükselmiş ve 2004 yılında %18,8'e düşmüştür. 2004 yılından itibaren düşen oranlar 2008 yılından itibaren kısmen de olsa artış göstermeye başlamıştır. Nitekim 2008 yılında %10,1 olan toplam dış borç stoku/GSYH oranı 2016'da %13,9'a yükselmiştir. Bu durumun oluşmasında TL olarak hesaplanan GSYH'nın kur etkisiyle dolar cinsinden azalması ve yabancı kaynak girişinin doğrudan yabancı yatırım yerine borçlanmaya dönmesi sayılabilmektedir (Eğilmez, 2016).

3.1.3.2.2.2. Net Dış Borçlanma

Kamuca yapılan ve garanti edilen net dış borç, alınan ve ödenen dış borçlar arasındaki farkı göstermektedir. Bu bakımdan Grafik 16'ya bakıldığında net dış borçların dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. 2001 krizinden başlamak üzere alınan-ödenen dış borç farkı genellikle düşük düzeyde kalmış ve 2001 ve 2005 yıllarında eksiye inmiştir. Yani bu yıllarda alınan dış borçtan daha fazlası ödenmiştir. 2006 ve kriz yılı olan 2007'de artan net dış borçlar 2008-2009 döneminde azalmasına rağmen 2010'da artmış ve daha sonra dalgalı bir seyir izleyerek 2016'da 5,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 16: Kamuca Yapılan ve Garanti Edilen Net Dış Borç Akımı (Milyar Dolar)



Kaynak: World Bank, 2017

Kamu ve kamuca garanti edilen net dış borçlardaki gelişim kamu dış borç stoku ile de uyum göstermektedir. Nitekim 2001 yılında alınandan daha fazla ödeme yapılması sonucu dış borç stoku azalmıştır. Yine 2005'te daha fazla ödeme yapılması nedeniyle eksiye inen net dış borç akımı sonucu borç stokunda azalma görülmüştür. Daha sonraki yıllarda dalgalı bir seyir izlemekle birlikte pozitif olan yani ödenenden daha fazla borç alındığını gösteren net dış borçlara paralel olarak kamu borç stoku da artış göstermiştir.

3.1.3.2.2.3. Dış Borç Stokunun Vade Yapısı

Kamu dış borç stoku vade açısından kısa ve uzun vadeli olarak incelenebilmektedir. Tablo 21'den görüleceği üzere 2000-2016 döneminde kısa ve uzun vadeli kamu dış borç stoku miktar olarak genel anlamda artış göstermiştir. Bu anlamda gerek kısa vadeli ve gerekse de uzun vadeli borç stokunda miktar olarak artış vardır. Diğer yandan kısa vadeli borçlarda görülen artış nispeten ılımlıdır. Nitekim Tablo 21'e göre 2000 yılında 2 milyar dolar olan kısa vadeli borç stoku 2002 yılında 915 milyon dolar ve 2004 yılında 1.840 milyon dolara ulaşmıştır. Bu dönemden sonra stabil seyreden kısa vadeli borç stoku ılımlı bir artışla 2016 yılında 16.279 milyon dolara yükselmiştir. Kamu uzun vadeli dış borç stoku ise genel olarak artış trendindedir. 2000 yılında 47.621 milyon dolar olan uzun vadeli dış borç stoku, 2004 yılına kadar artarak 2004 yılında 73.828 milyon dolara ulaşmıştır. 2005 yılında düşüş gösteren uzun vadeli dış borç stoku daha sonraki yıllarda artarak 2016 yılında 103.436 milyon dolara ulaşmıştır.

Tablo 21: Kısa ve Uzun Vadeli Dış Kamu Borç Stoku (Milyon ABD Doları) ve Kısa Vadeli/Uzun Vadeli Borç Stoku Oranı (%)

Yıllar	Kısa Vadeli Borç Stoku	Uzun Vadeli Borç Stoku	Kısa Vadeli/Uzun Vadeli Borç Stoku
2000	2.461	47.621	5,2
2001	1.019	46.110	2,2
2002	915	63.618	1,4
2003	1.341	69.503	1,9
2004	1.840	73.828	2,5
2005	2.133	68.278	3,1
2006	1.750	69.837	2,5
2007	2.163	71.362	3,0
2008	3.248	75.086	4,3
2009	3.598	79.915	4,5
2010	4.290	84.819	5,1
2011	7.013	87.266	8,0
2012	11.040	92.983	11,9
2013	17.605	98.340	17,9
2014	17.866	99.821	17,9
2015	14.550	98.547	14,8
2016	16.279	103.436	15,7

Kaynak: HM, 2017a

Tablo 21'e göre kısa vadeli dış borç stoku/uzun vadeli dış borç stoku oranı, 2000 yılından itibaren düşüş göstermiştir. 2000 yılında %5,2 olan kısa vadeli/uzun vadeli dış borç stoku oranı, 2001 yılında %2,2'ye ulaşmış ve 2004 ve 2005 yıllarında düşük düzede seyretmiştir. 2006 yılında %2,5'e ulaşan söz konusu oran bu yıldan itibaren artarak 2014 yılında %17,9'a ulaşmış ve 2016 yılında söz konusu oran bir miktar düşerek %15,7'e gerilemiştir.

3.1.3.2.2.4. Dış Borçlanmanın Faiz ve Vade Yapısı

Türkiye’de kamu sektöründe yapılan veya garanti verilen yeni dış borçlanmalarda ortalama vade, kısa vadeli dış borç stoku/uzun vadeli borç stoku verilerine uygun bir seyir izlemiştir. Nitekim Tablo 22’ye göre 2000 yılında 12 yıl olan vade 2001 yılında 9,8’e düşmüş ve düşüş 2003’e kadar sürmüştür 2004 yılından itibaren 2009 yılı hariç olmak üzere artmış ancak 2011 yılından itibaren tekrar düşüşe geçerek 2016 yılında 11,8 yıl olarak gerçekleşmiştir. 2004 yılının ardından borç vadesinin uzaması, yapılan mali reformlarla da uyumludur. Diğer yandan son yıllarda dış borç vadesinde kısalma, yüksek düzeyde değildir.

Dış borçların ortalama ilk ödeme süresi (borcun alındığından ilk ödemenin yapıldığı zaman aralığı) global finansal kriz yılları hariç olmak üzere önce artmış ardından 2011 yılından itibaren düşüşe geçmiştir. Nitekim 2000 yılında 7,7 yıl olan ortalama ilk ödeme süresi 2001 krizi ile birlikte düşmüş ancak 2004 yılından itibaren önemli düzeyde yükselmiştir. 2008-2009 döneminde düşen ilk ödeme süresi tekrar artışa geçse de 2016 yılında düşüş eğilimi göstermiştir. Nitekim 2016 yılında ortalama ilk ödeme süresi 8,4 yıla gerilemiştir.

Tablo 22: Kamuca Yapılan ve Garanti Verilen Yeni Borçlanmalarda Ortalama Vade (Yıl), İlk Ödeme Süresi (Yıl), Ortalama İndirim/Borç Tutarı (%) ve Ortalama Faiz Oranı (%)

Yıllar	Ortalama Vade	Ortalama İlk Ödeme Süresi	Ortalama İndirim/Borç Tutarı	Ortalama Faiz Oranı
2000	12,0	7,7	5,7	8,2
2001	9,8	4,2	18,0	6,5
2002	9,6	4,7	17,6	6,2
2003	8,6	6,5	8,6	8,2
2004	13,9	10,3	24,6	5,6
2005	16,6	10,4	32,2	5,1
2006	13,0	8,7	25,5	5,7
2007	15,7	11,3	26,0	5,9
2008	17,3	9,0	29,5	5,5
2009	14,5	7,6	35,4	4,4
2010	17,8	11,8	43,3	3,7
2011	17,2	10,2	45,2	3,1
2012	13,1	10,8	34,0	4,1
2013	13,9	8,7	39,4	3,1
2014	13,5	9,9	37,3	3,6
2015	13,6	8,6	38,8	2,4
2016	11,8	8,4	31,7	3,4

Kaynak: World Bank, 2017.

Alınan yeni borçlarda (kredilerde) yapılan indirim tutarının yeni borç tutarına oranı genel olarak artış içerisinde olmuştur. Nitekim borçta yapılan indirimin borcun nominal değerine bölünmesiyle elde edilen oran 2003 yılında düşmesine karşın 2011 yılına kadar artmıştır. Bir süre ılımlı bir şekilde artan söz konusu oran, 2016'da düşerek %31,7'ye gerilemiştir.

Türkiye'de dış borçlanma maliyetleri özellikle 2000'li yıllar öncesi artan dış borç servisinin de etkisiyle oldukça yüksek olmuştur (Yıldız, 2006). 2000'li yıllarda ise görece bir düşüş göze çarpmaktadır. Tablo 22'den yeni dış borçların ortalama faiz oranına bakıldığında genel bir düşüşün olduğu görülmektedir. 2004 yılına kadar dalgalı seyreden faiz oranı 2004 yılından itibaren ülke riskinde yaşanan düşüşün de etkisiyle azalma eğilimine girmiştir. Diğer yandan son yıllarda ülke riskinde yaşanan artışlarla birlikte 2016 yılında faiz oranı ılımlı bir şekilde olsa da artış göstermiştir. 2004-2008 döneminde yüksek seyreden LIBOR söz konusu olsa da Türkiye dış borç faiz oranlarının düşüş eğiliminde olması Türkiye'deki mali politikaların olumlu yansıması olarak görülebilir. Diğer yandan 2015 yılından sonra hem LIBOR ve hem de ülke riskinde (ülke kredi temettü swapı) artış dış borç faiz oranlarında ılımlı da olsa artışa yol açmıştır.

3.1.3.2.2.5. Dış Borç Stokunun Alacaklı Dağılımı

Dış borç stokunun alacaklı dağılımına bakıldığında özel alacaklılar (ticari bankalar gibi), resmi alacaklılar (IMF, devletler gibi) ve tahvil alacaklıları görülmektedir. Tablo 23'den dış borç stokunun alacaklı dağılımına bakıldığında özel alacaklıların ellerinde tuttuğu kısa ve uzun vadeli borç stoku miktar itibari ile 2000-2007 döneminde düşüş göstermiştir. 2008 -2013 döneminde özel alacaklıların elinde tuttuğu uzun ve kısa vadeli borçlar artarken 2015 ve 2016 yılında kısa vadede azalış ve uzun vadede artış görülmüştür. 2016 yılında özel alacaklılara olan uzun vadeli dış borç stoku 8.974 milyon dolar iken kısa vadeli dış borç stoku 16.254 milyondur.

Tablo 23: Dış Borç Stokunun Alacaklı Dağılımı (Milyon ABD Doları)

Yıllar	Özel Alacaklılar		Resmi Alacaklılar		Tahvil Alacaklıları	
	Kısa vade	Uzun Vade	Kısa Vade	Uzun Vade	Kısa Vade	Uzun Vade
2000	2.461	11.303	0	14.535	0	21.783
2001	1.019	10.596	0	14.522	0	20.992
2002	915	10.624	0	29.414	0	23.580
2003	1.341	9.889	0	32.502	0	27.112
2004	1.840	8.998	0	34.751	0	30.079
2005	2.133	7.839	0	28.879	0	31.560
2006	1.750	7.767	0	25.724	0	36.347
2007	2.163	8.792	0	23.826	0	38.744
2008	3.248	9.300	0	26.880	0	38.907
2009	3.598	8.504	0	30.512	0	40.899
2010	4.290	9.122	0	31.512	0	44.185
2011	6.972	9.822	41	30.417	0	47.027
2012	11.018	9.671	22	30.103	0	53.209
2013	17.599	9.312	6	30.624	0	58.404
2014	17.310	7.779	218	29.295	338	62.747
2015	14.288	8.166	0	27.950	262	62.479
2016	16.254	8.974	0	28.101	25	66.485

Kaynak: HM, 2017a

Tablo 23'den görüleceği üzere, resmi alacaklılara olan dış borç stoku toplamı, kısa vadeli olan oldukça düşük düzeydeki dış borçlar göz ardı edilirse genellikle uzun vadeli. Resmi alacaklılara olan uzun vadeli dış borç stoku 2002 yılından itibaren artış göstermiş ve daha sonra dalgalı bir seyir izlemiştir. 2009 yılından itibaren kısmen artan resmi alacaklılardan uzun vadeli borçlar 2014 yılından itibaren kısmi bir azalış göstermiş ve 2016 yılında 28.101 milyon dolara ulaşmıştır.

Tahvil ihracı yoluyla dış borçlanmada tahvil alacaklılarına olan borçlar genel olarak artış göstermiştir. Genellikle uzun vadeli olan tahvil ihracı yoluyla borçlanmaya 2014 yılından itibaren oldukça düşük miktarda kısa vadeli tahviller eklenmiştir. Sonuç olarak tahvil alacaklılarının ellerinde tuttuğu dış borç stoku genel olarak hızlı bir artış göstermiştir. Bunun sonucunda 2005 yılından itibaren tahvil alacaklılarının dış borç stoku miktarı resmi alacaklılardan elde edilen miktarı aşmıştır. Nitekim 2016 yılında tahvil alacaklılarına olan uzun vadeli dış borç stoku 66.485 milyon dolara ulaşırken kısa vadeli dış borçlar 25 milyon dolardır.

3.1.3.2.2.6. Dış Borç Servisi

Dış borç servisi, dış borç anapara ve faizlerinin vadesi geldiğinde ödenmesi anlamına gelmektedir. Bu anlamda Tablo 24'e bakıldığında yıllar itibariyle dış borç servisinin dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Nitekim 2000 yılında 9,7 milyar dolar olan dış borç servisi 2001

yılında krizin etkisiyle artmış ve bir süre daha artarak 2006 yılından itibaren düşmeye başlamıştır. Global finansal krizin etkisiyle 2007'den itibaren tekrar artışa geçen dış borç servisi 2012 yılında tekrar düşüşe geçerek 10,5 milyar dolara gerilemiş ancak özellikle 2015 yılından itibaren artan dış borç stokuna paralel olarak, söz konusu tutar tekrar artışa geçmiştir. Bunun sonucunda dış borç servisi 2016 yılında 12,9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 24: Kamu Dış Borcu ve Kamuca Garanti Edilen Dış Borçlar Toplamı Borç Servisi, Anapara ve Faiz Ödemesi (Milyar ABD Doları) ve Borç Servisi/GSYH Oranı (%)

Yıllar	Borç Servisi	Anapara Ödemesi	Faiz Ödemesi	Borç Servisi/GSYH
2000	9,7	6,3	3,4	3,6
2001	11,5	7,7	3,8	5,7
2002	10,1	6,4	3,7	4,2
2003	12,5	8,5	4	4,0
2004	12,1	8	4,1	3,0
2005	12,6	8	4,6	2,5
2006	10,7	6,1	4,6	1,9
2007	11,9	6,4	5,5	1,8
2008	13,1	7,7	5,4	1,7
2009	11,4	6,4	5	1,8
2010	10,7	6,0	4,7	1,4
2011	11,3	6,5	4,8	1,4
2012	10,5	5,7	4,8	1,2
2013	9,6	5,1	4,5	1,0
2014	11,6	7	4,6	1,2
2015	10,9	6,5	4,4	1,3
2016	11,8	8,4	3,4	1,5

Kaynak: World Bank, 2017.

Dış borç servisine paralel olarak anapara ödemeleri de kriz yıllarında artıp diğer yıllarda düşüş gösterirken faiz ödemelerinde görece istikrar söz konusudur. Özellikle 2005 yılından itibaren görülen ılımlı artışlar bu dönemde dış borç faizlerinde görülen artışlara bağlanabilir.

Borçların ödenebilirliği açısından dış borç servisi/GSYH oranına bakıldığında global finansal krizin etkilerini gösterdiği yıllar olan 2007-2009 dönemi hariç olmak üzere genel bir düşüş eğilimi göze çarpmaktadır. Nitekim 2000 yılında %3,6 olan dış borç servisi/GSYH oranı 2001'de %5,7'ye yükselmiş ve bu yılın ardından düşüş göstererek 2016 yılında %1,5'e gerilemiştir. Bu durum özellikle son yıllarda düşen kamu dış borç stoku/GSYH oranlarıyla da uyumludur. Nitekim kamu dış borç stoku/GSYH'da görülen düşüş dış borç servisi/GSYH oranlarına da yansımıştır.

3.2. Devlet Borçlanma Senetleri

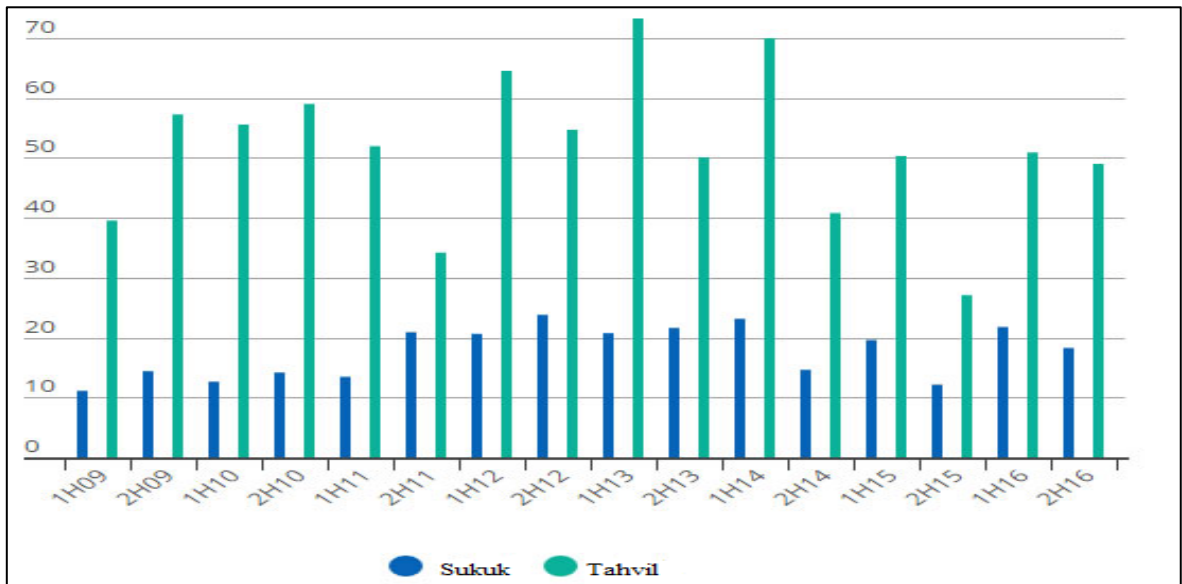
Menkul kıymetleri borç enstrümanları, hisse senetleri ve tasarruf senedi (mallar üzerinde sahiplik hakkı veren senetler) olarak sınıflandırmak mümkündür. Borç enstrümanları ise devletlerce ihraç edilen borçlanma kağıtları (devlet tahvil ve bonoları ile Merkez Bankaları tahvilleri), özel sektör tahvilleri, teminatlı (ipotekli) tahviller ve teminat (deposit) tahvillerinden oluşmaktadır (İlyes ve Lakatos, 2009: 118).

Devlet borçlanma senetleri devletlerin kredi dışında başvurdukları yöntemlerden birisidir. Devlet borçlanma senetleri genellikle çeşitli özelliklere sahip olan (sabit veya değişken faizli, enflasyona veya dövizde endeksli gibi) tahvil ve bonolardan oluşmakta olup son zamanlarda bu enstrümanlara sukuk da eklenmiştir.

3.2.1. Global Olarak Devlet Borçlanma Senetleri

Ülkeler, geçmişte kamu borçlanmasında yoğun olarak tahvil ve bonoya başvurmakla beraber son zamanlarda bu gruba sukuk da eklenmiştir. Bu anlamda özellikle son dönemlerde birçok ülke yasal altyapısını sukuk ihracı için hazır hale getirirken birçok ülke ise sukuk piyasası merkezi olmak için yarış içindedir. Bu anlamda son dönemlerde Hong Kong, Birleşik Krallık, Kenya gibi birçok ülke sukuk piyasasına girmeye başlamıştır.

Grafik17: Çeşitli Ülkelerde Tahvil ve Sukuk İhraçları (Milyar Dolar)*



*Körfez Ülkeleri, Malezya, Endonezya, Türkiye ve Pakistan'ın vadesi 18 aydan uzun tahvil ve sukuk ihraçlarını içermektedir.

Kaynak: Fitch, 2017

Grafik 17'ye bakıldığında son yıllarda birçok ülkenin geleneksel tahvil yanında sukuk ihracına da yöneldiği açıkça görülebilmektedir. 2011 yılının ikinci çeyreğinden sonra artan sukuk ihraçları tahvil ihraçlarının yarısına yakındır. Diğer bir konu sukuk ile tahvil ihraçlarının birlikte hareket ediyor olmalarıdır. Nitekim son dönemde söz konusu ülkelerde tahvil ihraçları ve sukuk ihraçları birlikte azalma göstermişlerdir. Grafik 17, birçok ülkenin tahvil yanında sukuk ihraç ettiğini de göstermekte ve bu durum bizi sukukun kamu finansmanında alternatif olma potansiyeline götürmektedir.

Tablo 25: Çeşitli Ülkelerde Sukuk/Tahvil İhracı Oranı (%) (2014-2016)

Ülke	2014	2015	2016
Malezya	48,5	32,7	41,7
Bahreyn	20,5	27,9	24,9
Katar	27,5	57,4	50,1
Endonezya	20,6	39,7	67,5
Hong Kong	-	24,9	32,0
Ürdün	-	-	0,91
Türkiye	3,7	3,5	8

Kaynak: HM, 2014c: 62, 2015: 29, 2016a: 25-27; Jordan Ministry of Finance, 2017; The Treasury of Hong Kong, 2017; Bank Indonesia, 2017; Qatar Central Bank, 2017; Central Bank of Bahrain, 2017; Securities Commission Malaysia, 2017.

Tablo 25, çeşitli ülkelerde (başlıca sukuk ihraççı ülkeleri) ihraç edilen sukukların geleneksel tahvillere oranını göstermektedir. Buna göre, Tablo 25'de yer alan ülkelerde sukuk ihraçları tahvil ihracından daha azdır. Diğer yandan bazı ülkelerde de sukuk ihraçları tahvil ihraçlarının yarısı civarındadır. Buna göre Endonezya'da 2016 yılında sukuk ihraçlarının tahvil ihraçlarına oranı %67,5'tir. Katar'da ise söz konusu oran 2015 ve 2016 yıllarında %50'nin üzerindedir. Malezya'da ise yine söz konusu oran tüm yıllarda %50'nin altında iken 2016'da %41,7'ye ulaşmıştır. Bahreyn'de sukuk ihraçlarının tahvil ihraçlarına oranı stabil ve %25 civarındadır. Sukuk ihracına son yıllarda başlayan Hong Kong'ta söz konusu oran 2015'te %24,5 ve 2016'da %32,0'dır. Yine sukuk piyasasının yeni üyesi olan Ürdün'de sukuk ihraçları tahvil ihraçlarına göre oldukça küçük bir oranı karşılamaktadır. Türkiye'de ise sukuk ihraçlarının tahvil ihraçlarına oranı 2014 ve 2015'te sırasıyla %3,7 ve %3,5'tir. 2016'da ise söz konusu oran önemli bir artış gerçekleştirerek %8'e ulaşmıştır.

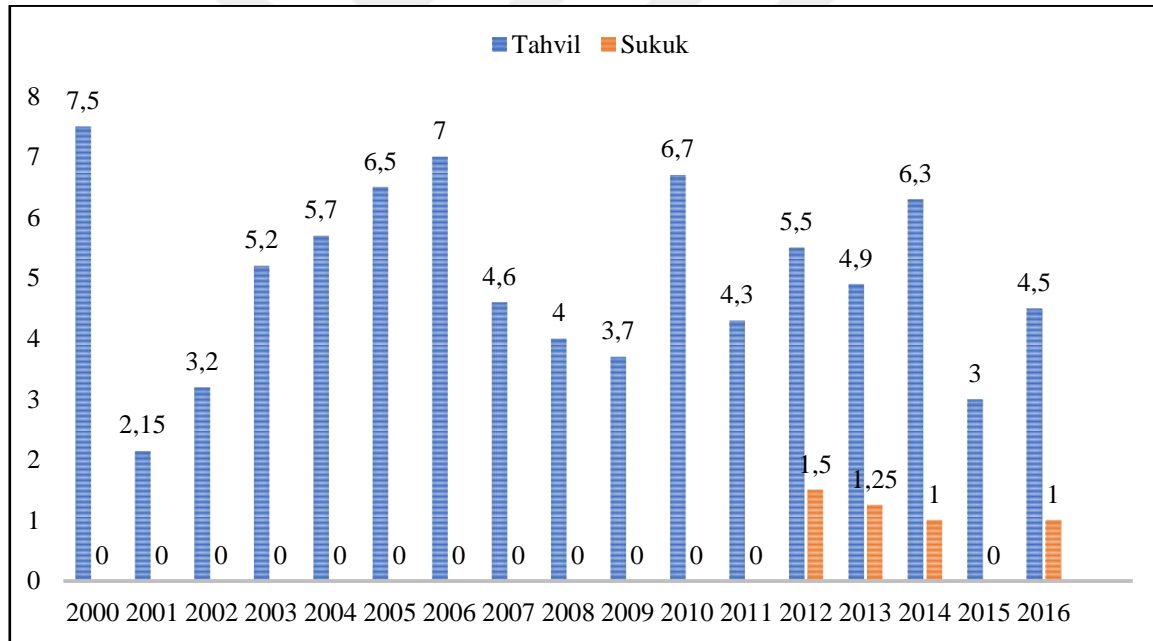
3.2.2. Türkiye'de Devlet Borçlanma Senetleri

Türkiye'de devlet borçlanma senetleri 3 kısma ayrılmaktadır. Bunlar devlet iç borçlanma senetleri, kira sertifikaları ve uluslararası tahvillerdir. Hazine Müsteşarlığına göre devlet iç

borçlanma senetleri, “T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığınca ihraç edilen Hazine Bonoları ve Devlet Tahvillerinin ortak adıdır”. Kira sertifikaları (sukuk), “varlık kiralama şirketlerince, kendi nam ve sertifika sahiplerinin hesabına ve yararına, satın almak veya kiralamak suretiyle devralınan varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlenen ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymetler” olarak tanımlanırken uluslararası tahviller, “Hazine Müsteşarlığı tarafından 1988 yılından bu yana bütçe finansmanı amacıyla uluslararası sermaye piyasalarında ihraç edilen tahviller” olarak tanımlanmıştır (HM, 2016a: 78).

Çalışmamızda bu üç tür enstrümana yönelik bilgiler verilirken kira sertifikaları yurtiçi ve uluslararası ihraçları göz önünde bulundurularak uluslararası tahviller ve devlet iç borçlanma senetleri ile karşılaştırılacaktır.

Grafik 18: 2000-2016 Yılları Arasında Uluslararası Piyasalarda Gerçekleştirilmiş Tahvil ve Kira Sertifikası İhraçları (Milyar ABD Doları)



Kaynak: HM, 2014c: 62, 2015: 29, 2016a: 27

Grafik18’e bakıldığında 2012 yılına değin uluslararası piyasada sadece tahvil ihraç edilirken (bono son dönemlerde ihraç edilmekle birlikte yok denecek kadar azdır), 2012 yılından itibaren sukuk (kira sertifikası) da ihraç edilmeye başlanmıştır.

Grafik 18’e göre 2000 yılında 7,5 milyar dolar olan geleneksel tahvil ihraçları 2001 yılında 2,15 milyar dolara düşmüş ve 2001 yılından itibaren 2007 yılına değin artış göstermiştir. 2007 yılında 4,6 milyar dolarlık tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir. 2007 yılından itibaren düşen tahvil

ihraçları 2010 yılında artmış ve bu dönemden sonra dalgalı bir seyir izlemiştir. 2012 yılında ilk sukuk ihracı gerçekleştirilmiş ve bu dönemden sonra 2015 yılı hariç olmak üzere her yıl sukuk ihracı yapılmıştır. 2012 yılında 1,5 milyar dolar olan devlet sukuku ihracı, 2013'te 1,25 milyar dolar, 2014'te 1 milyar dolar ve 2016'da yine 1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Grafik 18 göstermektedir ki, sukuk Türkiye bazında hala yeni bir enstrümandır ve geleneksel tahvile göre ihraç oranı düşüktür. Her ne kadar sukuk ihracına başlanmış olsa da geleneksel tahvil hala uluslararası piyasada Türkiye'nin önemli bir borçlanma aracını oluşturmaktadır.

Tablo 26: 2000-2016 Yılları Arasında Yurtiçi Piyasalarda Gerçekleştirilmiş Tahvil, Bono ve Kira Sertifikası İhraçları (Milyar TL) ve Sukuk/(Tahvil+Bono) Oranı (%)

Yıllar	Tahvil	Bono	Sukuk	Sukuk/Tahvil+Bono
2000	26,7	5,8	0,0	0,0
2001	164,1	45,4	0,0	0,0
2002	58,9	66,4	0,0	0,0
2003	101,7	56,4	0,0	0,0
2004	102,0	61,5	0,0	0,0
2005	115,4	40,1	0,0	0,0
2006	107,0	18,5	0,0	0,0
2007	102,1	15,9	0,0	0,0
2008	94,9	18,6	0,0	0,0
2009	134,0	19,3	0,0	0,0
2010	146,9	17,5	0,0	0,0
2011	112,8	0,7	0,0	0,0
2012	98,2	3,7	1,6	1,6
2013	144,5	0,0	3,3	2,3
2014	129,4	0,0	3,2	2,5
2015	90,2	2,6	3,4	3,7
2016	88,4	3,6	5,1	5,5

Kaynak: HM, 2017a, 2016a: 25

Tablo 26'dan Türkiye'de 2000 yılından bu yana kamu finansmanı amacıyla yurtiçi piyasalarda gerçekleştirilen tahvil, bono ve sukuk (kira sertifikası) ihraç miktarlarına bakıldığında tahvil ihracının dalgalı bir seyir izlemekle birlikte son yıllarda azalma gösterdiği göze çarpmaktadır. Nitekim 2000 yılında 26,7 milyar TL tutarında tahvil ihraç edilirken, 2005 yılında ihraç edilen tahvil tutarı 115,4 milyar TL, 2012'de 98,2 milyar TL ve 2016 yılında 88,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bono ihraçları ise genel olarak azalmış ve 2013-2014 döneminde sıfıra düşmüştür. 2015 yılından itibaren ise çok düşük miktarlarda bono ihracı gerçekleştirilmiştir. Nitekim 2015 yılında ihraç edilen bono tutarı 2,6 milyar TL iken 2016'da 3,6 milyar TL'dir. 2012 yılında yurtiçi sukuk ihracına başlayan Türkiye'de ihraçlar genel olarak artış eğilimindedir. 2012'de 1,6 milyar dolar tutarında sukuk ihracı gerçekleştirilirken 2013 yılında 2,3, 2014 yılında 2,5 ve 2015 yılında 3,7 milyar TL tutarında sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Türkiye'de 2016

yılında geleneksel rutinin dışına çıkılarak arttırılan ihraç sayıları sonucunda ihraç miktarı 5,1 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu dönemde geleneksel rutin olan yıllık 2 TL cinsi sukuk ihracı arttırılmış ve 5 adet TL cinsi sukuk ihraç edilmiştir.

3.3. Kamu Borç Yönetimi

Kamu borçlarının düşük maliyetli ve güvenli risklerle yönetimi anlamına gelen kamu borç yönetimi, son yıllarda yaşanan krizler göz önüne alındığında gittikçe dönüşüme uğramakta ve önem kazanmaktadır. Kamu borç yönetimi, etkin borç yönetimine ulaşmak adına çeşitli amaçlara ulaşmayı hedeflemektedir.

3.3.1. Tanımı ve Kapsamı

Borç yönetimini birçok açıdan tanımlamak mümkündür. En geniş anlamı ile kamu borç yönetimi, güvenli risk oranlarıyla uyumlu olarak fon ihtiyacını orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyetle gerçekleştirmek için kamunun borç yönetimini gerçekleştirmek adına stratejiler oluşturmak ve uygulamaktır (Uluslararası Para Fonu [IMF], 2014: 5). Buna göre kamunun fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek ve bunu düşük maliyetle yapabilmek gerekmektedir. Bu yapılırken de güvenli risk oranlarının yakalanması yani borcun çevrilmesinde bir problemim yaşanmaması gerekmektedir (Khan, 2016: 11). Bir diğer tanıma göre borç yönetimi, “devletin ekonomik bir politika oluşturabilmek amacı ile borçların gerek büyüklüğünde gerekse yapısında meydana getirdiği değişiklikler” şeklinde tanımlanabilmektedir (Erdem ve diğerleri, 2012:274). Benzer bir tanıma göre borç yönetimi, hükümetlerin ödenmemiş borçlarının kompozisyonunu değiştirmek için finansal piyasalardan kendini finanse etmesidir. Kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlarla değiştirilmesi buna örnek olarak verilebilir (Paalzow, 1992: 28).

Borç yönetimi ile ilgili bir diğer bir tanımlama dar anlamda (pasif) borç yönetimi ve geniş anlamda (aktif) borç yönetimi ayrımına göre yapılabilmektedir. Buna göre dar anlamda ya da pasif borç yönetimi, “mevcut istatistiki verilere dayanarak borçlanmanın miktarına, zamanlamasına ve kullanılacak enstrümanlara ilişkin karar verme süreci” şeklinde tanımlanmaktadır. Geniş anlamda ya da aktif borç yönetimi ise “pasif borç yönetiminin yanı sıra borcun özellikle faiz ve kur riskine karşı korunmasını içeren risk yönetim tekniklerinin kullanılması sürecidir” şeklinde tanımlanmaktadır (Dedeoğlu, 1995: 25).

Borç yönetiminin iki temel faktörü bulunmaktadır. Bunlar borcun büyüklüğü ve borcun yapısıdır. Buna göre devletin borçlarının büyüklüğü (borçların miktarı) ekonomide yaratacağı etkiyi de belirlemektedir. Diğer yandan borcun yapısında (vade, faiz, garantiler vb.) oluşacak değişme yine ekonomide farklı etkiler oluşturabilmektedir (Erdem ve diğerleri, 2012:274). Bu

açından aynı amaca hizmet eden maliye ve para politikasının bir parçası olarak borç yönetimi politikası genel olarak ekonomik dengenin sağlanması ve sürdürülmesini amaçlamaktadır (İnce, 2001:334). Ancak borç yönetimi amaçlarına bazı tali amaçları göz önünde bulundurarak ulaşmaktadır. Bu anlamda ancak kamu borç yönetiminin amaçlarına uygun olan borçlanma araçları ve yöntemleri ülkeler için yeterli ve uygundur.

3.3.2. Amaçları

Kamu borç yönetiminin temel amacı, kamunun finansman ihtiyacı ve ödeme yükümlülüklerinin orta ve uzun vadede mümkün olan en düşük maliyetle ve güvenli bir risk unsuruyla birlikte karşılanmasıdır. Bunun yanında borç yönetimi ile kamu borçlanma araçları için etkin bir piyasanın oluşturulması gibi belirlenen diğer amaçların da karşılanabilmesi gerekmektedir (IMF, 2014: 4-7).

Kamunun en düşük maliyetle finanse edilmesi temel amaç olmakla birlikte riskleri bir kenara atarak sadece maliyete odaklanmak da doğru bir yöntem değildir. Diğer yandan ülkelere göre borç yönetiminin amaçlarının önceliğinde farklılık görülebilmektedir (Ulusoy, 2016: 261-262). Öte yandan aynı ülkede söz konusu amaçların önceliği değişen ekonomik ve finansal koşullara göre yıldan yıla da değişebilmektedir (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü [OECD], 1996: 659).

Kamu borç yönetiminde yer alan birçok amaca ulaşmak diğer amaçların da gerçekleştirilmesini kolaylaştırmaktadır. Örneğin, borçlanma maliyetlerini minimize etmek adına derin ve likit finansal piyasalar oluşturulabilmektedir (Khan, 2016: 11). Diğer yandan devletlerin borçlanma ihtiyacının karşılanabilmesi için finansal piyasalara girebilmesi gerekmektedir. Bu anlamda borç yönetimi amaçları arasında önemli bir çatışma da söz konusu değildir.

3.3.2.1. Devletin Borçlanma İhtiyacının Karşılanması

Kamu finansman dengesinin açık vermesi durumunda bu açığı kapatmak kamu borç yönetiminin temel amaçlarından bir tanesidir. Etkin bir borç yönetimi ise bu açığın kapatılmasında, ülke koşulları ve piyasa durumuna göre uygulanabilecek yöntemlerden en etkin ve verimli olanını seçmeyi ve sağlıklı bir şekilde uygulamayı gerektirmektedir (Aksoy, 2005: 12).

Kamu finansman ihtiyacının karşılanması en temel amaç olmakla birlikte kamu borçlanma ihtiyacı harcamalar ve gelirler arasındaki fark olabileceği gibi vadesi gelen borçların ödenmesinden de kaynaklanabilmektedir. Bu açıdan kamunun brüt borç ihtiyacının tanımında bir açıklık olmasa da OECD tarafından yapılan araştırmada borç yöneticilerinin en temel önceliklerinden birinin finansman ihtiyacını karşılamak olduğu belirtilmiştir (OECD, 1996: 659).

3.3.2.2. Finansal Piyasalara Girişin Sürekliliğinin Sağlanması

Kamunun finansman ihtiyacının karşılanabilmesi yani kamu kesimini borçlanma gereğinin kapatılabilmesi için borç yönetiminin etkin olması şarttır. Nitekim bugüne değin yaşanan birçok borç krizinde sorun yaşayan birçok ülkenin borçlanma ihtiyacını karşılamak üzere borçlanma piyasalarına girmekte zorlandığı bir gerçektir. Bu açıdan borçlanma ihtiyacının karşılanabilmesi için ülkelerin öncelikle finansal piyasalar ile bağlantısının kesilmemesi gerekmektedir. Bunun için borç yöneticilerinin kamu borcu için yatırımcı talebi oluşturması ve sürdürmesi, böylece finansal piyasalara girişin sürmesi adına çaba sarf etmeleri gerekmektedir. Diğer bir deyişle, borç yönetiminin bir diğer amacı kamu borç enstrümanlarının pazarlanabilirliğini, başka deyişle piyasanın bu enstrümanlara yönelik massetme kapasitesini sürdürmesini sağlamaktır. Burada massetme kapasitesi, yatırımcıların kamu kağıtlarını alma isteklerini göstermektedir (OECD, 1996: 660).

Yatırımcıların kamu kağıtlarına yatırım yapabilmesi, devletin finansal piyasalarda kaliteli ve güvenli bir müşteri olarak kabul görmesine bağlıdır (Aksoy, 2005: 12). Devletin güven sağlaması ve bu sayede finansal piyasalara girişte süreklilik sağlaması için borçlanma ile ilgili yükümlülüklerini zamanında yerine getirmesi gerekmektedir. Bunun için devletler özellikle kamu borçlarının anapara ve faizlerini zamanında ödemeli ya da ödeyebileceğine dair algı oluşturmalıdır. Bu durumun en güzel örneği Avrupa borç krizinde yaşanmıştır. Nitekim piyasalarda Avrupa ülkelerinin bazılarının borçları konusunda olumsuz algı bir anda Avrupa borç krizinin başlamasına neden olmuş ve birçok ülkenin kredi notu yatırım yapılamaz seviyeye düşürülmüş, borçlanma maliyetleri artmıştır (Ulusoy ve Ela, 2014: 86-88). Bu açıdan ülkelerin yatırımcılara güven vermesi oldukça önemlidir. Örneğin 2016'da Japonya kamu borç/GSYH oranı %225 iken (borç krizine giren birçok Avrupa ülkesinden daha yüksek) Japonya'ya olan yatırımcı güveni iyi düzeydedir. Bu durumun sonucunda Japonya borçlanma maliyetleri de oldukça düşüktür. Çünkü, Japonya kamu borçlanma kağıtlarına olan güçlü bir talep söz konusudur (Pettinger, 2017).

3.3.2.3. Borçlanma Maliyetlerinin Minimize Edilmesi

Kamu borç yönetimi literatürüne bakıldığında en temel borç yönetimi amacının borçlanma maliyetlerini minimize etmek olduğu görülmektedir. Bu amacın arkasındaki gerekçe borçlanma maliyetlerinde düşüklük ile daha az vergiye ve vergi yüküne ihtiyaç gerekmesidir (Paalzow, 1992: 28).

Literatüre benzer şekilde günümüzde de kamu borç yönetiminin en temel amacı borçlanma maliyetlerini minimize etmektir (IMF, 2014: 4-7). Devletlerin bu amaçla borçlanılan piyasa ve

borçlanmada kullanılan araçlarda çeşitliliği arttırması (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 14) ve finansal piyasaları derinleştirmesi gerekmektedir (Khan, 2016: 11).

Borçlanma maliyetlerini minimize etme hedefi üç yönden incelenebilir. İlk olarak, borç yönetimi borçlanma kağıtlarını etkili şekilde ihraç etmek adına en iyi ihraç koşullarını (ihraç miktarı, vade) hedefleyebilir. Böylece borçlanmadan en yüksek verim alınabilir. Diğer yandan faiz oranlarında ve bu anlamda faiz servisinde bir minimizasyon hedeflenebilir. Bu amaca ulaşmak için borç yöneticilerinin elinde hareket esnekliği sağlayacak derecede araç çeşitliliği bulunmalıdır. Bu şekilde faizin yüksek olduğu dönemlerde borç yönetimleri, kısa vadeli faiz oranları uzun vadeli faiz oranlarına göre daha yüksek olsa bile, kısa vadeli piyasalarda borçlanma çabalarını yoğunlaştırmaya ilgi duyabilir. Aksine faiz oranları oldukça düşük seviyede ise borç yönetimleri, uzun vadeli borçlanmaya yoğunlaşarak uzun vade-düşük faiz olanağından yararlanabilir. Ancak, değişken faiz ve enflasyon oranları veri iken faiz oranlarını tahmin etmek güç olduğu gibi borçlanma aciliyeti olan durumlarda da borçları minimize etme politikası uygulanamayabilir. Son olarak borçlanmada ödenen komisyonlar ve ücretlerde bir indirim hedeflenebilir. Bu ücret ve komisyonlar ülkeden ülkeye farklılaşmakla beraber tamamen hükümet ile bankacılık (aracılık) sektörü arasındaki ilişkiye ve pazarlığa bağlıdır. Diğer yandan ücret ve komisyonları düşürmek adına ihale sistemi ve tap (musluk) sisteminden yararlanılabilirken daha geniş ağda ve daha fazla yatırımcıya ulaşmak istenmesi halinde bankacılık ve aracılık sisteminden yararlanılarak yüksek ücretler ödenebilmektedir. Diğer yandan bu ücret ve komisyonlarda sağlanan indirimin tüm ekonomiye olumlu yansıtacağı yönünde genel bir sonuç da çıkarılamaz (OECD, 1996: 686-687).

Kısa vadeli, maliyet minimizasyonunu hedefleyen önlemler diğer borçlanıcılar, sabit sermaye oluşumu, finansal ve reel varlıkların dağılımı üzerinde negatif etkilerde bulunabilmektedir (OECD, 1996: 661). Bu açıdan maliyet minimizasyonu hedeflenirken riskler de bir kenara bırakılmamalıdır. Çünkü böyle bir strateji, riskli borçlanma yapılarına, vergilerin ve borç servisinin artışına yol açan soklara da yol açabilmektedir (Wheeler, 2004: 13).

3.3.2.4. Borçlanma Araçlarında Çeşitlilik Sağlanması

Kamu borçlanma araçlarında çeşitlilik sağlamak diğer borçlanma amaçlarının gerçekleştirilmesinde önemli bir rol oynayabilmektedir. Ayrıca, ülkelerin finansal piyasalara girebilmesi için borçlanma araçlarında çeşitliliğe giderek yeni borçlanma araçları sunması ve böylece yeni yatırımcıları çekmesi gerekebilmektedir. Özellikle yüksek borçlanma ihtiyaçlarında ve maliyetlerin minimize edilmesi, dengeli vade yapısının oluşturulması gibi amaçların gerçekleştirilmesinde borçlanma araçlarında çeşitlilik oldukça kullanışlı olabilmektedir. Ayrıca değişen koşullarda borçlanmaya devam edebilmek için de borçlanma araçlarında çeşitlilik önemlidir (OECD, 1996: 660).

Borç veren kesimlerin homojen olmadığı günümüzde, borçlanma araçlarında çeşitlendirme ile bireylerin beklentileri göz önünde bulundurularak atıl fonlar harekete geçirilebilmekte ve geleneksel finansman yöntemlerinin yetersiz kaldığı kaynak ihtiyaçlarında gerekli finansman sağlanabilmektedir (Ulusoy, 2016: 264).

Borçlanma araçlarında çeşitlilik ihtiyacı, özellikle günümüzde sıkça yaşanan krizlerde kendisini göstermektedir. Nitekim yatırımcı tabanı birbirinden farklı yeni enstrümanlar ile borçlanma araçlarında çeşitlilik sağlamak, borç yöneticilerine kriz dönemlerinde esneklik ve manevra alanı da sağlamaktadır. Öyle ki geleneksel piyasalarda yaşanan kriz sonucu daralan likidite sonucu işlemez hale gelen geleneksel borçlanma piyasaları yerine nispeten geleneksel sistemden farklı işleyen İslami yöntemler ile borçlanmak da mümkün hale gelmektedir. Nitekim global finansal kriz ile birlikte birçok ülke borçlanma araçlarında çeşitliliğe giderek İslami piyasalara ve döviz bazlı enstrümanlardan çıkarak yerel para bazlı enstrümanlara yönelmişlerdir.

3.3.2.5. Vade Yapısında Denge Sağlanması

Vade yapısında denge sağlama amacı, vadesi gelen borçların ve bunlarla ilgili itfaların belirli bir gün veya yılın belirli bir döneminde toplanmaması gereği olarak ifade edilmektedir. Nitekim vadesi gelen borç miktarının yüksek olması ve hızlı artması borç yönetimi açısından önemli problemler oluşturmaktadır. Borçlarda daha uzun geri ödeme süresi, dengeli bir vade yapısı ve dengeli vadesi gelen borç miktarı belirli bir ay veya yılda geri ödeme yükümlülüğünü azaltmaktadır. Bu nedenle vade yapısında denge, piyasa şartlarının sürdürülmesi ve devlet borçlanmasının piyasaya etkisinin minimize edilmesi gibi diğer amaçlara ulaşılmasına da destek olmaktadır (OECD, 1996: 661).

3.3.2.6. Tasarruf Güdüsünün Arttırılması

Kamu borç yönetiminin amaçlarından bir tanesi de hane halkının tasarruf güdüsünün arttırılmasıdır. Özellikle tasarruf açığı yaşayan birçok gelişmekte olan ülkede bu amaç ayrı bir öneme sahiptir.

Yeni yatırımcılar çekerek ya da var olan yatırımcılara daha fazla borçlanma kağıdı ihraç ederek tasarrufları arttırma amacına ulaşmak için borç yönetimi hane halkının yatırım tercihleri ile uyumlu olan bankalar gibi diğer borçlanıcılarla rekabet edebilecek düzeyde enstrümanlar ihraç etmelidir. Tipik hane halkı genellikle riskten kaçınmaktadır ve bu nedenle likidite, sermayedeki belirlilik ve vergi sonrası (net) getiriye önem vermektedir. Elbette, gelir düzeyi, tasarruf kapasitesi ve enflasyonist bir ortamda yatırım konusunda yaşanan tecrübelerle bağlı olarak yatırım tercihleri değişebilmektedir. Bu anlamda genellikle tecrübesiz ve bilgisiz yatırımcılar, yüksek likidite

yanında düşük veya sıfır sermaye kaybetme riski olan ve diğer enstrümanlara oranla faiz değişikliklerine daha az hassas olan enstrümanları tercih etmektedirler. Ancak yüksek enflasyon ve oynak faiz oranları karşısında daha tecrübeli ve bilgili, sofistike yatırım kalıpları geliştirmiş, faize duyarlı yatırımcılar da olabilmektedir. Bu hane halkından daha fazla fon elde etmek için yeni enstrümanlar sunulurken yatırımcının bilgi ve tecrübe düzeyi göz önünde bulundurularak risk algısı ve faiz oranına hassaslık açısından hangi yatırımcı düzeyinin hedef olarak seçileceğine karar verilmelidir (OECD, 1996: 670).

3.3.2.7. Krizlerin Önlenmesi

Kamu borç yönetiminin amaçlarından bir tanesi de krizlerin önlenmesidir. Kamu borç yönetimi, krizlerin önlenmesi için makul borç göstergeleri yanında borçların vadesi ve döviz yapısına da dikkat etmelidir. Nitekim, borçların sürdürülebilirliği açısından borç/GSYH, ihracat vb. göstergeler önemli olsa da borcun vadesi ve döviz yapısı gibi diğer göstergeler de bir o kadar önemlidir. Bu anlamda kamu borçlanması krizlerin önlenmesi adına topyekûn olarak ele alınmalıdır. Nitekim Meksika krizinde Meksika'nın kamu borç yükü OECD ülkelerine göre düşük olmasına rağmen ülke oldukça yüksek yabancı para cinsinden dış borçlara sahipti ve bu nedenle de borçlarının ödenmesinde zorlanmıştı (Cassard ve Folkerts-Landau, 1997: 13).

Krizleri önlemek adına borç yönetimi efektif bir borç yönetim politikası izlemelidir. Nitekim zayıf bir borçlanma yapısı, ülkelerin mali olarak alabileceği önlemleri azaltırken kamu borçlarının piyasa tarafından yeniden değerlendirilmesine, kredi notu indirimlerine ve bunların sonucunda borçlanma maliyetlerinde artış, yatırımcı tabanında daralma gibi borçlanma kapasitesini azaltacak gelişmelere yol açabilmektedir (Das ve diğerleri, 2010: 8).

3.3.2.8. Ekonomik İstikrarın Sağlanması

Borç yönetimi ekonomik istikrarın sağlanmasında ve ekonomik büyümede de önemli rol oynamaktadır (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 16-17). Nitekim güçlü bir borç yönetimi ülkenin uygulayabileceği makroekonomik politikalarda önemli bir mali alan bırakırken zayıf bir borç yapısı ülkelerin uygulayacağı makroekonomik politikaları daraltmaktadır (Das ve diğerleri, 2010: 8). Bu nedenle birçok ülkede ekonomik istikrar ve büyüme için mali alan bırakılması borç yönetiminin temel amaçlarını oluşturmaktadır (Srivastava, 2016: 23).

Ekonomik istikrar açısından güçlü borç yönetimi devletlerin faiz oranı, nakit ve diğer risklere karşı direncini arttırmaktadır (Egeli ve Tandırcıoğlu, 2009: 17). Bu anlamda ekonomik büyüme ve istikrar için kamunun borçlanma yönetimi güçlü olmalı, devlet istediğinde ucuz maliyetle ve uygun vade ile borçlanabilmelidir.

3.4. Kamu Borçlanmasında Yaşanan Sorunlar ve Türkiye İçin Değerlendirmeler

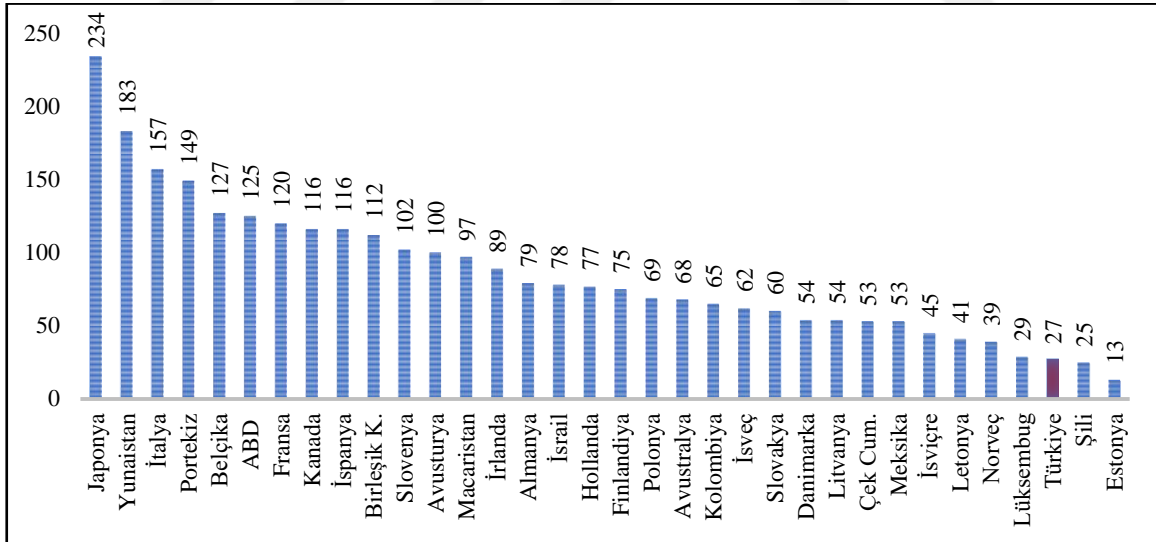
Son yıllarda yaşanan krizlerin de etkisiyle kamu borçlanmasında önemli bir dönüşüm söz konusudur. Nitekim global finansal kriz küresel bir borç artışı yaratmış, bütün dünyada borçlarda artış olmuştur (Eğilmez, 2017).

Artan borçlanma, faiz oranları, faiz ödemeleri, vergi gelirleri gibi birçok göstergede de değişime neden olmuştur. Bu açıdan aşağıda son yıllarda yaşanan borçlanma problemi ele alınmış ve durum Türkiye açısından karşılaştırmalı olarak değerlendirilmiştir.

3.4.1. Kamu Borçlarında Artış

Son yıllarda birçok ülkenin borçlarında önemli artışlar gerçekleşmiş ve artık bu durum bir problem yaratmaya başlamıştır. Nitekim, son zamanlarda Çin'deki borç büyümesinin dünya ekonomisi için tehdit olduğu tartışılmaya başlanmıştır (Çolak, 2017). Diğer yandan Mozambik gibi birçok Afrika ülkesi borç geri ödemelerinde sorunlar yaşamaya başlamıştır. Bu durum artık kamu borçlarındaki artışın dünya için bir problem olmaya başladığının da bir göstergesidir.

Grafik 19: OECD Ülkelerinde Kamu Borçları/GSYH Oranı (%) (2015)



Kaynak: OECD, 2017

Borçlanma problemine Türkiye açısından bakıldığında Türkiye'nin diğer ülkelere nazaran borç probleminin çok daha düşük olduğu söylenebilir. Nitekim Grafik 19'a göre Türkiye kamu borçları/GSYH oranına göre OECD ülkeleri içerisinde gayet düşük bir orana sahiptir. Öyle ki, 2015 yılında kamu borçları/GSYH oranı açısından Japonya'da söz konusu oran %234 iken, ABD'de %125, Kanada ve İspanya'da %116, İsrail'de %78, Meksika'da %53 ve Türkiye'de %27'dir. Bu

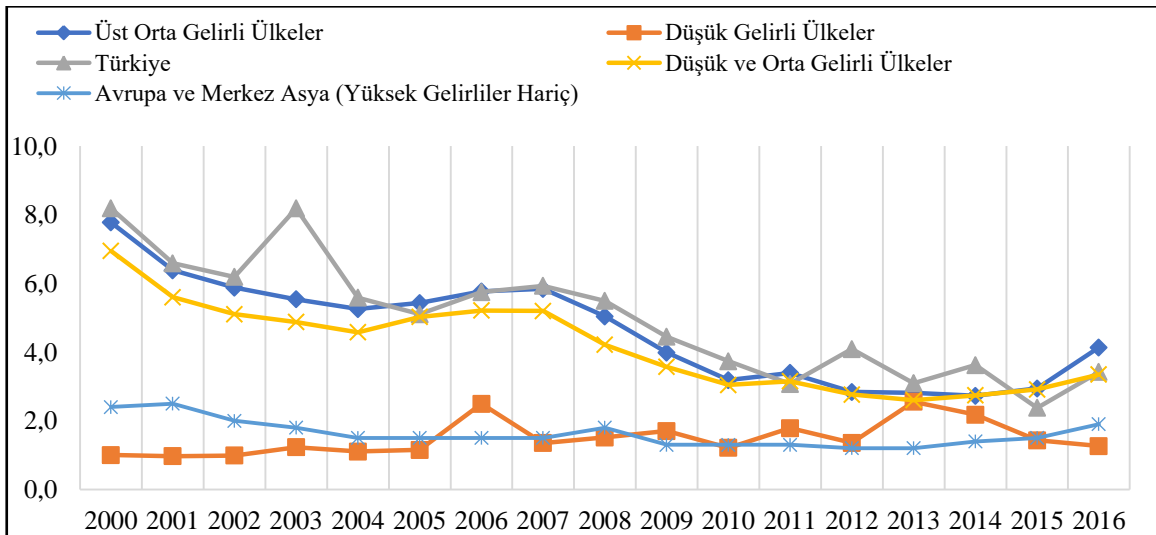
durum Türkiye borç stoku/GSYH oranının Maastricht kriterlerinin altında olduğunu da göstermektedir.

3.4.2. Faiz Oranları ve Ödemelerinde Artış

Kamu borçlanma maliyetlerini gerek yurtiçi ve gerekse de global gelişmeler yakından etkilemektedir. Yurtiçi gelişmelerden temel büyüklükler olan borçlanma göstergeleri ise yine borçlanma maliyetleri üzerinde etkiye sahiptir. Bu konuda Türkiye'nin de aralarında bulunduğu yükselen piyasa ülkelerine yönelik yapılan bir araştırmada, ülkelerin tahvil faizleri üzerinde global koşullar yanında yerel koşulların da etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bir bulgu da güçlü temel büyüklüklere (borç servisi, dış borç gibi) sahip ülkelerin global riskten kaçışa karşı daha az hassas olduğudur (Csonto ve Ivaschenko, 2013).

Faiz oranları konusunda Türkiye'de duruma bakıldığında diğer ülke grupları ile olan farklılık göze çarpmaktadır. Nitekim, Grafik 20'ye göre 2000'li yılların başında tüm ülke gruplarından daha yüksek olan dış borç faizi son dönemlerde diğer ülkelere yaklaşırsa da, son yıllara bakıldığında Türkiye'nin dış borç faizinin diğer ülkelere (Avrupa ve Merkez Asya) daha yüksek olduğu görülmektedir. Diğer yandan Türkiye'nin 10 yıllık tahvil faizleri Avrupa ülkelerinin 3-4 katıdır. Öyle ki, krizde olan Yunanistan'dan bile daha fazladır (Eurostat, 2017). Bu durum da Türkiye'nin faiz prolemine ve borçlanmada maliyetleri minimize etme gereğine işaret etmektedir.

Grafik 20: Kamu ve Kamu Garantili Dış Borç Faizleri (%) (2000-2016)

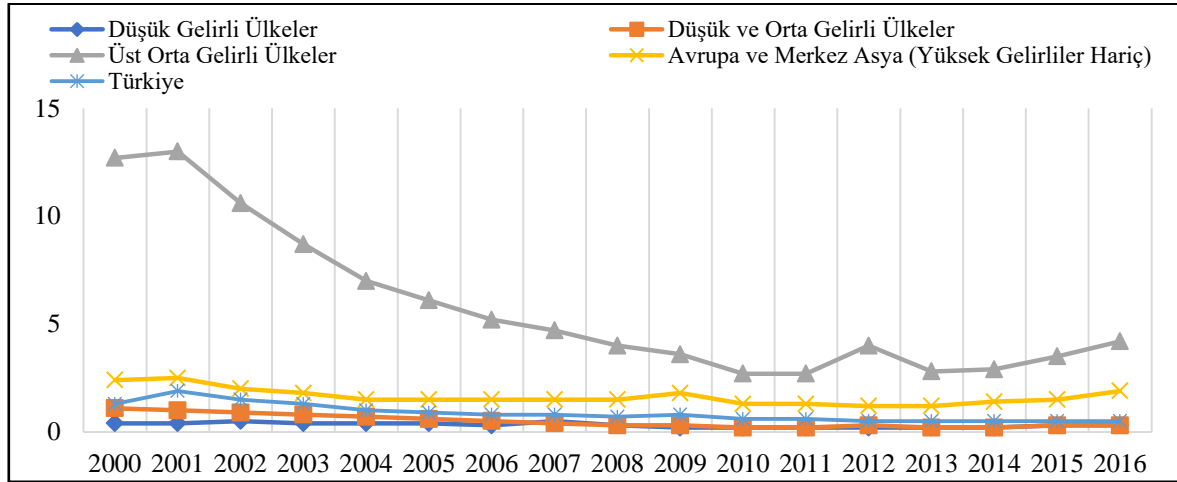


Kaynak: World Bank, 2017

Borçlanma problemi bağlamında Türkiye, Grafik 21 üzerinden diğer ülke grupları ile dış borç faiz ödemeleri/GSYH oranı açısından karşılaştırıldığında üst orta gelir grubu ülkeleri hariç olmak

üzere söz konusu oranlar arasında önemli bir fark olmadığı görülmektedir. Grafik 21'e göre son yıllara değin diğer ülkelerden yüksek olan Türkiye dış borç faiz ödemeleri/GSYH oranı son yıllarda bu ülke grupları seviyesini yakalamıştır. Türkiye dış borç faiz ödemeleri/GSYH oranı, aynı gelir grubunda bulunduğu üst orta gelirli ülkelerin oranından ve Avrupa ve Merkez Asya ülkeleri oranından düşük seviyede bulunmaktadır.

Grafik 21: Kamu ve Kamu Garantili Dış Borç Faiz Ödemeleri/GSYH (%) (2000-2016)



Kaynak: World Bank, 2017 verilerinden derlenmiştir.

3.4.3. Dışlama Etkisi

İç borçlanmayla finanse edilen kamu harcamalarının faiz oranlarında yükselmeye yol açarak özel harcamaları, özellikle de yatırımları azaltma olgusuna dışlama (crowding out) etkisi adı verilmektedir. Buna göre kamu sektörü iç borçlanmaya yöneldiğinde piyasadan belirli bir fon çektiği için faiz oranları yükselmekte ve piyasada yer alan diğer borçlanıcıların (özellikle reel kesim) kaynak kullanım olanağı sınırlanmaktadır (Uysal ve Mucuk, 2003: 160).

Konuya Türkiye açısından bakıldığında Türkiye'de belirli dönemleri ele alan çalışmalar dışlama etkisini belirlemişlerdir. Buna göre Uysal ve Mucuk (2003), 1975-2000 dönemi için Türkiye'de dışlama etkisinin geçerli olduğunu ortaya koymuştur. Son dönem verilerini de dahil eden birçok çalışma ise dışlama etkisi konusunda farklı sonuçlar elde etmişlerdir (Altunç ve Şentürk, 2010; Başar ve diğerleri, 2011; Cural ve diğerleri 2012; Şen ve Kaya, 2014; Demir, 2017).

3.5. Global Olarak Kamu Borç Yönetimi Amaçları ve Borçlanma Problemleri Açısından Sukukun Kamu Finanmanında Alternatif Olma Potansiyeli

Devlet sukukunun kamu borç yönetimi amaçlarına uyum sağlaması ve problemlere çözüm üretmesi açısından birçok avantajından bahsetmek mümkündür. En önde gelen avantajı ise yatırımcı tabanında çeşitlendirme sağlıyor olmasıdır. Bunun yanında sukuk, altyapı yatırımlarını finanse etmede uygun bir yöntem olması ve finansal istikrarı desteklemesi gibi birçok avantaja sahiptir. Bu nedendir ki Müslüman olan ülkeler yanında Müslüman olmayan ülkeler de özellikle son yıllarda sukuk ihraçlarına başlamışlardır. Hatta belirtilebilir ki sukuk ihracı Birleşik Krallık'ın uzun vadeli İslami finans planının da bir parçasıdır (HM Treasury, 2014). Diğer yandan sukukun faydaları Hazine Müsteşarlığı'nca da teyit edilmiştir. Hazine Müsteşarlığı sukuk ihracının amacını “yatırımcı tabanının genişletilmesi ve finansman araçlarının çeşitlendirilmesi” olarak belirtmiştir (HM, 2013a: 23).

3.5.1. Maliyet Minimizasyonunda Başarısız Olması

Sukuk, gerek ilk ihraç maliyetlerindeki yükseklik ve gerekse de kupon oranlarının geleneksel tahvil faiz oranlarından yüksek olması nedeniyle ne kamu borç yönetiminin maliyet minimizasyonu amacına hizmet edebilmekte ne de borç piyasası problemlerinden yüksek borç faizlerine çare olabilmektedir.

Sukuk, karmaşık yapısı, Şeri onay gerektirmesi ve standartlaşmış bir dokümantasyonunun olmaması gibi nedenlerle ilk ihraç maliyetleri açısından oldukça dezavantajlı bir enstrümandır. Bunun yanında sukuk ihraç etmek uzun bir vakit beklemek anlamına gelmektedir. Nitekim bazı sukuk ihraçları için yapılan hazırlıklar yıllar alabilmektedir. Bu durum ise sukuku maliyetli bir enstrüman haline getirmektedir.

Sukukun ilk ihraç maliyetleri yanında kupon oranları da oldukça yüksektir. Dünyanın en büyük İslami finans merkezlerinden olan Körfez Ülkeleri'nde, sukuk ve geleneksel tahvillerin ihraç maliyetleri arasındaki farkın çok küçük olduğu veya mevcut olmadığı düşünülmektedir. Hatta bazı ihraçlarda sukukun daha ucuz olduğu kanıtlanmıştır. Bunun nedeni, sukukun çoğu Körfez ülkesinde, özellikle de Suudi Arabistan'da yaygınlaşması ve nakit açısından zengin kurumsal yatırımcı talebinin sıklıkla arzı aşmasıdır. Sukuk bazı durumlarda geleneksel tahvilden daha ucuz bir enstrüman olmakla birlikte genel olarak bakıldığında geleneksel tahvilden daha pahalıdır. Nitekim Asya Kalkınma Bankası tarafından yapılan bir araştırmaya göre, Asya'da sukuk ihracı maliyetleri, Malezya ve Endonezya gibi ülkelerde İslami finansmanın büyümesine rağmen, hala geleneksel tahvil ihracı maliyetlerinden önemli ölçüde yüksektir. Endonezya'da, hükümet tarafından çıkarılan sukuk (devlet sukuku) için kâr oranları, karşılaştırılabilir konvansiyonel devlet

tahvillerine kıyasla ortalama 86 baz puan daha yüksektir. Dünyanın en likit sukuk pazarına sahip olan Malezya’da, sukuk için kâr oranları geleneksel eşdeğerinden ortalama 8 baz puan daha yüksektir (Vizcaino, 2014a).

Tablo 27: Benzer Vadelere Sahip Devlet Sukuku ve Tahvillerin Getiri Oranları

Ülke	Vade (Ay/Yıl)	Sukuk Getiri Oranı	Tahvil Getiri Oranı
Malezya	Sukuk (8/21) Tahvil (5/21)	3,74	3,62
Malezya	Sukuk (9/26) Tahvil (11/26)	4,07	3,90
Endonezya	Sukuk (3/26) Tahvil (6/26)	4,55	4,05
Fildişi Sahilleri	Sukuk (9/23) Tahvil (4/23)	5,75	5,25
Pakistan	Sukuk (3/19) Tahvil (4/19)	5,60	7,0
Katar	Sukuk (10/21) Tahvil (10/21)	2,75	2,75
Türkiye	Sukuk (9/18) Tahvil (7/18)	8,80	8,70
Türkiye	Sukuk (2/21) Tahvil (9/21)	9,40	9,20

Kaynak: İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB), 2017: 88

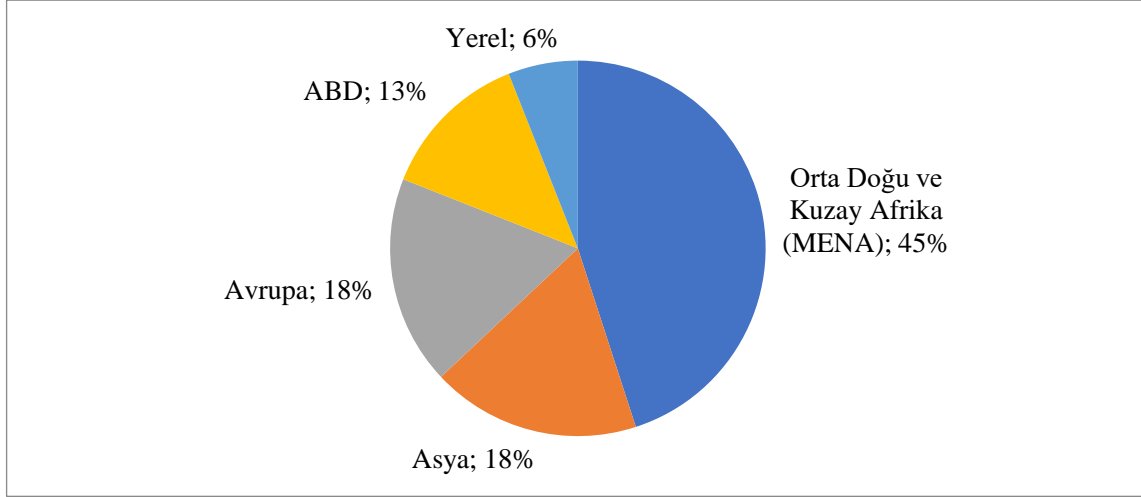
Tablo 27’de devletlerce ihraç edilen, benzer vadelere sahip sukuk ve geleneksel tahvillerin getirilerinin (sukuk için kar payı ve tahvil için faiz) karşılaştırması verilmiştir. Buna göre birçok ülkede sukukun getiri oranı geleneksel tahvilin oldukça üstündedir. Örneğin Malezya’nın 2021 vadeli sukukundaki getirinin tahvilden 12 baz puan daha yüksek olduğu görülmektedir. Yine Malezya’nın 2026 vadeli sukuk ihracında verdiği getiri tahvilden 17 baz puan daha yüksektir. Benzer şekilde Türkiye’nin 2018 vadeli sukukundaki getirinin tahvilden 10 baz puan daha yüksek olduğu görülmektedir. Yine Türkiye’nin 2021 vadeli sukuk ihracında verdiği getiri tahvilden 20 baz puan daha yüksektir. Endonezya ve Fildişi Sahilleri’nde de sukukun getirisi tahvilden 50 baz puan daha yüksektir. Ülkeler içinde sadece Katar’da sukuk ve geleneksel tahvil getirileri eşit iken Pakistan’da sukuk getiri oranı daha düşüktür. Genel olarak bakıldığında ise ülkelerin çoğunda sukuk daha fazla getiri sunmaktadır. Bu durumun temel nedenleri arasında ise sukukun daha az tanınması ve likiditesinin zayıf olması gösterilmiştir (IFSB, 2017: 87).

3.5.2. Fon Kaynaklarının ve Yatırımcı Tabanının Çeşitlendirilmesi

İyi bir borç yönetimi için gerekli olan işlemlerden ikisi fon kaynaklarında ve yatırımcı tabanında çeşitlendirmedir (Hubig, 2013: 7). Çünkü çeşitlendirilmiş bir yatırımcı tabanı ve fon kaynağı özellikle likidite ve ikincil piyasa için oldukça önemlidir. Ayrıca çeşitlendirilmiş fon kaynağı ve yatırımcı tabanı ihraççının çeşitli piyasa koşulları altında fon bulabilmesine de yardım etmektedir (Sophastienphong ve diğerleri, 2008: 14). Sukuk tam da bu noktada borç yönetimine yardımcı olmaktadır. Nitekim sukuk, fon kaynakları ve yatırımcı tabanının çeşitlendirilmesinde oldukça uygun bir enstrümandır. Bu açıdan, birçok ülke sukuku fon kaynakları ve yatırımcı

tabanında çeşitlendirme amacıyla ihraç etmektedir (HM, 2013a: 23; Enzer, 2017; Business Daily, 2017). Kimi ülkeler ise (Meksika gibi) çeşitlendirme amacıyla sukuk ihraç etmek için gözünü sukuk piyasasına dikmiş bulunmaktadır (Dwyer, 2014).

Grafik 22: Sukukun Yatırımcı Tabanının Ülke ve Bölgelere Göre Dağılımı



Not: Yerel ibaresi, sukuk ihraç eden ülke yatırımcılarınca sukuka yatırım yapıldığı anlamına gelmektedir.

Kaynak: Standard & Poor's, 2015: 8

Grafik 22'ye bakıldığında sukukun yatırımcı tabanının geleneksel tahvilden oldukça farklı bölgelerde yer aldığı görülmektedir. Nitekim Grafik 22'ye göre sukukun en büyük yatırımcısı Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesi (MENA)'dır. Ardından Asya ve Avrupa gelmektedir. Ancak örneğin Türkiye geleneksel tahvil ihraçlarına bakıldığında durumun oldukça farklı olduğu görülmektedir. Buna göre 16 Nisan 2013 tarihindeki tahvil ihracının %55'i ABD'deki, %16'sı İngiltere'deki, %16'sı Türkiye'deki, %12'si diğer Avrupa ülkelerindeki ve %1'i diğer ülkelerdeki yatırımcılara satılmıştır (HM, 2013b). Dolayısıyla sukuk ve geleneksel tahvilin yatırımcı tabanını oldukça farklı bölgeler oluşturmaktadır. Görüldüğü üzere sukukun yatırımcı tabanı daha çok MENA ve Asya'da toplanmıştır. Bu da ülkelerin herhangi bir bölgede veya ülkede yaşanacak bir kriz veya ekonomik problemde yönünü hemen sağlıklı ekonomik görünüme sahip bölgelere çevirebileceği anlamına gelmektedir. Bu anlamda sukuk, ülkelere hareket serbestisi ve fon bulmada esneklik sağlamaktadır.

Sukukun fon kaynakları ve yatırımcı tabanında çeşitlendirme sağlamanın avantajı özellikle global finansal kriz ve ardından gelen Avrupa borç krizi dönemlerinde ortaya çıkmıştır. Nitekim özellikle ABD ve Avrupa bankalarının kriz dönemlerinde problemlili olmaları bu kuruluşları borç vermekten alıkoymuştur. Bu durumun sonucunda ise çeşitli ülkeler sukuk ihraçlarına hız vermiş, böylece devlet sukuku ihraçları krizlerin ertesinde önemli seviyelere çıkmıştır (Pasha, 2011; Reuters, 2012). Diğer yandan, kimi ülkelere sukuk piyasasına girmeye başlamıştır. Bu anlamda

krizin ertesinde birçok Müslüman ülke (örneğin 2009'da Endonezya) ilk devlet sukuku ihraçlarını gerçekleştirirken, krizden sonra Birleşik Krallık, Fransa, Lüksemburg, Avustralya, Hong Kong, Japonya ve Singapur gibi Müslüman olmayan ülkeler, kendi finansal piyasalarına alternatif olarak İslami finansal enstrümanlar ihraç etmenin yollarını aramaya başlamışlardır (Elian, 2015: 14).

Sonuç olarak, sukuk özellikle ekonomik ve finansal olarak çalkantılı dönemlerde yatırımcı tabanının ve fon kaynaklarının çeşitlendirilmesini sağlayarak ihraççılara alternatif bir çıkış yolu sunmaktadır. Bu durumun bir sonucu olarak, sukuk birçok Müslüman ülke yanında Müslüman olmayan ülke tarafından da ihraç edilmiş ve son yıllarda sukuk ihraç eden ülke (Togo gibi) sayılarında artışlar görülmeye başlanmıştır.

3.5.3. Finansal İstikrara Katkısı

Sukuk genellikle risk paylaşımı ya da kâr-zarar paylaşımı mekanizmasına dayanmaktadır. Sukukta taraflar üretim, nakliye ve çeşitli piyasa risklerini birlikte taşırlar ve bu da gelir oynaklığı riskinin engellenmesine yardımcı olabilir. Bu durum ise dengeli bir gelir paylaşımı sistemi getirerek işleyişin çökmesini engeller. Bu açıdan sukuk finansal istikrarı sağlamakta oldukça yararlıdır (Taoual, 2016: 6).

Sukuk, geleneksel tahvillerin aksine bir varlığa dayanmak zorundadır. Ayrıca bu varlık maddi duran varlık şeklinde olmalıdır ve bazı özellikleri de bünyesinde taşıması gerekmektedir. İşte sukukun bir varlığa dayalı olarak ihraç edilmesi zorunluluğu finansal balonların oluşumunu da engelleyebilecektir (Febriyan, 2017).

Ayrıca sukuk, İslami finansın gerek ve yasaklarına uyum sağladığından dolayı da finansal krizlerin çıkmasına karşı bir önlem niteliğindedir. Nitekim global finansal krize bakıldığında özünde belirsizlik (garar) yasağının çiğnendiği görülmektedir. Şöyle ki, krizin başlamasında finansal türevlerin kullanılması yatmaktadır. Bunlar da tümüyle belirsizlik içermektedir. Diğer yandan krizin başlangıcındaki diğer öğeler olan CDOs da yine belirsizlik içermektedir ve belirsizlik İslami finasta ve dolayısıyla sukukta yasaktır (Hassan ve Kayed, 2009: 41-46). Bu açıdan sukukun uymak zorunda olduğu yasaklar sukuku finansal istikrar için önemli bir enstrüman haline getirmektedir. Diğer yandan sukuk ihraçları, geleneksel tahvillere nazaran finansal krizden daha az etkilenmiştir (Al-Amine, 2014: 33). Nitekim 2008 yılında sukuk piyasası %50 civarında daralırken yapılandırılmış finans piyasası %80 daralmıştır (Jobst, 2009: 357). Diğer yandan, krizle birlikte sukuk temerrütleri de görülmekle birlikte bunların sayısı oldukça azdır. Ancak temerrütlerin nedeni Kamali ve Abdullah (2014: 2)'ye göre sukukun Şeri kurallara uyulmayarak borç enstrümanları olarak yapılandırılmasıdır. Dolayısıyla sukukun krizlere karşı duran ve finansal istikrarı sağlayan bir yapıda olması için Şeri kurallara uyum sağlaması gerektiği açıktır.

3.5.4. Altyapı Yatırımları İçin Uygun Olması

Altyapı yatırımları genel olarak uzun vadeli, banka kredileri ise kısa ve orta vadeli olduğu için, bankalara uzun vadeli projeleri finanse etmek için aşırı derecede bağımlılık ideal bir metot değildir ve bu nedenle vade uyumsuzluğu riski yaratmaktadır. Sonuç olarak, alternatif finansman kaynakları, altyapı gelişimini desteklemek için gerekli hale gelmiştir. Bu bağlamda altyapı, farklı sermaye sağlama kanalları kullanılarak finanse edilebilir ve bu konuda farklı mali yapı ve araçları içerebilir (Febriyan, 2017). Bu nedenle geniş ölçekli ve uzun vadeli altyapı yatırımları için alternatif fon kaynaklarından sukuk ön plana çıkmaktadır. Sukuk bu anlamda uzun vadeli altyapı yatırımları için fon açığını kapatmakta ve altyapının sürdürülebilir gelişimi için alternatif sunmaktadır (Business Daily, 2017).

Normalde büyük ölçekli ve uzun vadeli finansman gerektiren altyapı projelerinin doğası göz önüne alındığında, sukuk gibi sermaye piyasası araçlarına son zamanlarda daha çok dikkat çekilmiştir. Sukuk yoluyla fon sağlama metodu, İslami finansın ayrılmaz bir parçası ve altyapı finansmanı ihtiyaçlarını desteklemek için önemli bir dayanak noktası haline gelmiştir (Febriyan, 2017). Bu anlamda, birçok Müslüman ve Müslüman olmayan ülke altyapı yatırımları için sukuk ihraç etmiştir. Örneğin 2013'te Nijerya ve Senegal, 2014'te ise Birleşik Krallık altyapı yatırımları için sukuk ihraç etmiştir (Business Daily, 2017). Örnek vermek gerekirse, Nijerya'nın 280 milyon dolarlık devlet sukuku ihracından elde edilen fonlar bazı altyapı projelerinde kullanılacaktır. Projelerden bazıları, Loko Oweto Köprüsü, Abuja-Lokoja yolunun bir bölümünün çift yola dönüştürülmesi, Suleja-Minna yolunun ve aynı zamanda Kano-Maiduguri yolunun çift yola dönüştürülmesini içermektedir. Onitsha-Enugu Otobanının iyileştirilmesi ve Enugu-Port Harcourt yolu, Ibadan-Ilorin yolu ve Kano-Katsina yolunun çift yola dönüştürülmesi de projelere dahildir (Asoko Insight, 2017). Diğer yandan, Senegal, havalimanı projesinin finansmanı için 2016 yılında ikinci devlet sukuku ihracını gerçekleştirmiştir (Ambrose, 2016).

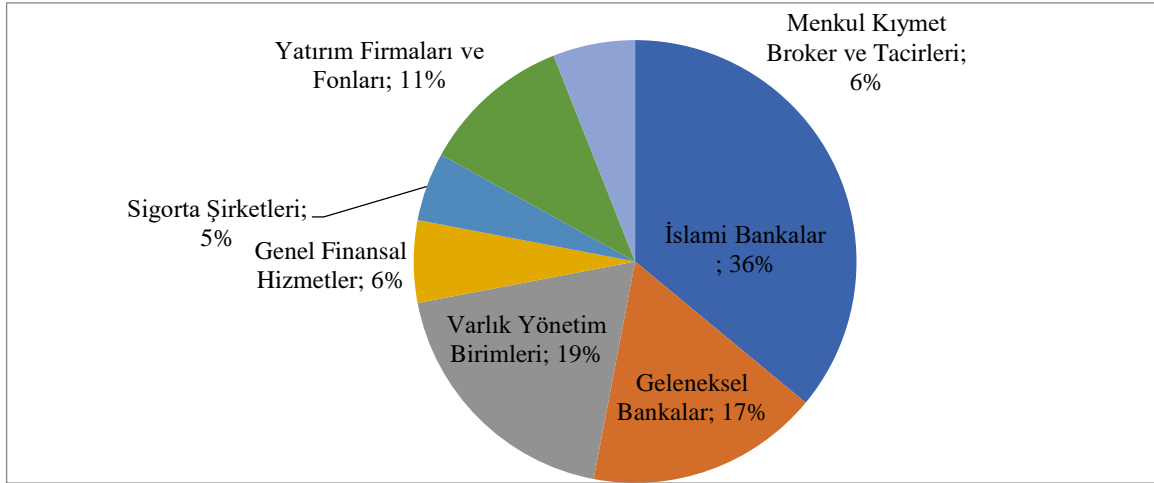
3.5.5. İslami Bankaların Gelişimini Sağlaması

İslami bankacılık sektörü hem ihraççı hem de yatırımcı rolüyle sukukun gelişiminde önemli bir rol üstlenmektedir. Diğer yandan İslami finansal enstrümanlara yönelik inovasyonda da İslami bankaların önemli bir rolü vardır. Ancak İslami bankalar sukuk alanında tam bir gelişim sağlayamamıştır. Nitekim sukuk ihracında ana düzenleyici olarak görev yapan az sayıda İslami banka vardır. Ayrıca İslami bankaların sayısı az ve büyüklüğü de yetersizdir.

Sukukun gelişiminde İslami bankaların rolü önemli iken İslami bankalar yatırımcı olarak sukuktan tam olarak yararlanamamaktadırlar. Nitekim piyasada sukuka ilişkin arz kısıtı var iken İslami bankalar yatırım yapacak sukuk bulmakta zorlanmaktadırlar. Geleneksel yatırımcıların da

sukuka aşırı talep göstermesi sonucu bu problem daha da büyükmektedir (Harvey ve Cosgrave, 2012: 22). Bu ise söz konusu bankaların işlevlerini yerine getirmelerine engel olmaktadır. Nitekim, İslami bankalar faiz taşıyan enstrümanlara yatırım yapmadıklarından paralarını kullanacakları sınırlı sayıda ürün ve enstrümana sahiptirler (Zaidi, 2007). Bu durum ise fazla likit varlıkları yönetmelerini zorlaştırmaktadır. Örneğin, Altaleb ve Alkhatib (2016: 117)'ye göre Ürdün'de İslami bankaların elinde aşırı fon vardır ve yatırım yapacak seçenekleri çok azdır.

Grafik 23: Sukukun Yatırımcı Profili



Kaynak: Reuters, 2013: 130

Gerçekten Grafik 23'ten Reuters tarafından yapılan araştırmanın sonucuna bakıldığında İslami bankalar sukukun en büyük yatırımcıları olarak göze çarpmaktadır. Nitekim, İslami bankalar toplam sukukların %36'sını almışlardır. Dikkat çeken diğer nokta portföy çeşitlendirmesi ve yüksek getiri elde etmek amacıyla geleneksel bankaların da sukuk alımına yöneldiğidir. Geleneksel bankalar, sukukların %17'sine yatırım yapmışlardır. Bu açıdan İslami bankaların sukuk piyasasında geleneksel bankalar yanında birçok rakibi vardır ve sukuka yatırım yapabilmeleri için piyasanın daha çok devlet sukuku ile desteklenmesi gerekmektedir.

İslami bankaların yeterince yatırım yapabilecek alana sahip olması için devlet sukukları ihracı ve bu ihracın artırılması oldukça önem arz etmektedir. Nitekim devlet sukukları özel sektör için bir gösterge oluşturmakta ve sukuk piyasasını topyekûn olarak geliştirebilmektedir. Diğer yandan, sukuk piyasasının yüksek kredi derecesine sahip devlet sukuklarına da ihtiyacı vardır. Bu açıdan son yıllarda yüksek kredi derecesine sahip sukukların piyasaya çıkışı İslami bankalar için sevindiricidir. O nedenle İngiltere, Lüksemburg ve Hong Kong gibi ülkelerin devlet sukuku ihraçları, İslami bankaların likidite yönetimi için oldukça olumlu gelişmelerdir (Vizcaino, 2014b).

3.5.6. Yurtiçi Tasarrufları Artırması

Bazı yatırımcılar dini nedenlerden dolayı geleneksel ve faize dayalı finansal enstrümanlara yatırım yapmak istememektedir. Özellikle de faizli enstrümanlara yatırım yapmak istemeyen yurtiçi yatırımcılara sukuk bir alternatif olarak sunulması yurtiçi tasarruflar artırılabilir. Bu durum özellikle Müslüman çoğunluk ülkelerde geçerlidir. Nitekim Reuters (2013: 119) tarafından yapılan bir araştırmada katılımcıların %54'ü sukuka dini gerekliliklerden dolayı yatırım yaptıklarını belirtmişlerdir. Bu sonuç göstermektedir ki devlet sukuklarının yurtiçi tasarrufları arttırmada önemli bir potansiyeli vardır.

3.6. Türkiye’de Kamu Borç Yönetimi Amaçları ve Borçlanma Problemleri Açısından Sukukun Kamu Finanmanında Alternatif Olma Potansiyeli

Sukuk, kamu borç yönetiminin amaçlarına önemli ölçüde katkı sağlarken bazı amaçlarda henüz yetersiz durumdadır. Bu durumun en büyük sebebi sukukun henüz niş bir ürün olması ve sukuk piyasasında yaşanan sorunlardır. Bu anlamda aşağıda Türkiye’de kamu borç yönetimi amaçları ve borçlanma problemleri açısından sukukun alternatif bir borçlanma ürünü olarak potansiyeli analiz edilecektir.

3.6.1. Maliyet Minimizasyonunda Başarısız Olması

Sukuk, geleneksel tahvile göre yüksek ihraç maliyetlerine sahiptir. Şöyle ki, sukuk ihracının zaman alması, karmaşık yapısı, dini danışmanlık ve onay gereği nedeni ile Şeri kurulları gerektirmesi gibi nedenlerle sukuk başlangıç giderleri geleneksel tahvile göre oldukça yüksek seviyededir (Yean, 2009: 12). Nitekim bu durum potansiyel devlet sukuku ihraçlarını da etkilemektedir. Bu konuda sukuk ihraç etmek isteyen Kanada Finans Bakanlığı sözcüsü, “Bu yeni geleneksel olmayan ürün oldukça yüksek ihraç maliyetine sahiptir. Artan maliyetler devletimizin düşük maliyetli ürünlerle fonlama amacını karşılamamaktadır” demiştir (Reuters, 2014). Şüphesiz Türkiye’de de sukuk ihraçları konusunda çeşitli karmaşık işlemler ve Şeri onaylar gerekmektedir ve ihraç maliyetleri yükselmektedir.

Yüksek ihraç maliyetleri yanında sukuk Türkiye’de geleneksel tahvile göre daha yüksek kupon oranı sunmaktadır. Nitekim TL cinsi ihraç edilen 6 ayda bir kupon ödemeli sabit faizli devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) ve kira sertifikası (sukuk) ihracını gösteren Tablo 28’den de bu durum görülmektedir.

Tablo 28: TL Cinsi 6 Ayda Bir Kupon Ödemeli Tahvil ve Sukuk Getirileri Karşılaştırması

Enstrüman Türü	Valör Tarihi	İtfa Tarihi	Dönem Faizi/Getirisi
Tahvil	15.07.2015	14.06.2017	4,76
Sukuk	19.08.2015	16.08.2017	4,98
Tahvil	13.07.2016	17.02.2021	4,41
Sukuk	20.07.2016	14.07.2021	4,70
Tahvil	28.09.2016	11.07.2018	4,40
Sukuk	28.09.2016	26.09.2018	4,40
Tahvil	16.11.2016	11.07.2018	4,94
Sukuk	23.11.2016	21.11.2018	5,08

Kaynak: HM, 2017c: 5; HM, 2016b: 5

Tablo 28’ye göre sukukun (kira sertifikalarının) getirileri genel olarak geleneksel tahvillerden daha yüksektir. Bu durumun nedenleri arasında hiç şüphesiz sukuk piyasası problemleri yatmaktadır. Nitekim sukuk piyasası problemlerinden standardizasyon eksikliği, zayıf ikincil piyasa gibi nedenlerle yatırımcılar sukuktan daha fazla getiri talep etmektedirler (Reuters, 2014).

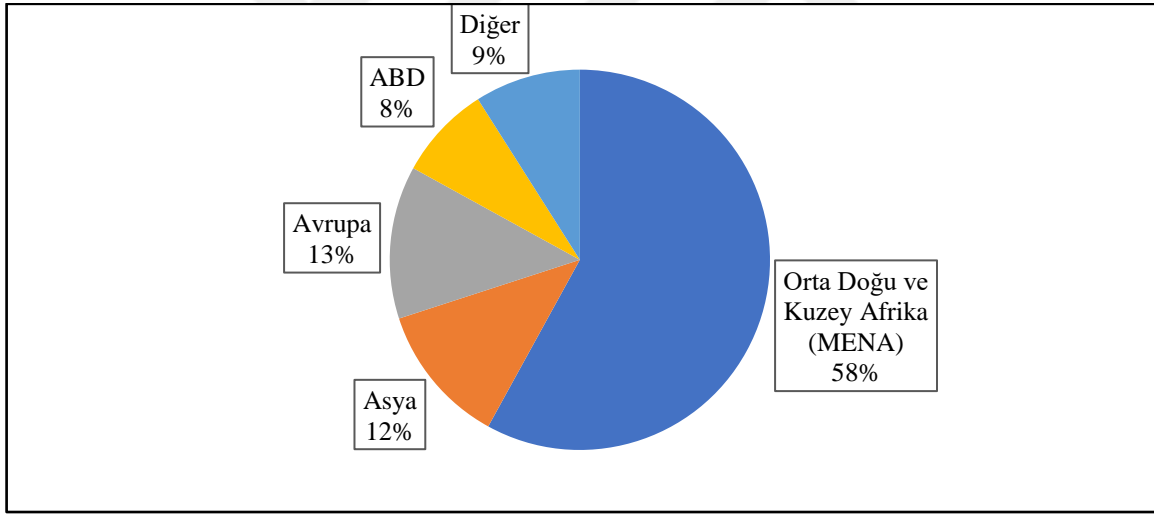
Sukukun geleneksel tahvillere göre maliyetli olması, geçmişte yaşanan yüksek faiz sarmalından alınan dersler ile ve Türkiye’nin birçok ülkeden (Avrupa ülkeleri gibi) daha yüksek faiz ödediği gerçeği ile uyumlu görüntü sunmamaktadır. Nitekim daha düşük maliyetle borçlanma diğer ülkeler gibi Türkiye’nin de faiz dışı fazla vermesine (ki günümüzde temel amaçlardan birisi budur) ve bu anlamda daha az faiz gideri yapmasına olanak tanıyacaktır. Bu anlamda sukuk hem ilk ihraç maliyetlerindeki yükseklik ve hem de geleneksel tahvilden daha yüksek getiri oranı sunması nedeniyle Türkiye’nin daha düşük maliyetle borçlanma hedefine hizmet etmemektedir.

Sukukun geleneksel tahvillere göre daha maliyetli bir enstrüman olması sukukun maliyet minimizasyonu açısından kamu borç yönetimi amaçlarına hizmet edecek bir alternatif olmadığını göstermektedir. Nitekim kamu borç yönetiminin esas amacı borçlanma maliyetlerini minimize etmektir. Bu açıdan sukukun alternatif olarak var olabilmesi ileriki aşamalarda sukuk piyasası problemlerinin çözülebilmeye bağlıdır. Diğer yandan sukukun pahalı olmasına ve sukuk piyasası problemlerine rağmen birçok ülkenin sukuk ihraç etmeye devam etmesi, sukukun diğer amaçlara hizmet etmekte olduğunu da gözler önüne sermektedir (Dariusz, 2017: 69). Sukukun avantajları bağlamında problemlere çözümü ve kamu borç yönetimine hizmeti açısından aşağıda yer verilen başlıklarda yer alan avantajları barındırdığı düşünülmektedir.

3.6.2. Yatırımcı Tabanının ve Borçlanma Araçlarının Çeşitlendirilmesi

Finansal krizler ve borç krizleri geçmişten günümüze birçok ülkede ve bölgede (Avrupa, Asya, Rusya, ABD, Türkiye gibi) kendini göstermiştir. Bu anlamda günümüz global sisteminde krizlerin boy göstermediği bir dönem yaşanmamıştır. Bu açıdan Türkiye'nin de global finansal sisteme entegre bir ülke olarak bu krizlerden etkilenmemesi düşünülemez. Bu nedenle Türkiye'nin yatırımcı tabanını çeşitlendirerek risklerini azaltmasına ihtiyaç vardır. Geleneksel tahvil ihraçlarına baktığımızda Türkiye'nin yatırımcı tabanı genellikle ABD ve Avrupa olmuştur. Nitekim, 9 Nisan 2014 tarihli devlet tahvilinin %41'i Almanya'daki, %14'ü İngiltere'deki, %26'sı diğer Avrupa ülkelerindeki, %15'i Türkiye'deki ve %4'ü diğer ülkelerdeki yatırımcılara satılmıştır (HM, 2014a). 23 Ocak 2014 tarihli devlet tahvilinin ise %66'sı ABD'deki, %10'u İngiltere'deki, %12'si diğer Avrupa ülkelerindeki, %10'u Türkiye'deki ve %2'si diğer ülkelerdeki yatırımcılara satılmıştır (HM, 2014b). Türkiye'nin ihraç ettiği devlet sukukunun yatırımcı tabanı ise oldukça farklı bölgeleri içermektedir. Bu durum Grafik 24'ten de görülmektedir.

Grafik 24: Türkiye Devlet Sukuku Yatırımcı Tabanının Bölgelere Göre Dağılımı (2013)



Kaynak: AlSaeed, 2015

Grafik 24'ten görüldüğü gibi Türkiye'nin sukuk ihracında yatırımcı tabanının %58'ini MENA Bölgesi oluşturmaktadır. Asya ise toplam yatırımcılar içerisinde %12'lik bir pay almaktadır. Geleneksel tahvillerin aksine Avrupa ve ABD sukuk yatırımcılarının sadece %13 ve %8'lik kısmını oluşturmaktadır. Bu görüntü bize devlet tahvili ve devlet sukukun yatırımcı tabanının farklı bölgeler olduğunu göstermektedir. Bu anlamda Türkiye sukuk ihracına devam ederek yatırımcı tabanında çeşitliliği sağlayabilecek ve krizlere karşı alternatif yatırımcı bölgelerini elinde bulundurabilecektir.

Sukuk ile Türkiye’de kamu finansmanında kullanılabilecek olan borçlanma araçları çeşitlenmiş ve borç yönetiminde esneklik sağlanmış olmaktadır. Nitekim bu durumun son örneği global finansal kriz ile görülmüştür. Global finansal kriz ile daralan likidite ve bozulan finans sektörü nedeniyle birçok ülke sukuk ihracına yönelmiştir. Bu durumun temel nedeni hiç şüphesiz özellikle Batı Ülkeleri ve ABD borçlanma piyasasında var olan zorlu koşullar ve gücünü kaybeden bankalardır (Pasha, 2011; Reuters, 2012).

Sukuk, global krizden sonra temel ihraççılar olan Malezya, Endonezya ve Körfez Ülkeleri’nden öte diğer ülke ve bölgelere de kabul görmeye başlamıştır. Moody’s’e göre, Avrupa bankaları genellikle dış bölgelere ve özellikle altyapı yatırımlarına krizden önce borç vermekte, yatırım yapmakta idi. Ancak krizle birlikte Avrupa bankaları, yerel ekonomileri gücünü kaybettiğinden ve artan sermaye gereksiniminden dolayı ülke dışı borç verme faaliyetlerini azaltmışlardır. Bu nedenle, Orta Doğu ve Asya’daki ülkeler, daralan uluslararası fonlara ulaşma imkanı nedeniyle altyapı projelerini finanse etmek için yerel yatırımcılarına yönelmişlerdir. (Reuters, 2012). Nitekim Türkiye de krize karşı önlem olarak sukuk ihraç eden ülkeler arasında yer almaktadır. 2008 yılında üst düzey yetkililer Körfez ülkelerine fon kaynaklarını değerlendirmek için gittiklerinde varlığa dayalı menkul kıymet ihracı (sukuk icara) konusunun da cazip ortak yatırım imkanları arasında yer aldığı ifade etmişlerdir. Ayrıca Bakan Mehmet Şimşek de krize karşı alınacak önlemleri açıklarken, “Körfez ülkeleri yatırımcılarının talep ettiği senet, sertifika ve benzeri finansman araçları çıkarılacak” demiştir (Milliyet, 2008).

3.6.3. Ekonomik Büyümeye Katkı Sağlaması ve Yurtiçi Tasarrufların Arttırılması

Türkiye gerek iç tasarrufların yetersizliği gerekse de devletin fon ihtiyacı nedeniyle dış borçlanmaya başvuran ülkeler arasındadır. Son yıllarda yaşanan krizlere rağmen hızlı bir büyüme trendi yakalayan Türkiye’nin, dış borçları ekonomik büyümeye temel edinerek verimli kullandığı düşünülmemektedir. Nitekim birçok çalışmada (Ağır, 2016; Bilginoğlu ve Aysu, 2008; Çiçek vd., 2010; Uysal vd., 2009) dış borçlanmanın Türkiye’nin ekonomik büyümesini negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Diğer yandan, iç borçlanmanın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ele alan birçok çalışmada (Çiçek vd., 2010; Doğanalp, 2015) iç borçlanmanın ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkide bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Borçlanma ile büyüyen bir ekonomi olarak Türkiye’de yaşanabilecek bir likidite sıkışıklığı ise uzun dönem büyüme hedeflerini olumsuz etkileyebilecektir (Doğanalp, 2015: 187). Dolayısıyla sukukun iç tasarrufları arttırıcı yönünden bu noktada yararlanılabilecektir. Belirtildiği üzere sukuk, özellikle dini nedenlerle faizli enstrümanlara yatırım yapmayan yatırımcıların tasarruflarını çekebilecek kabiliyette bir enstrümandır. Dolayısıyla, Türkiye için sukuk iç borçlanma yoluyla fon elde etme yöntemlerinden biri olarak ekonomik büyümeyi arttırabilecektir. Ancak belirtmek gerekir ki maalesef Türkiye’de sukukun iç borçlanmadaki payı sadece %3’tür (Ulusoy ve Ela, 2015: 163). Bu açıdan

TL bazlı sukukun arttırılması gereklidir. Nitekim Hazine Müsteşarlığı 2017 yılında TL bazlı sukuklarda geniş bir ihraç yapmıştır. Bu ihraçların söz konusu %3'lük oranı arttıracığı beklenmektedir.

Son dönemlerde İslami nedenlerle faizli menkul kıymetlere yatırım yapmayan kesimin tasarruflarını yatırımlara kazandırmak üzere sukuk yanında birçok İslami menkul kıymet geliştirilerek İslami nedenlerle faize yatırım yapmayan kesimlerin tasarrufları piyasaya çekilmeye çalışılmıştır. Bu amaca Malezya ve Körfez ülkeleri gibi birçok ülke ulaşırken İslami yatırımcılar yanında İslami güdülerle hareket etmeyen yatırımcı tabanından da fon elde edilebilmiştir. Çeşitli İslam ülkelerine benzer şekilde Türkiye'de de fon arz ve talep eden önemli bir kesim faizden kaçınmaktadır (Tekin, 2017: 160-162). Bu durum ise sukuk ile fon elde edilmesinin önemini bir kez daha ortaya çıkarmıştır. Nitekim sukuk ile fon elde edilmesi sonucunda İslami güdülerle hareket eden hanehalkından da fon elde edilebileceği gibi geleneksel borçlanma araçlarına yatırım yapamayan İslami bankalardan (katılım bankaları) da fon elde edilerek yurtiçi yatırımcı tabanı genişletilebilecek ve dışlama etkisi (eğer varsa) engellenebilecektir.

Sukukun Türkiye'de tasarrufları arttırma ve ekonomik büyümeye temel oluşturma anlamında bazı problemleri vardır. Nitekim birçok ülke ile birlikte Türkiye'de de sukukun hanehalkına doğrudan satışı yoktur. Türkiye'de sukuk, halka arz yöntemi ile değil doğrudan satış yöntemi ile yapılmaktadır (altına endeksli sukuk hariç tutulursa). Dolayısıyla birincil piyasada sukukların büyük bölümünü elde eden İslami bankalar, genellikle sukukları vadeye kadar elde tutmakta ve ikincil piyasada ticarete konu etmemektedir. Bu durum bir yandan sukukun Türkiye'de ikincil piyasasını zayıflatırken diğer yandan hane halkı tasarruflarının İslami borçlanma senetlerine yatırılmasını da engellemektedir. Diğer yandan Türkiye'de sukuk hane halklarına birincil piyasada ulaşabilse bile birçok tasarruf sahibi hane halkının İslami finans piyasası ve özelde ise sukuk konusunda belirli bir bilgisi yoktur. Nitekim yapılan bir araştırmaya göre Türkiye'de İslami finansa katılmayan müşteri grubunun %80'i, İslami finansa katılan müşteri grubunun ise %40'ı İslami finansal ürünlerin yapıları hakkında çok az bilgiye sahip olduğunu belirtmiştir (Islamic Finance News [IFN], 2014). Dolayısıyla özel sektörde yer alan belirli bir müşteri grubunun sukuk hakkında bilgi sahibi olmama olasılığı oldukça yüksektir.

Türkiye'nin sukuk yoluyla yurtiçi tasarrufları yatırıma dönüştürme potansiyeli oldukça yüksek olsa da halka arzın olmaması ve sukuk hakkında bilgi sahibi olunmaması gibi problemlerin öncelikle çözülmesi gerekmektedir. Bu sayede Türkiye'de sukuk, İslami nedenlerle faize yatırım yapmayan kesimin tasarruflarını piyasaya çekebilecektir.

3.6.4. Finansal İstikrara Katkı Sağlaması

Sukuk, özünde varlığa dayalı bir enstrüman olması ve İslami finansın yasaklarına uyması, yani Şeriata uygunluğu dolayısıyla doğası itibariyle finansal istikrara yakın bir enstrümandır. Nitekim, günümüz geleneksel finansal sistemi krizlere yatkın yapısıyla sıklıkla krize girmekte ve bu krizler çeşitli ülkeleri etkileyebilmektedir. Türkiye de geçmişte birçok kriz yaşamış bir ülke olarak, özellikle de 2001 krizi ile birlikte finansal istikrarın önemini kavramıştır. 2001 yılından sonra bankacılığa yönelik düzenlemeleriyle güçlü bir finansal yapı kuran Türkiye'nin finansal krizlerden daha ez etkilenmesi ve krizlere karşı dirençliliğini arttırması için sukuk ihraçları önemli bir zemin oluşturmaktadır. Sukuk ihraçları bu anlamda Türkiye'nin finansal piyasalarını derinleştirebilecek, ürün çeşitliliği sağlayabilecek ve geleneksel finansal yapıların doğasında var olan krizlere yatkınlığını (kırılgan beşli içinde olduğu düşünüldüğünde) giderebilecektir. Bu açıdan sukuk, piyasadaki finansman araçlarını çeşitlendirerek şoklara karşı ekonomiyi koruyabilecektir (Ulusoy ve Ela, 2015: 161).

Diğer yandan sukuk İslami bankaları destekleyerek de finansal istikrarı sağlayabilecektir (Sakarya ve Kaya, 2013: 11). Nitekim, Türkiye'de finans sektörünün maruz kaldığı dört büyük krizden, yani 1990 Körfez krizi, 1994 finansal krizi, 1998–1999 Güney Doğu Asya krizi ve 2001 finansal krizinden, katılım bankaları en az hasarla çıkmışlardır. Bu durum bize, katılım bankalarının gösterdikleri başarı ve performansı göstermektedir (Arslan, 2017: 13). Bu nedenle, devlet sukuku ile katılım bankalarına hem likiditelerini yönetecek hem de uluslararası standartları karşılayacak enstrümanlar sunmak bankaların gelişimi için oldukça önemlidir. İslami bankaların gelişimi ise Türkiye'de finansal istikrarın gelişimi için önemli bir faktördür. Bu açıdan finansal istikrara ulaşmak adına İslami bankalar devlet sukukları ihracı ile desteklenmelidir.

3.6.5. Altyapı Yatırımları İçin Uygun Olması

Türkiye, son yıllarda özellikle altyapı projelerine ayrı bir önem vermesine rağmen hala altyapı projelerine ihtiyacı olan bir ülkedir. Bu anlamda Türkiye'nin enerji, ulaşım gibi alanlarda yatırımlarına devam etmesi beklenmektedir. Nitekim bu durum Tablo 29'dan de görülebilmektedir.

Tablo 29: Türkiye'nin 2023'e Değın Yapacağı Altyapı Yatırımları Tahmini

Sektör	Yatırım Tutarı (Milyar Dolar)
Ulaşım (Yol)	80
Ulaşım (Demiryolu)	30
Ulaşım (Liman)	30
Ulaşım (Havaalanı)	30
Sağlık Hizmeti	30
Telekomünikasyon	25
Yenilenebilir Enerji	39
Enerji (Nükleer)	36
Enerji (Yerel Kömür)	15
Enerji (Diğer)	10
TOPLAM	325

Kaynak: PWC, 2017: 6

Tablo 29'dan görüleceği gibi Türkiye'nin 2023 hedefinde 325 milyar dolarlık altyapı yatırımları yapmak vardır. Bu yatırımların büyük bölümünü ulaşım sektörü yatırımları oluşturmaktadır. Nitekim tahmini ulaşım sektörü altyapı yatırımları tutarı 170 milyar dolardır. Diğer yandan enerji alanında da büyük yatırımlar gerekmektedir. Enerji alanında toplam tahmini yatırım tutarı 100 milyar dolardır. Sağlık alanı ve telekomünikasyon içinse sırasıyla 30 ve 25 milyar dolarlık yatırım yapılacağı tahmin edilmektedir. Tablo 29'dan de görüldüğü gibi Türkiye'yi önümüzdeki yıllarda büyük altyapı projeleri yatırımı beklemektedir. Ancak bu konuda Hazine Müsteşarlığı hala hazır olduğunu beyan etmemiştir. Bu anlamda Türkiye'de altyapı yatırımlarının sukuk ile yapılması konusunda önemli bir fırsat varken (IFN, 2014) sukuk ihracı ile proje finansmanına ilişkin çalışmalar hala devam etmektedir (HM, 2014c: 66).

Diğer yandan yenilenebilir enerji konusunda yeşil sukuk (green sukuk), hem sosyal yönden sorumlu bir sukuk olması hem de sırf yenilenebilir enerji gibi alanlar için ihraç ediliyor olması dolayısıyla Türkiye için önemli bir alternatif sunmaktadır. Bu açıdan Türkiye'nin yeşil sukuka ilişkin çalışmalara başlaması faydasına olacaktır. Nitekim Malezya gibi ülkeler yeşil sukuk ihracı ile yatırımcı tabanını daha da genişletme fırsatını yakalarken sukuku yeşil yatırımlara uydurmayı da başarmışlardır. Bu açıdan Türkiye'de yeşil sukuk ihracına ilişkin yasal altyapı tamamlanarak yeşil sukukun sağladığı avantajlardan yararlanılmalıdır.

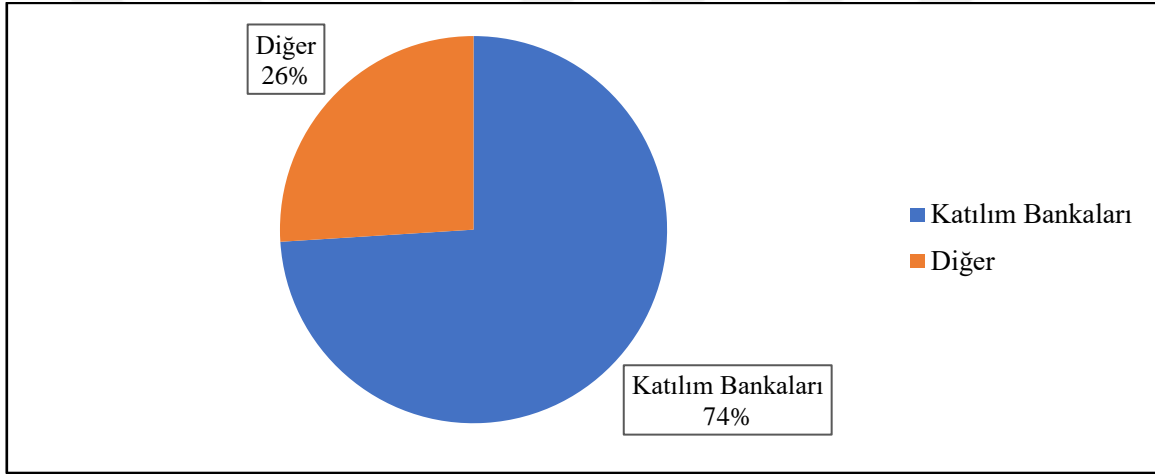
Türkiye'de kamu altyapı yatırımlarında kullanılabilecek olan icara sukuk (kira sertifikası) dışında çeşitli sukuklar ihraç edilebilmektedir. Ancak yapılan yasal düzenlemelerle altyapı yatırımlarında ortaklık kurulabilecek (muşaraka sukuk gibi) sukuk türleri ihraç edilebilmesine

rağmen bu konuda vergisel düzenlemeler hala yeterli değildir. Nitekim Türkiye’de vergisel düzenlemeler hala icara sukuka yani kira sertifikasına yöneliktir.

3.6.6. Katılım Bankalarının Gelişimine Katkı Sağlaması

Devlet sukuku ihraçları Türkiye’deki İslami (katılım) bankalarının yatırım ihtiyacı için önem arz etmektedir. İlk olarak devlet sukukları, sukuk ihraç etmek isteyen bankalar için gösterge getiri (benchmark) örneği sunarken, diğer yandan katılım bankalarının yatırım ihtiyacını karşılamaktadır. Dolayısıyla devlet sukukları bankaların likidite yönetimi için ihtiyaç duyduğu sukuku bankalara sağlamaktadır.

Grafik 25: Türkiye’de Yerel Devlet Sukuklarında Yatırımcıların Dağılımı



Kaynak: Undersecretariat of Treasury, 2016: 44

Grafik 25’te Hazine Müsteşarlığı’nca ihraç edilen yerel para cinsinden devlet sukuklarının büyük bir kısmının katılım bankalarınca alındığı göze çarpmaktadır. Nitekim katılım bankaları ihraç edilen yerel devlet sukuklarının %74’üne yatırım yaparken diğer kuruluşlar sadece %26’sına yatırım yapmışlardır. Bu görüntü bize katılım bankalarının sukuka olan talebinin oldukça yüksek olduğunu göstermektedir.

Devlet sukukları dolayısıyla bankalar daha sağlıklı işlerken ellerindeki fazla fonu da değerlendirmiş olmaktadır. Böylece, daha sağlam bir yapıya kavuşan bankalar yine ülkenin finansal istikrarına ve fon ihtiyacına da destek olmaktadır. Şöyle ki geleneksel faizli alana girmeyen katılım bankaları İslami olarak fon verip İslami olarak yatırım yaparken, geleneksel ve özünde finansal istikrarsızlık ve finansal balonlar olan geleneksel finans sisteminden de uzak kalmış olmaktadır. Diğer yandan, yatırımlarını sukuk gibi getirisi yüksek ve İslami olan alanlarda değerlendirerek daha güçlü bir yapıya kavuşan katılım bankaları da yine fon kullandırma alanında etkinliğini arttırabilecektir.

Sukuk ihraçları ile katılım bankaları birbirini destekleyici unsurlardır. Bu anlamda katılım bankalarının gelişimi yurtiçi borçlanmada devletin elini güçlendirirken devletin sukuk ihraçları da katılım bankalarına likidite yönetimi için fırsat sunmuş olmaktadır. Nitekim yapılan geleneksel tahvil ihraçlarında katılım bankaları yatırımcı tabanında yer almamaktadır. Bu anlamda katılım bankaları ülkenin yatırımcı tabanını genişletmiştir ve bu anlamda dışlama etkisini azaltma olasılığını arttırmıştır. Böylece katılım bankalarının gelişimi ve devlet sukuku ihraçları arasında pozitif bir döngünün oluşabileceği söylenebilmektedir.



SONUÇ VE ÖNERİLER

İslami finans piyasası özellikle 1980'lerde başlayan büyüme trendini 2000'li yıllarda da devam ettirmektedir. İslami finansın gelişimine katkı yapan unsurlardan birisi de hiç şüphesiz sukuktur. Özellikle 2002 sonrasında hızla büyüyen sukuk piyasası global krizle birlikte atağa geçmiştir. Bu dönemde Vatikan, İslami finansın ve sukukun önemini vurgulayan açıklamalar yapmıştır. Yine aynı dönemde Birleşik Krallık İslami finans ve sukuk merkezi olma yönündeki stratejisini açıklamıştır. Krizin arefesinde birçok Müslüman (örneğin Endonezya) ve Müslüman olmayan (Birleşik Krallık, Hong Kong, Lüksemburg gibi) ülke ilk devlet sukuku ihraçlarını gerçekleştirmiştir. Sukuk piyasasında var olan ülkelerin devlet sukuku ihraçlarını arttırmaları ve piyasaya yeni giren ülkelerin sukuk ihracı global olarak devlet sukuku ihraçlarının hızlı bir şekilde artmasını sağlamıştır. Hong, Kong, Lüksemburg, Malezya, Birleşik Krallık, Endonezya, Umman Sultanlığı gibi daha birçok ülke sukuk ihracına yönelik yasal ve vergisel düzenlemelere gitmiştir. Bunun yanında Türkiye 2012 yılında ilk devlet sukuku ihracını gerçekleştirmiş ve yine sukuk ihracına ilişkin yasal ve vergisel düzenlemelere gitmiştir. Devlet sukuku ihraçlarında artış ise global finansal krize rağmen gerçekleşmiştir. Nitekim kriz ile birlikte oldukça yeni bir piyasa olan sukuk piyasasında ilk temerrütler görülmeye başlanmış ve AAOIFI Şariat Kurulu Başkanı olan Taqi Usmani'den sukuka ilişkin Şeri anlamda eleştiriler gelmiştir. Tüm bu gelişmeler yaşanmakta iken ülkelerin sukuka yönelmesi ve Müslüman olmayan kurumların dahi sukuku önermesi, devlet sukuklarının hangi borçlanma avantajlarını sunarak çekici hale geldiği ve bu avantajlardan Türkiye'nin kamu finansmanı bağlamında nasıl daha fazla yararlanacağı sorusunu akla getirmektedir.

Sukuk piyasası son yıllarda hızlı bir şekilde büyümekte iken birçok devlet yanında Türkiye de 2010'larda sukuk piyasasına devlet sukuku ihraçlarıyla girmiştir. Devletlerin sukuk piyasasına girmelerinin ardında birçok neden olmakla birlikte devlet sukukunda artışın sukukun temel problemlerine karşın devam etmesi hayli ilginçtir. Bu durum ise sukukun karmaşık yapısı, uzun süren ve oldukça pahalı olan ihraç sürecine rağmen devletleri kendisine çekmesinin daha derin nedenleri olduğu algısını uyandırmaktadır. Gerçekten sukukun görünen avantajlarına bakıldığında devletlerin bu anlamda ekonomik ve finansal çıkarlarının olduğu görülebilmektedir. Nitekim devlet sukuku ihracı, ekonomik büyümeye ve finansal istikrara destek olmakta, özel sektör için gösterge oranlar oluşturmakta, İslami bankaların gelişimini desteklemekte, yolsuzluğu engellemekte ve altyapı yatırımlarının gerektirdiği uzun vadeli fonlama için iyi bir kaynak oluşturmaktadır. Bunlardan finansal istikrar konusu en dikkat çekici olanıdır. Nitekim birçok kriz, faiz, garar (belirsizlik) ve bu anlamda spekülasyonlar dahilinde çıkmıştır. Doğası gereği bu faktörleri

barındırmayan sukuk piyasası finansal istikrar için oldukça önemlidir. Diğer yandan sukuk, yatırımcı tabanının ve fon kaynaklarının çeşitlendirilmesini sağlayarak ülkelere ve bu anlamda Türkiye'ye belirli bölgelerde çıkabilecek krizlere karşı yeni yatırımcı alanları sağlamaktadır. Nitekim Maliye Bakanı Mehmet Şimşek (2009-2015 Maliye Bakanı) de yine global finansal kriz yıllarında alternatif fon kaynakları için İslami alternatiflere başvurulacağını belirtmiştir. Tüm bu gelişmeler göstermektedir ki sukukun kamu finansmanı açısından birçok getirisi mevcuttur.

Sukuk kamu finansmanı açısından birçok avantaj yanında dezavantajları da bünyesinde barındırmaktadır. Bu dezavantajlar ise sukuk piyasası problemlerinden kaynaklanmaktadır. Nitekim standardizasyon eksikliği, zayıf ikincil piyasa, sınırlı tanınırlık, çok az sayıda sukukun derecelendirilmesi ve listelenmesi, karmaşıklık, nitelikli beşeri sermaye eksikliği gibi birçok faktör sukukun daha pahalı olmasına, yine ihraç sürecinin uzun ve oldukça masraflı olmasına ve sukuk işlemlerinin uzun sürmesine neden olmaktadır. Gerçekten sukuk piyasasına bakıldığında birçok ülke ile birlikte Türkiye'de de sukukun gerek ilk ihraç maliyetleri ve gerekse de getirileri açısından geleneksel tahvillerden daha pahalı olduğu görülmektedir. Bu durum ise sukukun kamu borçlanma yönetiminin başlıca amacı olan maliyet minimizasyonu hedefine uygun olmadığını gözler önüne sermektedir.

Sukukun daha pahalı olmasına neden olan birçok sukuk piyasası problemi diğer yandan sukuk piyasasının derinleşmesini ve gelişmesini engellerken piyasanın parçalı bir görüntü sergilemesine neden olmaktadır. Dezavantajlı yönlerinin olması diğer yandan devletlerin sukuk ihracından kamu finansmanı açısından elde edeceği avantajları da ya eksiltmekte ya da ortadan kaldırmaktadır. Tüm bu gelişmeler ise sukuk piyasası problemlerinin çözülmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

Sukuk piyasası problemleri ülkelerin kendi içindeki bireysel problemleri yanında global problemleri de içermektedir. Standardizasyon eksikliği, zayıf ikincil piyasa, karmaşıklık gibi problemler sukuk piyasasına daha çok zarar veren global problemleri içerirken ülkelerde merkezi Şariat denetim kurulunun olmaması, yasal ve vergisel düzenlemelerde eksiklik gibi hususlar sukuk piyasasına daha az zarar veren, ülkelerin bireysel problemlerini içermektedir. Bu anlamda sukuk ihracına taraf ülkeler öncelikle sukuka ilişkin kendi iç problemlerini çözdükten sonra bir araya gelerek sukukun global problemlerine çare aramalıdır.

Türkiye açısından konuya bakıldığında yine sukukun Türkiye'ye kamu finansmanı konusunda birçok yönden avantaj sağladığı görülebilmektedir. Nitekim Türkiye, ihraç ettiği geleneksel tahvillerin yatırımcı tabanının (ABD ve Avrupa) aksine sukuk ihracı ile daha çok Asya ve Körfez Bölgesi'ne yönelmektedir. Böylece ülkelerin herhangi birinde veya da belirli bir bölgede çıkabilecek krizlere karşı krizden etkilenmeyen ülke veya bölgelerdeki yatırımcı tabanına

başvurabilecektir. Diğer yandan sukukun Türkiye'nin ekonomik büyümesine ve finansal istikrarına yaptığı ve yapacağı katkı da bilinmektedir. Güçlü bir İslami bankacılık sektörüne sahip olan Türkiye'de devlet sukukları bankaların gelişimi ve likidite yönetimi için de önemli rol oynamaktadır. Ayrıca sukuk ile faizden kaçınan hanehalkı kesimi ile katılım bankalarına da yatırım yapma imkanı verilerek yurtiçi yatırımcı tabanı derinleştirilmektedir. Ayrıca önemli altyapı yatırımlarına ihtiyacı olan ve halihazırda önemli altyapı yatırımları gerçekleştiren Türkiye'de sukukun altyapı yatırımlarına fon bulmak amacıyla kullanılabilmesi de önemli bir avantajdır. Tüm bu sukuk avantajları göz önüne alındığında Türkiye'nin sukuka ilişkin yerel problemlerini çözmesi gerektiği ve gerekse de global ve lider bir Müslüman ülke olma kimliği ile global sukuk problemlerine çare üretmek adına bir fikir alışverişi platformu oluşturması gerektiği açıktır. Nitekim gerek global olarak gerekse de Türkiye adına problemler çözülmedikçe sukukun özellikle de borç yönetimi açısından faydalarından tam olarak yararlanmak mümkün değildir.

Global olarak başvurulabilecek en iyi çözüm ise İslam ülkelerinin birlikte hareket ederek konuya yaklaşmasıdır. Örneğin, standardizasyon eksikliği ülkelerin ve elbette ki Türkiye'nin tek başına çözebileceği bir problem değildir. Yine sadece Türkiye'nin ihraçları artırma yönündeki çabası (2016 yılında ihraçları önemli derecede arttırmıştır) ikincil piyasada likiditenin sağlanması için yeterli olamamaktadır. Dolayısıyla bazı problemlerin sadece Türkiye tarafından çözülemeyeceği bilinmelidir. Bu açıdan gerek ülkelerin bireysel bazda gerekse de global olarak atması gereken adımlar söz konusudur. Bu adımlar gerçekleştirildiğinde sukuk birçok ülke için büyük bir alternatif fon kaynağı olma potansiyelini taşımaktadır:

Tanınırlığın artırılması gerekmektedir. Sukukun tanınırlığının düşük olması bazı ihraççıları sukuk piyasasından çekerken bazı yatırımcıları ise yatırımcı tabanının dışında tutmaktadır. Gerek global olarak ve gerekse de Türkiye'de dini nedenlerden dolayı geleneksel araçlara yatırım yapmayan önemli bir kesim olduğu bilinmektedir. Bu nedenle sukukun tanınırlığı geniş çaplı halka arzlarla, resmi sitelerde geniş çaplı tanıtım ve en önemlisi de geniş çaplı devlet sukuku ihraçları ile sağlanabilir. Konuya ayrıntılı olarak ve Türkiye için bakıldığında, Türkiye'de sukuk tam olarak tanınmış bir enstrüman değildir. Örneğin yapılan bir araştırmaya göre, Türkiye'de İslami finansa katılmayan müşteri grubunun %80'i ve İslami finansa katılan müşteri grubunun ise %40'ı İslami finansal ürünlerin yapıları hakkında çok az bilgiye sahiptir (IFN, 2014). Bu soruna yönelik olarak Hazine Müsteşarlığı Yatırımcı Kılavuzunun tüm sukuk türlerini kapsayacak şekilde yenilenmesi (şu anda sadece icara sukuk vardır) gerekmektedir. Diğer yandan Hazine Müsteşarlığı'nın iç piyasada bilgilendirme faaliyetleri yapması da gereklidir.

Merkezi ve global Şeriat kurullarının kurulması gerekmektedir. Merkezi Şeriat kurulu eksikliği, ülkelerde farklı Şeri açıklamaları getirirken global bir Şeriat kurulu eksikliği ise ülkelerde farklı uygulamalara yol açabilmektedir. Bu açıdan gerek Türkiye ve gerekse de diğer ülkelerin hızlı bir

şekilde Merkezi Şeriat Kurulu kurmayı gerektirmektedir. Nitekim Türkiye’de merkezi bir Şeriat Denetim Kurulu yoktur. Bu ise farklı kuruluşların Şeriat Kurulları arasındaki görüş çatışmasına zemin hazırlamaktadır. Eğer Türkiye sukuk piyasasını derinleştirmek ve topyekûn olarak sukuktan yararlanmak istiyorsa, Merkezi Şeriat Kurulu yoluyla yurtiçindeki fetvalarda ya da sukuka verilen onay/ret kararlarında farklı kurullar arasında birliği sağlamalıdır. Global bir Şeriat Kurulu ise ancak İslam ülkelerinin bir araya gelerek çözebileceği bir konudur. Bu yönde bir girişimi Türkiye’nin başlatması ise gerek bu konudaki kararlılığı göstermek ve gerekse de İslami finans alanında bir liderlik için oldukça önemli bir gelişme olacaktır.

Yasal ve vergisel düzenlemelerin yetersizliği birçok sukuk ihracını engellemektedir. Birçok ülkede hala yatırımcıların haklarını koruyan, menkul kıymetleştirmeyi yöneten vb. çeşitli kanunlar bulunmamaktadır. Bu anlamda ülkelerin acil olarak söz konusu düzenlemeleri bitirmesi gerekmektedir (Nitekim birçok ülke ghala hazırlık aşamasındadır). Konuya Türkiye açısından bakıldığında ise sorun Türkiye’de beş tür sukuk ihracına olanak tanıyan yasal altyapının kurulmuş olmasına rağmen sukukun adının hala kira sertifikası yani icara sukuk olarak anılması ve vergisel düzenlemelerin de yine icara sukuka yönelik olmasıdır. Bu nedenle Türkiye’nin acilen eksik vergisel düzenlemeleri tamamlaması gerekmektedir. Bu ve benzeri düzenlemelerin getirilmesi gerek sukukun sukuk ihraçlarının önünün açılması için oldukça elzemdir.

Şeffaflığın artırılması gerekmektedir. Şeffaflık ise gerek izahnamelerin ve gerekse de sukuk ihraç sürecinin Şeriat Kurulu gibi çeşitli kurullarca denetlenmesi ve ihraççıların ilan edilmesi ile gerçekleşebilecektir.

Standardizasyon ve yetersiz ikincil piyasa probleminin çözülmesi gerekmektedir. Bu iki problem en başta sukuk ihraç maliyetleri ve getirilerini oldukça arttırmaktadır. Bu nedenle sukuk alternatif bir fon kaynağı olma potansiyelini tam olarak gerçekleştirilememektedir. Bu problemlerin çözülmesi için, sukukun daha fazla sayıda listelenmesi ve derecelendirilmesi, yeterli derecede halka arz, ülkelerin bir araya gelerek bağlayıcı hükümleri olan standart koyucu kuruluşlar inşa etmeleri (veya global bir Şeriat Kurulu kurmaları), yeterli ikincil ticaret platformları kurulması ve daha fazla biçimde devlet sukuku ihraçları gerekmektedir.

Sukukun işleyişincen kaynaklanan problemlerin çözülmesi gerekmektedir. Bu ise ancak Merkezi ve Global Şeriat Kurulu ile mümkün olabilecektir. Nitekim bu problemler genellikle belirli standartlara (AAOIFI standartları gibi) uyulmamasından ve uygulamada bir birlik olmamasından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle ülkelerin global olarak kurcağı hükümleri bağlayıcı bir standart koyucu kuruluş bu problemlerin çözümü için egrekliktir.

Sukuk ihraç maliyetlerinin düşürülmesi gerekmektedir. Bu ise topyekun olarak sukuk problemlerinin çözülmesi ile gerçeklik kazanacaktır. Nitekim şeffaflığın olmaması, karmaşıklık, standardizasyon eksikliği, zayıf ikincil piyasa gibi problemler sukukun ilk ihraç maliyetlerini ve getirilerini yükseltmektedir. Bu nedenle sukuk problemlerinin gerek ülke bazında ve gerekse de global olarak çözülmesi sukuk ihraç maliyetlerini azaltacaktır. Bu ise sukukun alternatif fon kaynağı olma potansiyelini gerçekleştirecektir.

Sonuç olarak sukuk gerek borç problemlerine getirdiği çözümler ve gerekse de kamu borç yönetimine yaptığı katkılar nedeni ile önemli bir İslami enstrümandır. Nitekim sukuk yatırımcı ve fon tabanının çeşitlendirilmesini sağlamakta, altyapı yatırımları için uygun bir seçenek sunmakta, finansal istikrara ve ekoomik büyümeye yardımcı olmakta ve yurtiçi tasarrufları arttırarak tasarrufların yatırıma dönüşmesine katkı sağlamaktadır. Bu avantajlar ise gerek Türkiye'nin borçlanma problemlerine çözüm üretebilmekte ve gerekse de kamu yönetimi amaçlarına uygunluk göstermektedir. Sukukun kamu finansmanında alternatif olarak kullanılması önündeki tek engel ise maliyetli ihraç sürecidir. Bu sorunun aşılması için ise sukukun problemlerinin çözülmesi gerekmektedir. Bu halde sukuk tam olarak borçlanmaya uygun bir enstrüman haline gelecek ve belki de geleneksel tahvilin yerini tam olarak alabilecektir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Abdullah, Daud Vicary ve Chee, Keon (2010), **Islamic Finance Shy It Makes Sense**, Marshall Cavendish Business, Singapur.
- Abdul-Rahman, Yahia (2010), **The Art of Islamic Banking and Finance. Tools and Techniques for Community-Based Banking**, Wiley, New Jersey.
- Abu-Alkheil, Ahmad (2012), **Ethical Banking and Finance: A Theoretical and Empirical Framework for the Cross-Country and Inter-Bank Analysis of Efficiency, Productivity and Financial Performance**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, University of Hohenheim Faculty of Business, Economics, and Social Sciences.
- Adesina-Uthman, Ganiyat Adejoke (2015), **Term Structure of Profit Rates of Sukuk Matlab Stochastic Simulation**, Cambridge Scholars Publishing, Birleşik Krallık.
- Agha, Oliver (2009), "Islamic Finance: Principle Before Profit", **Berkeley Journal of Middle Eastern Islamic Law**, 2 (1/4), 125-135.
- Ağır, Hüseyin (2016), "Türkiye’de Dış Borçlanma ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Nedensellik Analizleri", **Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 16 (32), 204-221.
- Ahmad, Wahida ve Radzi, Rafisah Mat (2011), "Sustainability of Sukuk and Conventional Bonds During Financial Crisis: Malaysian Capital Market", **Global Economy and Financial Journal**, 4 (2), 33-45.
- Ahmad, Ashfaq ve diğerleri (2014), "Infrastructure Projects Financing. An Alternative to Debt Financing", **IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)**, 15 (5), 48-52.
- Ahmed, Essia Ries ve diğerleri (2013), "Contemporary Challenges and Prospects of Sukuk", **Journal of Self-Governance and Management Economics**, 1 (4), 44-59.
- Ahmed, Khalil (2011), "Sukuk: Definition, Structure and Accounting Issues", **MPRA Paper**, No. 33675.
- Aksoy, A. Serdar (2005), "Türkiye’de Hazine ve Borç Yönetimi", **Vergi Sorunları Dergisi**, 204, 7-24.

- Aktan, Hamza (1997), “Ticaret Hukukunun Yeni Bazı Problemleri Üzerine İslam Hukuku Açısından Bir Değerlendirme (Borsa, Teminat Mektubu, Leasing)”, Mehmet Bayyigit (Ed.), **I. Uluslararası İslâm Ticaret Hukukunun Günümüzdeki Meseleleri Kongresi Bildiriler Kitabı**, (209-228), Kombad Yayınları, Konya.
- Aktepe, İshak Emin (2010), **İslâm Hukuku Çerçevesinde Finansman ve Bankacılık**, 1. Baskı, Erkam Matbaası, İstanbul.
- Akyol, Ahmet (2011), “Faiz mi Riba mı?”, <http://www.ahmetakyol.net/faiz-mi-riba-mi/> (25.03.2017).
- Alam, Shafi Md. (2011), “Islamic Finance: An Alternative to the Conventional Financial System?”, **Korea Review of International Studies**, 37-59.
- Alawi, Abdullah ve Al-Quati, Saleh (2014), “Sukuk: The Sharia Fixed Income Alternative Strategy. Aljazeera Capital Strategy Report”, http://www.aljziracapital.com.sa/report_file/ess/SPE-171.pdf (23.06.2016).
- Alharbi, Ahmad (2015), “Development of Islamic Banking System”, **Journal of Islamic Banking and Finance**, 3 (1), 12-25.
- Alrifai, Tariq (2015), **Islamic Finance and the New Financial System. An Ethical Approach to Preventing Future Financial Crises**, Wiley, Singapur.
- Alshamrani, Ali (2014), “Sukuk Issuance and its Regulatory Framework in Saudi Arabia”, **Journal of Islamic Banking and Finance**, 2 (1), 305-333.
- Al-Amine, Muhammad Al-Bashir Muhammad (2008), “Şukuk Market: Innovations and Challenges”, **Islamic Economic Studies**, 15 (2), 1-22.
- Al-Amine, Muhammad Al-Bashir Muhammad (2012), **Global Sukuk and Islamic Securitization Market. Financial Engineering and Product Innovation**, Brill NV, Netherlands.
- Al-Amine, Muhammad Al-Bashir Muhammad (2014), “Unresolved Shari’ah Issues in Şukuk Structuring”, Mohammad Hashim Kamali ve A. K. Abdullah (Ed.), **Islamic Finance. Issues in Sukuk and Proposals for Reform**, 1. Baskı içinde (29-57), International Institute of Advanced Islamic Studies and the Islamic Foundation, United Kingdom.
- Al Elsheikh, Abdullah Abdullatef A. ve Tanega, Joseph (2011), “Sukuk Structure and its Regulatory Environment in the Kingdom of Saudi Arabia”, **Law and Financial Markets Review**, 5 (3), 183-200.
- Al-Fayez, Haitham (2009), “The Saudi Sukuk Market”, <http://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2010/01/sukuk.pdf> (20.03.2016).

- AlSaeed, Khalid (2015), “Challenges to Mobilizing Islamic Finance for Long-Term Investments”, <http://pubdocs.worldbank.org/en/56581448479780802/pdf/islamic-finance-2015-11-18-Khalid-Alsaeed-G20.pdf> (05.11.2016).
- Altaieb, Ghassam Salem ve Alkhatib, Abdullah Yusri (2016), “Sovereign Sukuk and the Economic Development: A Case Study of Jordan”, **European Journal of Business and Management**, 8 (32), 115-118.
- Altunç, Ömer Faruk ve Şentürk, Bilge (2010), “Türkiye’de Özel Yatırımlar ve Kamu Yatırımları Arasındaki İlişkinin Ampirik Analizi: Sınır Testi Yaklaşımı”, **Maliye Dergisi**, 158, 531-546.
- Alvi, Ijlal Ahmed (2017), “Sovereign Sukuk as a Public Debt Management Instrument Current Status, Developments and Key Challenges”, <http://www.comcec.org/en/wp-content/uploads/2017/03/8-FIN-PRE-9.pdf> (10.07.2017).
- Ambrose Ambrose (2016), “Senegal Issuing Second Sovereign Sukuk”, <https://www.sukuk.com/article/senegal-issuing-second-sovereign-sukuk-4930/> (05.04.2017).
- Armağan, Servet (2005), **İslâm Ekonomisi**, 1. Baskı, Gündönümü Yayınları, İstanbul.
- Arslan, Emre Can (2017), “Katılım Bankacılığı ve Türkiye Ekonomisine Katkıları”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Dış Ticaret Enstitüsü Tartışma Metinleri**, No. 62/2017-01.
- Askari, Hossein ve diğerleri (2009), **New Issues in Islamic Finance & Economics Progress & Challenges**, Wiley, Singapur.
- Askari, Hossein ve diğerleri (2010a), **The Stability of Islamic Finance. Creating a Resilient Financial Environment for a Secure Future**, Wiley, Singapur.
- Askari, Hossein ve diğerleri (2010b), **Globalization and Islamic Finance Convergence, Prospects, and Challenges**, Wiley, Singapur.
- Asoko Insight (2017), “Nigeria Markets \$280 Million Sovereign Sukuk” <https://asokoinsight.com/news/nigeria-markets-280-million-sovereign-sukuk-arouses-investors-interest> (21.07.2017).
- Asutay, Hasip (2015), **Alm-Satım Faiz**, 1. Baskı, İstanbul: Hacegân Yayınları
- Augustine, Babu Das (2017), “Global Sukuk Issuance to Top \$95 Billion in 2017”, <http://gulfnews.com/business/sectors/banking/global-sukuk-issuance-to-top-95-billion-in-2017-1.2138154> (14.12.2017).
- Ayub, Muhammad (2007), **Understanding Islamic Finance**, Wiley, England.
- Bacha, Obiyathulla Ismath ve Mirakhor, Abbas (2013), **Islamic Capital Markets A Comparative Approach**, Wiley, Singapur.

- Bahari, Nor Fadilah ve diğerkleri (2016), “A Review on The Potential Growth of Sukuk, Issues and Its Challenges”, **2nd International Conference on Economics & Banking 2016 (2nd ICEB) Bildiriler Kitabı**, <http://conference.kuis.edu.my/iceb2016/e proceedings/EB040.pdf> (05.04.2017).
- Bakkal, Süleyman ve Gürdal, Temel (2007), “İç Borçlanmanın Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri”, **Akademik İncelemeler**, 2 (2), 147-173.
- Balz, Killian (2014), “Book Review. Craig Nethercott and David M. Eisenberg (eds.) Islamic Finance: Law and Practice. Oxford: Oxford University Press, 2012. Pp. xxiii + 346. ISBN: 978-0199566945. \$310. Rodney Wilson Legal, Regulatory and Governance Issues in Islamic Finance. Edinburgh: Edinburgh University Press, 2012. Pp. 250. ISBN: 978-0748645046. \$48. Islamic Law and Society, 21(3), 320-323.”, **Islamic Law and Society**, 21 (3), 320-323.
- Bank Indonesia (2017), “Indonesian Financial Statistics”, <http://www.bi.go.id/id/Default.aspx> (30.11.2017).
- Bank Negara Malaysia (2016), “Wakalah”, <https://www.bnm.gov.my> (08.07.2017).
- Baktır, Mustafa (1997). “İslâm Hukukunda Zaruret Hali ve Faiz İlişkisi”, Mehmet Bayyigit (Ed.), **I. Uluslararası İslâm Ticaret Hukukunun Günümüzdeki Meseleleri Kongresi Bildiriler Kitabı**, (748-759), Kombad Yayınları, Konya.
- Basov, Suren ve Bhatti, M. Ishaq (2016), **Islamic Finance in the Light of Modern Economic Theory**, Palgrave Macmillan, London.
- Başar, Selim ve diğerkleri (2011), “Crowding Out Effect of Government Spending on Private Investments In Turkey: A Cointegration Analysis”, **Kafkas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitü Dergisi**, 1 (8), 11-20.
- Bayındır, Abdülaziz (1997), “Menkul Kıymetler Borsası Faizsiz Finansman Yolları”, Mehmet Bayyigit (Ed.), **I. Uluslararası İslâm Ticaret Hukukunun Günümüzdeki Meseleleri Kongresi Bildiriler Kitabı**, (311-336), Kombad Yayınları, Konya.
- Bayındır, Abdülaziz (2005), “Bir Finans Yöntemi Olarak Kullanılan Sermaye Ortaklığının İslâm Hukuku Açısından Değerlendirilmesi”, **Usûl İslam Araştırmaları**, 3, 139-157.
- Bayındır, Abdülaziz (2007), **Ticaret ve Faiz**, 1. Baskı, Süleymaniye Vakfı Yayınları, İstanbul.
- Bennett, Michael ve Iqbal, Zamir (2011), “The Role of Sukuk in Meeting Global Development Challenges”, Sohail Jaffer (Ed.), **Global Growth, Opportunities and Challenges in the Sukuk Market**, 1. Baskı, içinde (68-74), Euromoney Books, United Kingdom.
- Beşer, Faruk (2015), “Faiz Riba mıdır?”, <http://www.yenisafak.com/yazarlar/farukbeser/faiz-riba-m%C4%B1d%C4%B1r-2022610> (03.06.2017).

- Bilginoglu, Mehmet Ali ve Aysu, Ahmet (2008), "Dış Borçların Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 31, 1-23.
- Bilmen, Ömer Nasuhi (1995), **Büyük İslam İlmihâli**, Şenyıldız Yayınevi, İstanbul.
- Borsa İstanbul (2016). "Faaliyet Raporu 2015", http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/yayinlar/faaliyet_raporlari (10.12.2016).
- Buhari, Ebu Abdillah Muhammad İbn İsmail (2009). **Sahih-i Buhari ve Tercemesi (Dördüncü Cilt)**, (Çev. Mehmed Sofuoğlu), ÖtükenYayınları, İstanbul.
- Bulut, Cihan (2002), **Kamu Açıkları Enflasyon, Faiz Oranı ve Döviz Kuru İlişkileri**, 1. Baskı, Der Yayınları, İstanbul.
- Bulut, Halil İbrahim ve Er, Bünyamin (2012), **Katılım Finansmanı Katılım Bankacılığı ve Girişim Finansmanı**, 1. Baskı, Türkiye Katılım Bankaları Birliği Yayını, İstanbul.
- Buriro, Arsalan Tariq (2016), "2016 Islamic Finance", [https://www.alalawico.com/pdf/presentations/Islamic%20Finance%20\(13%20January%202016\).pdf](https://www.alalawico.com/pdf/presentations/Islamic%20Finance%20(13%20January%202016).pdf) (08.03.2017).
- Business Daily (2017). "Kenya Should See Sukuk As The Next Frontier of Finance", <http://www.businessdailyafrica.com/analysis/Kenya-should-see-Sukuk-next-frontier-finance--/539548-4019462-12u3309/index.html> (10.08.2017).
- BÜMKO (2017). "Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri (2006-2016)", <http://www.bumko.gov.tr/TR,165/merkezi-yonetim-butce-giderleri-2006-2016.html> (10.08.2017).
- Büyükakın, Figen ve Onur Önyılmaz (2012), "Faizsiz Finansman Bonosu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, 7, 1-16.
- Cassard, Marcel ve Folkerts-Landau, David (1997), "Sovereign Debt: Managing the Risks", **Finance and Development**, 34 (4), 112-15.
- Central Bank of Bahrain (2017), "Statistical Bulltein", <http://www.cbb.gov.bh/> (25.11.2017).
- Chazi, Abdelaziz, Rao, Narendar V. and Syed, Lateef A.M. (2014), "Tapping Funds for Development: A Case for Sukuk Financing", **Journal of Islamic Economics, Banking and Finance**, 10 (3), 171-198.
- Chik, Mohd Nazri Bin (2012), "Sukuk: Shariah Guidelines for Islamic Bonds", http://www.bankislam.com.my/en/Documents/cinfo/Sukuk_ShariahGuidelines.pdf (17.02.2016).
- Clifford Chance (2013), "Hong Kong Takes Steps Towards Becoming a Centre for Islamic Finance", https://www.cliffordchance.com/briefings/2013/08/hong_kong_takes_stepstowardsbecomingacentr.html (02.11.2015).
- Coşkun, Mustafa (1972a), "Faiz-Banka ve İslâm", **İslam Medeniyeti**, 3 (25), 38-41.

- Coşkun, Mustafa (1972b), ““Faiz-Banka ve İslâm”, **İslam Medeniyeti**, 3 (26), 41-49.
- Csonto, Balazs ve Ivaschenko, Iryna (2013), “Determinants of Sovereign Bond Spreads in Emerging Markets: Local Fundamentals and Global Factors vs. Ever-Changing Misalignments”, **IMF Working Papers**, No. WP/13/164.
- Cural, Mehmet ve diğerleri (2012), “Türkiye’de Kamu Yatırımlarının Özel Sektör Yatırımları Üzerindeki Etkisi: 1970-2009”, **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 12 (1), 73-87.
- Çalışkan, İbrahim (1989), “İstisna Akdinin Mahiyeti ve Unsurları”, **Ankara Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi**, XXXI, 349-365.
- Çaşkurlu, Eren (2003), “1980 Sonrası Dönemde Merkez Bankasından Kaynak Kullanımının Makro Ekonomik Etkilerinin Analizi”, **G.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi**, 1, 189-208.
- Çiçek, Halit ve diğerleri (2010), “Bir Maliye Politikası Aracı Olarak Borçlanma ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği (1990–2009)”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 11 (1), 141-156.
- Çolak, Ömer Faruk (2017), “Borçlanma Riski Artıyor”, <https://www.dunya.com/kose-yazisi/borclanma-riski-artiyor/389274> (27.11.2017).
- Çöğürçü, İcelal (2012), “Türkiye’nin İç Borç Genel Yapısı Üzerine Geçmişten Günümüze Bir Değerlendirme”, **Uluslararası Sosyal ve Ekonomik Bilimler Dergisi**, 2 (1), 93-104.
- Dariusz, Piotrpwski (2017), “Government Strategies Based on Sukuk Issues”, Mehmet Huseyin Bilgin, Hakan Danis, Ender Demir ve Ugur Can (Ed.), **Financial Environment and Business Development**, 1. Baskı içinde (67-78), Springer, Switzerland.
- Das Udaibir S. ve diğerleri (2010), “Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications”, **IMF Working Paper**, No. WP/10/280.
- Dedeoğlu, Emin (1995), “Devlet Bütçe Yönetimi”, **İktisat İşletme ve Finans**, 111, 25-30.
- Deloitte (t.y.), “Corporate Sukuk in Europe. Alternative Financing for Investment Projects”, http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/xs/Documents/financial-services/me_Islamic-finance_corporate-sukuk-in-europe.pdf, (15.12.2015).
- Demir, Fatih (2017), “Türkiye’de Dışlama Etkisi’nin İncelenmesi: 1983-2013 Dönemi İçin Bir Uygulama”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 52, 75-87.
- Derbel, Hatem ve diğerleri (2011), “Can Islamic Finance Constitute A Solution to Crisis?”, **International Journal of Economics and Finance**, 3 (3), 75-83.

- DIFC (2009), “Dubai International Financial Centre Sukuk Guidebook”, <http://www.cibafi.org/ControlPanel/Documents/Laws/Dubai%20International%20Financial%20Centre%20Sukuk%20Guidebook%20UAE.pdf>, (10.11.2016).
- Doğan, Seyhun (2007), “1990 ve Sonrasında Türkiye’de Kamu Kesimi Açıkları ve Finansmanı”, Ahmet Ay (Ed.), **Türkiye Ekonomisi Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, 1. Baskı *içinde* (169-200), Çizgi Kitabevi, Konya.
- Doğan, Önder (2011), **İslami Sermaye Piyasası Araçları –Dünyadaki Büyüklüğü –Türkiye’de Uygulanabilirliği ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, SPK Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Yeterlik Etüdü, SPK, Ankara.
- Doğanalp, Nihat (2015), “Kamu İç Borcu ve Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 33, 181-188.
- Doğru, Halil (2007), **Menkul Kıymetleştirme & Mortgage: Genel ve Hukuki Esaslar**, Doğru Hukuk Yayınları, İstanbul.
- Döndüren, Hamdi (1996), “İslam Ekonomisinde Sermaye Birikimi ve Kullanılma Yöntemleri”, 1(2), 53-80.
- Döndüren, Hamdi (2011), “Faiz Yasağı ve Finansman Sağlama Yöntemleri”, **İslâm Hukuku Açısından Tarihten Günümüze Kredi ve Finans Yöntemleri Tartışmalı İlmî İhtisas Toplantısı**, 1. Baskı *içinde* (203-256), Ensar Neşriyat, İstanbul.
- Döndüren, Hamdi (2014), **İslami Ölçülerle Ticaret Rehberi**, 1. Baskı, Kampanya Kitapları, İstanbul.
- Döndüren, Hamdi (t.y.). “Ribâ (Fâiz)”, <http://www.enfal.de/kav16.htm> (06.06.2017).
- Dudley, Dominic (2016), “Sukuk Market Struggles to Find Sources of Growth”, <https://www.forbes.com/sites/dominicdudley/2016/09/21/sukuk-struggles-to-grow/#f9c86515e2b8> (10.10.2016).
- Durmuş, Abdullah (2011), “İslam Hukuku Açısından Günümüz Kredi ve Finansman Yöntemleri”, **İslâm Hukuku Açısından Tarihten Günümüze Kredi ve Finans Yöntemleri Tartışmalı İlmî İhtisas Toplantısı**, 1. Baskı *içinde* (57-109), Ensar Neşriyat, İstanbul.
- Dwidiyati, Kunthi Herma (2016), **The Significance of Adopting the Islamic Calendar in Islamic Housing Finance. Case Study: Bank Muamalat Malaysia Berhad Parit Raja Branch**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Universiti Tun Hussein Onn Malaysia Teknoloji, Yönetim ve İşletme Fakültesi.
- Dwyer, Rob (2014), “Mexico Eyes Sovereign Sukuk”, <https://www.euromoney.com/article/b12kl532bv6dt1/mexico-eyes-sovereign-sukuk> (20.07.2017).

- Edizdoğan, Nihat ve diğerleri (2013), **Kamu Maliyesi**, 5. Baskı, Ekin Basım Yayın Dağıtım: Bursa.
- Egeli, Haluk ve Tandırcıoğlu, Haluk (2009), “Borç Yönetiminde Patronaj Sorunu”, **Sosyo Ekonomi**, 2, 7-30.
- Eğilmez, Mahfi (2009), **Hazine**, 7. Baskı, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Eğilmez, Mahfi (2015), “Kamu Kesimi ve Özel Kesimin Borçları“, <http://www.mahfiegilmez.com> (30.11.2017).
- Eğilmez, Mahfi (2016), “Türkiye’nin Dış Borçları“, <http://www.mahfiegilmez.com> (30.11.2017).
- Eğilmez, Mahfi (2017), “Borç Yüğü Tavan Yaptı”, <http://www.mahfiegilmez.com/2017/10/borc-yuku-tavan-yapt.html> (01.12.2017).
- Elian, Mohamed (2015). “Why the US Should Accommodate Sukuk: And How Accommodating Sukuk Will Protect and Benefit The American Financial System”, **Minnesota Journal of International Law**, 24 (1), 1-38.
- Elmalki, Fawaz ve Ryan, Dennis (2010), “Sukuk- An Evaluation”, https://www.conyersdill.com/publication-files/109_10_01_04_Sukuk_An_Evolution.pdf (19.05.2016).
- El-Gamal, Mahmoud A. (2005), “Limits and Dangers of Shari’a Arbitrage”, <https://pdfs.semanticscholar.org/052c/750b30e056cf6efafd4037307ac84e8f0a2c.pdf> (21.05.2016).
- El-Qua, Omar M. ve diğerleri (2008), “Sukuks-A New Dawn of İslamic Finance Era”, <https://www.gulfbase.com/ScheduleReports/sukuk-170108.pdf> (23.08.2016).
- El Shazly, Mona R. ve Tripathy, Pragya (2013), “Sukuk Structures, Profiles and Risks”, <http://abeweb.org/proceedings/Proceedings13/El%20Shazly.pdf> (12.05.2015).
- El Tiby, Amr Mohamed ve Graiss, Wafik M. (2015), **Islamic Finance and Economic Development Risk Management, Regulation, and Corporate Governance**, 1. Baskı, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Enzer, Georgina (2017), “Global Sukuk Market Outlook: the surge in Sukuk Issuance isn’t The New Normal”, <http://www.cpifinancial.net/news/post/41667/global-sukuk-market-outlook-the-surge-in-sukuk-issuance-isnt-the-new-normal> (10.07.2017).
- Erdem, Metin (2016), **Devlet Borçları**, Ekim Kitabevi, Bursa.
- Erdem, Metin ve diğerleri (2012), **Kamu Maliyesi**, 10. Baskı, Ekin Yayınevi, Bursa.
- Erdođdu, M. Sabri (1994), **İslâm Ekonomisinde Gelir ve Sermaye**, 1. Baskı, Sebil Yayınevi, İstanbul.
- Eren, Aslan (2014), **Türkiye Ekonomisi**, 6. Baskı, Ekin Basım Yayın, Bursa.

- Erkan, Çisil ve diğerleri (2012). “Türkiye’nin Dış Borçlarının Analizi (1980-2012)”, Selahattin Sarı, Alp H. Gencer, Bekir Aşık ve Aynura Turdalieva (Ed.), **International Conference on Eurasian Economies 2012**, (312-318), Turan University Press, Kazakhstan.
- Ernst, Andreas (2011), **Promoting Islamic Finance and Islamic Banking- A Legal Analysis of The Potential for Islamic Banking products in Germany**, IRP Publishing, Germany.
- Ernst & Young (2012), “Günümüzün Gözde Finansman Aracı: Sukuk”, [http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/sukuk%20makalesi8.pdf_\(05.12.2015\)](http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/sukuk%20makalesi8.pdf_(05.12.2015)).
- Ernst & Young (2013), “Hong Kong Enacts New Law to Promote Investment in Islamic Bonds”, <http://www.ey.com/GL/en/Services/Tax/International-Tax/Alert--Hong-Kong-enacts-new-law-to-promote-investment-in-Islamic-bonds> (20.12.2015).
- Ethica (2017), “Hanbook of Islamic Finance 2017 Edition”, <http://www.ethicainstitute.com/Ethica-Handbook-of-Islamic-Finance-2017.pdf> (30.11.2017).
- Eurostat (2017), “Long Term Government Bond Yields (teimf050)”, <http://ec.europa.eu/eurostat> (10.12.2017)
- Ez-Zuhayli, Vehbe (1997), “Finans ve Borsa”, Mehmet Bayyigit (Ed.), **I. Uluslararası İslâm Ticaret Hukukunun Günümüzdeki Meseleleri Kongresi Bildiriler Kitabı**, (291-310), Kombad Yayınları, Konya.
- Fauzi, Fitriya (2012), **The Impact of Islamic Debt on Firm Performance**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Waikato Üniversitesi.
- Febriyan, Primandanu (2017), “Unlocking the Infrastructure Financing Problems with Sukuk” <http://www.thejakartapost.com/academia/2017/06/14/unlocking-the-infrastructure-financing-problems-with-sukuk.ht> (06.05.2017).
- Fitch (2017), “Sukuk Market Share to Grow Following Resilient 2016”, <https://www.fitchratings.com/site/home> (10.11.2017).
- Gait, Alsadek H. ve Worthington, Andrew C. (2007), “A Premier on Islamic Finance: Definitions, Sources, Principles and Methods”, **University of Wollongong, School of Accounting and Finance Working Paper Series**, No. 07/05.
- Gaffaney, Kyle (2009), “Buying A Home Can Be Difficult for Muslims in the United States”, **Loyola Consumer Law Review**, 21 (4), 557-574.
- Gedikli, Ayfer ve Erdoğan, Seyfettin (2016), “Katılım Bankacılığı: Türkiye ve Dünya Uygulaması”, Seyfettin Erdoğan, Ayfer Gedikli ve Durmuş Çağrı Yıldırım (Ed.), **İslam Ekonomisi ve Finansı**, 1. Baskı içinde (195-249), Umuttepe Yayınları, Kocaeli.
- Gelir Politikaları Genel Müdürlüğü (2017), “Gelir Politikaları ve Vergi Düzenlemelerimiz”, <http://www.gep.gov.tr/Pro/Dyn.aspx?prmts=31> (20.11.2017).

- GIFR (2010), “Global Islamic Finance Report 2010”, http://www.gifr.net/gifr2010/contents/ch_10.pdf (10.07.2017).
- GIFR (2017), “Global Islamic Finance Report 2017”. <http://www.gifr.net/> (10.07.2017).
- Godlewski, Cristophe J. ve diğ erleri (2013), “Sukuk vs. Conventional Bonds: A Stock Market Perspective”, **Journal of Comparative Analysis**, 41 (3), 745-763.
- Gorton, Gary B. ve Souleses, Nicholas S. (2007), “Special Purpose Vehicles and Securitization”, Mark Carey ve René M. Stulz (Ed.), **The Risk of Financial Institutions**, (549-602), University of Chicago Press, Chicago.
- Gözübenli, Beş ir (1997), “İslam Borç lar Hukukuna Gö re Kredi İş lemlerinde Cari Olan Rİba”, Mehmet Bayyığ it (Ed.), **I. Uluslararası İslâm Ticaret Hukukunun Günümüzdeki Meseleleri Kongresi Bildiriler Kitabı**, (607-659), Kombad Yayınları, Konya.
- Güçlü, Faruk (2007), **Vergi ve Sosyal Devlet**, 1. Baskı, Sabev Yayınları, Ankara.
- Gül, Ali Rıza (2005), “Faizsiz Bankacılığ ın Dini Temeli Açısından Mudarabe ile Selef Yöntemlerinin Mukayesesi”, **Ankara Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi**, 1, 43-83.
- Günenç, Halil (1997), “Fâiz, Finans ve Borsa ile İlgili Bazı Meseleler”, Mehmet Bayyığ it (Ed.), **I. Uluslararası İslâm Ticaret Hukukunun Günümüzdeki Meseleleri Kongresi Bildiriler Kitabı**, (257-270), Kombad Yayınları, Konya.
- Gürbüz, Yunus Emre (2016), “İslam Ekonomisi ve Sigortacılık (Tekâful/Katılım Sigortacılığ ı), Seyfettin Erdoğan, Ayfer Gedikli ve Durmuş Çağ rı Yıldırım (Ed.), **İslam Ekonomisi ve Finansı**, 1. Baskı içinde (331-355), Umuttepe Yayınları, Kocaeli.
- Harvey, Dominic ve Cosgrave, Barry (2012), “Liquidity and Secondary Markets in Islamic Finance”. **Islamic Finance News**, <http://www.velaw.com/uploadedFiles/VEsite/Resources/LiquiditySecondaryMarketsIslamicFinanceHarveyCosgraveJuly%202012.pdf> (01.08.2016).
- Hassan, M. Kabir ve Kayed, Rasem N. (2009), “The Global Financial Crisis, Risk Management and Social Justice in Islamic Finance”, **ISRA International Journal of Islamic Finance**, 1 (1), 33-58.
- Hassan, M. Kabir ve diğ erleri (t.y.), “Islamic Bonds (Sukuk)”, <https://www.islamicbanker.com/publications/islamic-bonds-sukuk> (04.05.2017).
- Hermansyah, Anton (2016), “Sukuk Unattractive Because Of Higher Cost of Funds: Official”, <http://www.thejakartapost.com/news/2016/05/10/sukuk-unattractive-because-of-higher-cost-of-funds-official.html> (12.06.2017).
- HM (2013a), “Kamu Borç Yönetimi Raporu”, [https://www.hazine.gov.tr_\(16.11.2015\)](https://www.hazine.gov.tr_(16.11.2015)).

- HM (2013b), “Basın Duyurusu Sayı: 2013/ 68”, [https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2f1%2fDocuments%2fD%C4%B1%C5%9F+Ekonomik+%C4%B0li%C5%9Fkiler+Bas%C4%B1n+Duyurusu%2fDEI_20130410_\(68\)_tahvil_ihraci_sonucu.pdf](https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2f1%2fDocuments%2fD%C4%B1%C5%9F+Ekonomik+%C4%B0li%C5%9Fkiler+Bas%C4%B1n+Duyurusu%2fDEI_20130410_(68)_tahvil_ihraci_sonucu.pdf) (16.11.2015).
- HM (2014a), “Basın Duyurusu Sayı: 2014/65”, [https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2f1%2fDocuments%2fD%C4%B1%C5%9F+Ekonomik+%C4%B0li%C5%9Fkiler+Bas%C4%B1n+Duyurusu%2fDEI_20140409_\(65\)_tahvil_ihraci_sonucu.pdf](https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2f1%2fDocuments%2fD%C4%B1%C5%9F+Ekonomik+%C4%B0li%C5%9Fkiler+Bas%C4%B1n+Duyurusu%2fDEI_20140409_(65)_tahvil_ihraci_sonucu.pdf) (16.11.2015).
- HM (2014b), “Basın Duyurusu Sayı: 2014/ 09”, https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2f1%2fDocuments%2fD%C4%B1%C5%9F+Ekonomik+%C4%B0li%C5%9Fkiler+Bas%C4%B1n+Duyurusu%2fDEI_20140123_tahvil_ihraci_sonucu.pdf (16.11.2015).
- HM (2014c), “Kamu Borç Yönetimi Raporu 2014”, <https://www.hazine.gov.tr> (20.08.2015).
- HM (2015), “Kamu Borç Yönetimi Raporu 2015”, <https://www.hazine.gov.tr> (10.10.2017).
- HM (2016a), “Kamu Borç Yönetimi Raporu 2016”, <https://www.hazine.gov.tr> (10.10.2017).
- HM (2016b), “Kamu Borç Yönetimi Raporu Ocak 2016”, <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Rapor-Sunum-Sayfasi?mid=614&cid=22&nm=40> (01.12.2017).
- HM (2017a), “Hazine İstatistik Yıllığı-Kamu Borç Yönetimi”, <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Istatistik-Sunum-Sayfasi?mid=249&cid=26&nm=41> (15.11.2017).
- HM (2017b). Merkezi Yönetim Borç Stoku Faiz Yapısı. <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Tasarimsiz-Genel-Icerik/MERKEZI-YONETIM-BORC-STOKU-FAIZ-YAPISI> (17.11.2017).
- HM (2017c), “Kamu Borç Yönetimi Raporu Ocak 2017”, <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Rapor-Sunum-Sayfasi?mid=614&cid=22&nm=40> (01.12.2017).
- HM Treasury (2014), “Government Issues First Islamic Bond”, <https://www.gov.uk/government/news/government-issues-first-islamic-bond> (23.10.2015).
- Hubig, Anja (2013), **Introduction of a New Conceptual Framework for Government Debt Management with a Special Emphasis on Modeling the Term Structure Dynamics**, Springer, Wiesbaden.
- Hussin, Mohd Yahya ve diğerleri (2012), “Development of Sukuk Ijarah in Malaysia”, **Journal of Islamic Economics, Banking and Finance**, 8 (2), 91-102.
- Ibrahim, Ali Adnan (2007), “The Rise of Customary Businesses in International Financial Markets: An Introduction to Islamic Finance and the Challenges of International Integration”, **American University International Law Review**, 23 (4): 661-732.
- IFN (2014), “Country Analysis – Turkey”, **Islamic Finance News**, 11 (20). <http://www.islamicfinancenews.com/> (24.12.2016).

- IFSB (2017), **Islamic Financial Services Stability Report 2017**, Islamic Financial Services Board Publishing, Malezya.
- IIFM (2009), “Sukuk Report 1st Edition. A comprehensive Study of the International Sukuk Market”, <http://www.kantakji.com/media/7465/c9.pdf> (10.08.2017).
- IIFM (2017), “Sukuk Report 6th Edition. A Comprehensive Study of the International Sukuk Market”, <http://www.iifm.net/market-research> (12.07.2017).
- Illias, Shayerah (2010), “Islamic Finance: Overview and Policy Concerns”, <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/RS22931.pdf> (12.08.2016).
- Ilyes, Csaba ve Lakatos, Laszlo (2009). “Valuation of Debt Instruments”, **IFC Bulltein**, No. 29.
- IMF (2014), “Revised Guidelines for Public Debt Management”, <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Revised-Guidelines-for-Public-Debt-Management-PP4855> (28.11.2017).
- IMF (2017), “Ensuring Financial Stability in Countries with Islamic Banking”, <http://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/02/21/PP-Ensuring-Financial-Stability-in-Countries-with-Islamic-Banking> (13.06.2017).
- Inukai, Shigehito (t.y.), “Malaysia Bond Market Guide”, https://www.waseda.jp/win-cls/CA_BMGs/ABMF%20Vol1%20Part%202%20Sec%207_MAL.pdf (30.11.2016).
- Iqbal, Zamir (1997), “Islamic Financial Systems”, **Finance & Development**, June, 42-45.
- Iqbal, Zamir ve Mirakhor, Abbas (2011), **An Introduction to Islamic Finance Theory and Practice**, 2. Baskı, Wiley, Singapur.
- Ismail, Abdul Ghafar ve diğerleri (2016), “Can Islamic Philanthropy Increase Financial Inclusion?” **IRTI Working Paper Series**, No. WP#1437-02.
- ISRA (2011), “Takaful”, http://irep.iium.edu.my/26698/1/ISRA_12.pdf (12.12.2017).
- Işık, Hüseyin Hilmi (2013), **Tam İlmihâl Se’âdet-I Ebediyye**, Hakikat Kitabevi, İstanbul.
- Işık, A. Kadir ve diğerleri (2005), **Devlet Borçları**, Ekin Kitabevi, Bursa.
- İnce, Macit (2001), **Devlet Borçları ve Türkiye**, 6. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Jabbar, Hjh Siti Faridah Abd (2009), “Sharia-Compliant Financial Instruments: Principles and Practice”, https://www.researchgate.net/publication/306099467_Shariacompliant_financial_instruments_principles_and_practice (29.12.2016).
- Jabeen, Zohra ve Javed, Mohammad Tariq (2007), “Sukuk-Structures: An Analysis of Risk-reward Sharing and Wealth Circulation”, **The Pakistan Development Review**, 46 (4), 405-419.
- Jamaldeen, Faleel (2012), **Islamic Finance for Dummies**, Jonh Wiley & Sons, Inc, New Jersey.

- Jobst, Andreas A. (2007), “The Economics of Islamic Finance and Securitization”, **IMF Working Paper**, No. WP/07/117.
- Jobst, Andreas A. (2009), “Islamic Securitisation: An Ethical Remedy to Incentive Problems?”, **International Journal of Monetary Economics and Finance**, 2 (3/4), 348-365.
- Jordan Ministry of Finance (2017), “Information Center-Public Debt Bullteins”, <https://www.mof.gov.jo>. (29.11.2017).
- Kahf, Monzer (2003), “Islamic Economics: Notes on Definition and Methodology”, <http://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2009/11/Islamic-Economics-Notes-on-Definition-And-Methodology.pdf> (03.06.2017).
- Kalkınma Bakanlığı (2017a), “Ekonomik ve Sosyal Göstergeler”, <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/EkonomikSosyalGostergeler.aspx> (10.11.2017).
- Kalkınma Bakanlığı (2017b), “Temel Ekonomik Göstergeler”, <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/TemelEkonomikGostergeler.aspx> (10.11.2017).
- Kamali, Muhammed Hashim ve Abdullah, Abdul Karim (2014), “Introduction”, Muhammed Hashim Kamali ve Abdul Karim Abdullah (Ed.), **Islamic Finance. Issues in Sukuk and Proposals for Reform**, 1. Baskı *içinde* (1-10), International Institute of Advanced Islamic Studies and the Islamic Foundation, United Kingdom.
- Kandemir, Sema ve Rankin, Daniel (2011), “The Role of the Delegate and Paying Agent in Sukuk Transactions”, Rahail Ali (Ed.), **Sukuk and Islamic Capital Markets A Practical Guide içinde** (71-80), Globe Business Publishing, United Kingdom.
- Karaca, Coşkun (2014), **Türkiye’de Makroekonomik Sorunlar ve Maliye Politikası Çözümleri**, 1. Baskı, Ekin Yayınevi, Bursa.
- Karagöl, Erdal Tanas ve Ortakaya, Ülkü İstiklal (2014), “Geçmişten Günümüze Kamu Maliyesi”, http://file.setav.org/Files/Pdf/20140130155149_gecmisten-gunumuze-kamu-maliyesi-pdf.pdf (01.11.2017).
- Karaman, Hayreddin ve diğerleri (2002), **İslâm ve Toplum İlmihal**, Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları, İstanbul.
- Karaman, Hayrettin (2012), **İslâm Hukuk Tarihi**, İz Yayıncılık, İstanbul.
- Karaman, Hayrettin (t.y.), “Enflasyon Oranında Faiz Helal Midir? Yoksa Faiz Yerine Altın, Döviz vs. Mi Alınmalı?”, <http://www.hayrettinkaraman.net/sc/00134.htm> (06.07.2017).
- Karbani, Faizal (2015), **Mastering Islamic Finance**, 1. Baskı, Pearson Education, United Kingdom.

- Karimzadeh, Majid (2012), “Role of Sukuk in Islamic Capital Market: Experience of Iran (1994-2011)”, **Arabian Journal of Business and Management Review (OMAN Chapter)**, 1 (7), 94-105.
- Karluk, Rıdvan (2009), **Cumhuriyet’in İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisi’nde Yapısal Dönüşüm**, 12. Baskı, Beta, İstanbul.
- Kayahan, Hüseyin (2014), “İslam Ekonomi Sistem, -Zekat Bankası”. <http://www.akevler.org/AkevlerMakaleler/1908/CokOk/10065/Huseyin-Kayahan/ISLAM-EKONOMI-SISTEM-ZEKAT-BANKASI> (06.07.2017).
- KFH (2010), “Sukuk Back on Track”. <http://askprof.mifc.com/> (18.07.2017).
- Khan, Harun R. (2016), “Public Debt Management: Reflections on Strategy and Structure”, Charan Singh (Ed.), **Public Debt Management Separation of Debt From Monetary Management in India**, 1. Baskı içinde (9-22), Springer, India.
- Khartoum Stock Exchange (2015), “Twenty-One Annual Report 2015”, <http://www.kse.com.sd/UserFiles/File/englishreport2015.pdf> (07.10.2016).
- KPMG (2012), “The Taxation Treatment of Islamic Finance in Canada”, <https://www.kpmg.com>, (22.01.2016).
- Kumaş, Mehmet Salih (2006), “Bir Finansman Yöntemi Olarak İş Ortaklığı Uygulaması ‘Mudârabe-Commenda Karşılaştırması’”, **Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi**, 15 (1), 369-383.
- Lackmann, Bedi Guntner (2015), “Types of Sukuk (Islamic Bonds) and History of Japanese Company Issuance”, **Nomura Journal of Capital Markets**, 6 (3), 1-20.
- Lahsasna, Achene ve Lin, Lee Sze (2012), “Issues in Islamic Capital Markets: Islamic Bond/Sukuk”, **3rd International Conference on Business and Economic Research Proceeding, Bandung Proceeding Book**, <https://www.isfin.net/node/1202> (15.08.2016).
- Latham & Watkins (2016), “The Sukuk Handbook: A Guide to Structuring Sukuk”, <https://www.lw.com/thoughtLeadership/guide-to-structurings-sukuk-2015> (10.08.2016).
- Mace, İbn (2012), **Sünen-i İbni Mâce Tercemesi ve Şerhi**, (Çev. Haydar Haipoğlu), Kahraman Yayınları, İstanbul.
- Maiyaki, Ahmad Audu (2013). “Principles of Islamic Capital Market”, **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences**, 3 (4), 278–283.
- Maraj, Bujar (2013), **Bujar Maraj’s Master’s Thesis on the Microfoundation of Islamic Capital market Products**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Universitat Basel Ekonomi Teorisi Bölümü.

- Marifa Academy (2014), “Islamic Banking & Finance: Principles and Practices”, <https://islamicbankers.files.wordpress.com/2014/09/marifas-practical-guide-to-islamic-banking-and-finance.pdf> (10.06.2017).
- Maswood, Yaaseen and Choudary, Y. Lokeswara (2014), “Role of Socio-Economic Variables on Awareness of Islamic Banking in India”, **Middle-East Journal of Scientific Research**, 22 (3): 401-408.
- Maududi, S. Abul A’la (1999), **Economic System of Islam**, 4. Baskı, Khurshid Ahmad (Ed.), (Çev. Riaz Husain), Lahore: Islamic Publications.
- Merdad, Hesham J. (2012), **Two Essays in Islamic Finance and Investment**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, University of New Orleans Department of Financial Economics.
- MIFC (2017a), “2016 Global Sukuk Market: A Record Year for Corporate Issuance”, http://www.mifc.com/index.php?rp=sukuk_report_270317.pdf (01.09.2017).
- MIFC (2017b), “Islamic Funds: Gearing Up”, <http://www.mifc.com/index.php?ch=28&pg=72&ac=180&bb=uploadpdf> (12.12.2017).
- Milliman (2017). “Global Takaful Report 2017”, <http://www.milliman.com/uploadedFiles/insight/2017/Takaful-2017-full-report.pdf> (12.12.2017).
- Milliyet (2008), “Körfez’de Fon Avı”, <http://www.milliyet.com.tr/korfez-de-fon-avi-ekonomi-1026779/> (03.08.2017).
- Mir, Raza and Khan, Muqtedar (2015), “Islamic Finance and Social Justice: A Reappraisal”, Abbas J. Ali (Ed.), **Handbook of Research on Islamic Business Ethics**, 1. Baskı içinde (231-245), Edward Elgar, Birleşik Krallık.
- Mohammed, Naveed (2015), “A History of Islamic Finance”, <http://www.islamicfinance.com/2015/02/an-overview-of-the-history-of-islamic-finance/> (28.12.2016).
- Mohammed, Naveed (2015), “Transparency of Sukuk Can Help Fund Infrastructure Projects Better Than Conventional Bonds”, <https://www.sukuk.com/article/transparency-sukuk-fund-infrastructure-projects-conventional-bonds-3890/> (28.09.2016).
- Muhammad, Rifqi and Kusuma, Hadri (2014), “The Need for Accounting Information System to Facilitate Partnership Contracts in Islamic Microfinance Institutions: The Case of Baitul Maal wa Tamwil (BMT) in Indonesia”, **International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences**, 4(7), 592-604.
- Muneeza, Aishath (2014), “Maldives The Struggle for New Hope in a Garland of Palm-Clad Islands”, Sasikala Thiagaraja, Andrew Morgan, Andrew Tebbutt, Geraldine Chan (Ed.), **The Islamic Finance Handbook A Practitioner’s Guide to the Global Markets**, 1. Baskı içinde (337-254), Wiley, Singapur.

- Nanaeva, Zhamal K. (2010), **How Risky Sukuk Are: Comparative Analysis of Risk Associated with Sukuk and Conventional Bonds**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, The British University of Dubai Finans ve Bankacılık Bölümü.
- Nazar, Jhordy Kashoogie (2011), “Regulatory and Financial Implications of Sukuk’s Legal Challenges for Sustainable Sukuk Development in Islamic Capital Market, . <http://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2011/12/Jhordy.Kashoogie-Nazar.pdf> (10.10.2016).
- Nethercott, Craig R. (2012) “Istisna’ and Ijara”, Craig R. Nethercott ve David M. Eisenberg (Ed.), **Islamic Finance: Law and Practice**, 1. Baskı içinde (233-258), Oxford University Press, United Kingdom.
- Nisar, Shariq (2007), “Islamic Bonds (Sukuk): Its Introduction and Application”, www.iefpedia.com (17.03.2016)
- Norman, Trevor (2004), “Islamic Investment Funds”, <https://www.volaw.com/Briefing%20Notes/Islamic%20Investment%20Funds%20Nov%202004.pdf> (09.04.2016).
- OECD (1996), “Government Debt Management”, Gerald J. Miller (Ed.), **Handbook of Debt Management**, 1. Baskı içinde (657-692), CRC Press, ABD.
- OECD (2017), “General Government Debt”, <https://data.oecd.org/gga/general-government-debt.htm> (01.12.2017)
- Oladunjoye, Majeed Oladele (2014), “Sukuk as a Tool for Infrastructural Development in Nigeria”, **Journal of Islamic Banking and Finance**, 2 (1), 335-344.
- Olgu, Özlem ve diğerleri (2015), **Hanbook of Research on Strategic Developments and Regulatory Practice in Global Finance**, 1. Baskı, IGI Global, USA.
- Omar, Azmi (2015), “Sukuk Market and Its Recent Developments”, <http://www.irti.org/English/News/Documents/Seminars/Sukuk%20Market%20and%20Its%20Recent%20Developments.pdf> (21.04.2016).
- Özbilen, Şevki (2012), **Türkiye’de Kamu İç Borçlanma Sistemi ve Makroekonomik Etkileri**, 1. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Özel, Adem (2013), **İslami Yatırım Fonları**, SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Yeterlik Etüdü, SPK, Ankara.
- Özsoy, İsmail (2012a), “Vatikan İslâmi Finansı Öneriyor; İslâmi Finans Neyi Öneriyor?”, Ahmet Hamdi Aydın, İsmail Bakan, Mahmut Yardımcıoğlu (Ed.), **II. Bölgesel Sorunlar ve Türkiye Sempozyumu Bildiriler Kitabı**, (3-10), Kahramanmaraş: Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi.

- Özsoy, İsmail (2012b), “Türkiye’de Katılım Bankacılığı Eğitim No. 2011-2012-57”, <https://www.tkbb.org.tr> (01.06.2017).
- Öztürk, Nazım (2015), **Kamu Maliyesi**, 2. Baskı, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa.
- Paalzow, Anders (1992). **Public Debt Management**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Stocholm Ekonomi Okulu, Ekonomi Bölümü.
- Paldi, Camille (t.y.), “The History of Sukuk”. <https://www.slideshare.net/CamillePaldi/the-history-of-sukuk> (09.06.2017).
- Pasha, Shaheen (2011), “Western Debt Crisis Spurs Growth of Islamic Finance” <http://www.reuters.com/article/us-finance-islamic-idUSTRE7AT1DS20111130> (26.08.2017).
- Perera, Suresh Ivan (2015), “Sukuks- The Emerging Trend in Islamic Finance”, **Islamic Finance Today**, <http://www.iftmagazine.com> (010.01.2016).
- Pettinger, Tejvan (2017), “Problems of Government Borrowing”, <https://www.economicshelp.org/blog/1504/economics/problems-of-government-borrowing-2/> (20.11.2017).
- Pitluck, Aaron Z. (2008), “Moral Behavior in Stock Markets: Islamic Finance and Socially Responsible Investment”, **MPRA Paper**, No. 9477.
- PWC (2017), “Capital Projects and Infrastructure Spending in Turkey January 2017 Outlook to 2023”, <https://www.pwc.com.tr/tr/advisory/capital-project-and-infrastructure-spending-in-turkey-pwc.pdf> (27.08.2017).
- Qatar Central Bank (2017), “Public Debt Tools”, <http://www.qcb.gov.qa> (27.11.2017).
- Raheem, Ahsan (2015), “Sukuk: A Need for More Disclosure and Better Transparency”, <https://www.linkedin.com/pulse/international-sukuk-need-more-disclosure-better-raheem-cfa-frm> (20.08.2017).
- RAM (2014), **Sukuk Focus. Sukuk and Taxation: The Road to Liberalisation**, 1. Baskı, RAM Ratings Services, Kuala Lumpur.
- RAM (2017), “RAM Ratings: Sovereign Sukuk Dominated Global Sukuk Issuance in 1Q 2017”, <https://www.ram.com.my/pressrelease/?prviewid=418> (19.07.2017).
- Razali, Siti Salwani (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 Mode”, **International Journal of Financial Management**, 2 (1), 33-43.
- Reuters (2012), “Text-S&P Says Global Crisis Has Boosted Growth in The Sukuk Market”. <http://uk.reuters.com/article/idUKWLA293520120215> (08.08.2017).
- Reuters (2013), “Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014”, <http://thomsonreuters.com> (10.09.2016).

- Reuters (2014), "Islamic Finance Looks to Shake off Sukuk Pricing Hitch", <http://www.w.reuters.com/article/islamic-finance-sukukidUSL6N0060TQ20140522> (20.07.2016)
- Reuters (2016), "Islamic Finance Development Report 2016 Resilient Growth", https://www.zawya.com/ifg-publications/report/20161213065838706.pdf/_(10.09.2016).
- Reuters (2017), "Sukuk Perceptions & Forecast Study 2017 Poised for Growth. <https://ceif.iba.edu.pk/pdf/ThomsonReutersSukukPerceptionsForecastStudy2017.pdf> (10.09.2017).
- Saeed, Abdullah ve Salah, Omar (2014), "Development of Sukuk: Pragmatic and Idealist Approaches to Sukuk Structures", **Journal of International Banking Law and Regulation**, 29 (1), 41-52.
- Said, Pervez (2008), "Islamic Alternatives to Conventional Finance", Roderick Millar ve Habiba Anwar (Ed.), **Islamic Finance: A Guide for International Business and Investment**, 1. Baskı içinde (13-21), GMB Publishing, United Kingdom,
- Sakarya, Burçhan ve Kaya, Yasemin Türker (2013), "Türk Bankacılık Sektöründe Katılım ve Mevduat Bankalarının Performans Farklılaşması", <http://www.ekonomikyaklasim.org/eyc2013/?download=Paper%20215.pdf> (03.08.2017).
- Salah, Isam (2009), "Islamic Finance in the Current Financial Crisis", **Berkeley Journal of Middle Eastern & Islamic Law**, 2 (1), 137-157.
- Salamon, Hussin Bin ve diğerleri (2015), "Speculation: The Islamic Perspective; A Study on Al-Maisir (Gambling)", **Mediterranean Journal of Social Sciences**, 6 (1), 371-378.
- Sarially, Salma (2005), "Evaluating the 'Social Responsibility' of Islamic Finance: Learning from the Experiences of Socially Responsible Investment Funds", <http://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2009/08/Evaluating-the-%E2%80%98Social-Responsibility-%E2%80%99-of-Islamic.pdf> (16.10.2016).
- Saripudin, Khairun Najmi ve diğerleri (2012), "Case Study on Sukuk Musharakah Issued in Malaysia", **Middle-East Journal of Scientific Research**, 12 (2), 168-175.
- Sayı, Ali (1987), "Faiz ve Faizin Tarihi Gelişimi", Ahmet Tabakoğlu ve İsmail Kurt (Ed.), **Faizsiz Yeni Bir Banka Modeli Faizsiz Kredileşme Sistemi**, 1. Baskı içinde (19-37), İslami İlimler Araştırma Vakfı Yayınları, İstanbul.
- SEC (t.y.), "Draft Rules on Sukuk Issuance in Nigeria", www.sec.gov.ng/.../Draft%20Rules%20on%20Sukuk%20Iss... (10.07.2017).
- Securities Commission Malaysia (2017), "Data and Statistics- Bond & Sukuk Market", <https://www.sc.com.my/> (27.11.2017).

- SERPAM (2013), “İslami Finans. İslami Finans Kavramı, Ürünler, Dünyada ve Türkiye’de Gelişimi ve Geleceği”, http://serpam.istanbul.edu.tr/wp-content/uploads/2012/09/İslami_Finans.pdf (03.08.2017).
- Shaikh, Salman ve Saeed, Shan (2010), “Sukuk Bond: Global Islamic Financial Instrument”, **MPRA Paper**, No. 26700.
- Shalhoob, Hebah Shafeq (2016), **A Comparative Analysis of Risk-Return Characteristics between Sukuk and Conventional Bonds**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Robert Gordon University.
- Shivtiel, Avihai (2014), “The Cario Genizah/ Kahire Geniza Elyazmaları”, (Ed.) Ali Küçükler ve Hüseyin İçen, **The Studies on the Hebrew Language/ İbrani Dili Üzerine Araştırmalar**, 1. Baskı içinde (15-21), Cambridge Scholars Publishing, Birleşik Krallık.
- Smith, Herbert (2010), “Islamic Finance Guide”, <https://islamicbankers.files.wordpress.com/2007/06/islamic-finance-guide-2010.pdf> (10.08.2016).
- Sophastienphong, Kiatchai ve diğerleri (2008), **South Asian Bond Markets: Developing Long-term Finance for Growth**, 1. Baskı, World Bank Publishing, USA.
- Söyler, İlhami (2014), **Hukuki ve Mali Boyutlarıyla Sukuk (Kira Sertifikaları)**, 1. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Srivastava, Peeyush (2016), “Debt Management of the Government”, Charan Singh (Ed.), **Public Debt Management Separation of Debt from Monetary Management in India**, 1. Baskı içinde (23-40), Springer, India.
- Standard & Poor’s (2015), “Islamic Finance Outlook 2016”, https://www.spratings.com/documents/20184/86966/Islamic_Finance_Outlook_2016_v2/4d9d6fd9-3b11-4ae2-9168-13ee2543b73b (06.10.2016).
- Stevens, Simon (2013a), “Islamic Bonds Go Mainstream. Special Update. (Part 1)”, **Infrastructure Journal**, <http://www.chadbourne.com/files/Publication> (06.06.2015).
- Stevens, Simon (2013b), “Islamic Bonds Go Mainstream. (Part 2)”, **Infrastructure Journal**, <http://www.chadbourne.com/files/Publication> (06.06.2015).
- Sugözü, Halil İbrahim (2010), **Devlet Borçları IMF-Dünya Bankası ve Türkiye**, 1. Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- Sultan, Yousuf (2016), “Ribā, Gharar & Maysir: A Review from Classical Shari’ah And Contemporary Implications”, https://www.researchgate.net/publication/304660115_Riba_Gharar_Maysir_A_Review_from_Classical_Shari%27ah_and_contemporary_implications (10.08.2017).

- Susam, Nazan (2009), **Türkiye’de Uygulanan Maliye Politikaları 1923-2008**, 1. Baskı, Derin Yayınları, İstanbul.
- Şen, Hüseyin ve diğerleri (2007), “Türkiye’de İç Borçların Gelişimi ve Yönetimi”, Ahmet Ay (Ed.), **Türkiye Ekonomisi Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, 1. Baskı içinde (227-268), Çizgi Kitabevi, Konya.
- Şen, Hüseyin ve Kaya, Ayşe (2014), “Crowding-out or Crowding-in?: Analyzing The Effects Of Government Spending On Private Investment in Turkey, **Panoeconomicus**, 61 (6), 631-651.
- Tabakoğlu, Ahmet (2011), “Para ve Finansman”, **İslâm Hukuku Açısından Tarihten Günümüze Kredi ve Finans Yöntemleri Tartışmalı İlmî İhtisas Toplantısı**, 1. Baskı içinde (137-168), Ensar Neşriyat, İstanbul.
- Taoual, Safiyah (2016), “Sukuk: A Potential for Stability and Development in the GCC”, **Kingston University London Economics Discussion Papers**, No. 2016-7.
- TCMB (2006), “Kuruluşundan Bugüne Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası”, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/44b2d6bf-4a15-43c5-a480-c566fb01db8b/Bulten_Turkce4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=44b2d6bf-4a15-43c5-a480-c566fb01db8b (25.11.2016).
- Tekin, Abdullah (2017), “Türkiye Kira Sertifikaları ile İslami Finans Piyasalarındaki Eşdeğer Ürünler Arasında Bir Karşılaştırma”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi**, 20 (2), 160-175.
- Tekin, Fazıl ve Çelikkaya, Ali (2007), **Vergi Denetimi**, 2. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Temiz, Dilek ve Karamelikli, Hüseyin (2012), “Türkiye’nin Borç Kompozisyonu”, <http://teacongress.org/papers2012/TEMIZ-KARAMELIKLI.pdf> (12.11.2017).
- The Banker (2015), “Top Islamic Financial Institutions 2015”, <http://www.thebanker.com>. (13.12.2017).
- The Treasury of Hong Kong (2017), “Publications and Press Releases- Accounts of Government”, <https://www.try.gov.hk> (27.11.2017).
- TKBB (2017), “Sukuk”, <http://www.tkbb.org.tr/faizsiz-finans-urunleri> (22.10.2016).
- Tunç, Hüseyin (2016), **Katılım Bankacılığı Felsefesi, Teorisi ve Türkiye Uygulaması**, 1. Baskı, Nesil Basım Yayın, İstanbul.
- Türker, Hülya (2010), **İslami Finans Piyasasında Finansal Aracılık: Dünyadaki Gelişmeler ve Sermaye Piyasasının Geliştirilmesi Açısından Türkiye İçin Öneriler**, SPK Aracılık Faaliyetleri Dairesi Yeterlik Etüdü, SPK, Ankara.

- Uddin, Md Akther (2015), "Principles of ıslamic Finance: Prohibition of Riba, Gharar and Maysir", **MPRA Paper**, No. 67711.
- Ulus, Sabri (2013), "Fixed Income Investment (Sukuk) in Islamic Finance", **Afro Eurasian Studies**, 2(1&2), 298-305.
- Ulusoy, Ahmet ve Ela, Mehmet (2014), "Avrupa Borç Krizi ve Türkiye İçin Öneriler", **HAK-İŞ Uluslararası Emek ve Toplum Dergisi**, 3 (7): 77-112.
- Ulusoy, Ahmet ve Ela, Mehmet (2015). "Türkiye'de Sukuk Sertifikalarının Kamu Finansmanında Kullanımı: Genel Bir Değerlendirme", Ömer Karaoğlu, Süleyman Kaya, Fatih Yardımcıoğlu ve Hakan Aslan (Ed.), **International Congress on Islamic Economics and Finance Bildiriler Kitabı**, (139-155), Beşiz Publications, Sakarya.
- Ulusoy, Ahmet (2016), **Devlet Borçlanması**, 9. Baskı, Celepler Matbaacılık, Trabzon.
- Ulusoy, Ahmet ve Ela, Mehmet (2017). "Lack of Standardization in Sukuk Market", **Journal of Islamic Economics, Banking and Finance**, 13(1), 147-169.
- Undersecretariat of Treasury (2016), "Turkey Participation (Islamic) Finance Country Report", https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2F1%2FDocuments%2FSayfalar%2FTR_Participation_Finance.pdf (06.05.2017).
- Usmani, Muhammad Taqi (2007), **An Introduction to Islamic Finance**, 1. Baskı, Maktaba M'aarifur Qur'an, Karachi.
- Usmani, Muhammad Taqi (2008), "Sukuk and Their Contemporary Application", <http://www.kantakji.com/media/7747/f148.pdf> (26.09.2015).
- Uysal, Doğan ve diğerleri (2009), "Dış Borçlanma ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği (1965-2007)", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 23 (4), 161-178.
- Uysal, Doğan ve Mucuk, Mehmet (2003), "Crowding - Out (Dışlama) Etkisi: Türkiye Örneği (1975-2000)", **SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 5, 159-172.
- Ünal, Necdet (2010), "Kur'an'da Meysir Kavramı ve Günümüzdeki Bazı Kumar Türlerinin Bu Çerçeve de Değerlendirilmesi", **Dinbilimleri Akademik Araştırma Dergisi**, 10 (3), 247-265.
- Vishwanath, S.R. ve Azmi, Sabahuddin (2009), "An Overview of Islamic Sukuk Bonds", **The Journal of Structured Finance**, 14 (4), 58-67.
- Visser, Hans (2009), **Islamic Finance Principles and Practice**, 1. Baskı, Edward Elgar, United Kingdom.
- Vizcaino, Bernardo (2014a), "Sukuk Issuance Costs Still Above Conventional Bonds in Asia – ADB", <http://www.reuters.com/article/islamic-finance-adb/sukuk-issuance-costs-still-above-conventional-bonds-in-asia-adb-idUSL5N0ML00D20140324> (05.05.2017).

- Vizcaino, Bernardo (2014b), "Birth of New Sovereign Sukuk Sources to Broaden Market", <http://www.reuters.com/article/islamic-finance-sukuk/birth-of-new-sovereign-sukuk-sources-to-broaden-market-idUSL5N0KR036201401227> (05.05.2017).
- Warde, Ibrahim (2010), **Islamic Finance in the Global Economy**, 2. Baskı, Edinburgh University Press, Edinburgh.
- Wheeler, Graeme (2004), **Sound Practice in Government Debt Management**, Dünya Bankası Yayını, Washington.
- Wilson, Rodney (2008), "Innovation in the Structuring of Islamic Sukuk Securities", **Humanomics**, 24 (3), 170-181.
- Wilson, Rodney (2010), "Islamic Capital Markets: The Role of Sukuk", **Islamic Finance Instruments and Markets**, 1. Baskı içinde (57-60), Bloomsbury Information, United Kingdom.
- World Bank (2015), "Islamic Finance", <http://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/islamic-finance> (09.10.2016).
- World Bank (2017), "International Debt Statistics", <https://data.worldbank.org/data-catalog/international-debt-statistics> (15.11.2017).
- Yaran, Rahmi (1997), "Türk Hukukundaki Temerrüt Faizinin İslâm Hukuku Açısından Değerlendirilmesi" Mehmet Bayyigit (Ed.), **I. Uluslararası İslâm Ticaret Hukukunun Günümüzdeki Meseleleri Kongresi Bildiriler Kitabı**, (703-718), Kombad Yayınları, Konya.
- Yavuz, A. Fikri (1986), **İslâm İlmihali- İslâm Fıkhi ve Hukuku**, 1. Baskı, Çile Yayınları, İstanbul.
- Yean, Tan Wan (2009), "Sukuk: Issues and the Way Forward", www.assaif.org (10.06.2015).
- Yıldız, Habip (2006), "Türkiye'de Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Artış Nedenleri ve Kamu Borçlarının Boyutları", **Mevzuat Dergisi**, 9(107).
- Yılmaz, Binhan Elif (2014), **Türkiye'nin Değişmeyen Kaderi Osmanlı'dan Günümüze 1854-2013 Borç Çıkmazı**, 2. Baskı, Derin Yayınları, İstanbul.
- Yılmaz, Osman Nihat (2010), "Faizsiz Bankacılık İlkeleri ve Katılım Bankacılığı", <http://www.tkbb.org.tr> (10.05.2017).
- Yüksel, Serhat (2016), "İslami Bankacılıkta Son Toplama/Fon Kullanırma Yöntemleri ve İslami Finansmanda Sukuk", Seyfettin Erdoğan, Ayfer Gedikli ve Durmuş Çağrı Yıldırım (Ed.), **İslam Ekonomisi ve Finansı**, 1. Baskı içinde (175-194), Umutepe Yayınları, Kocaeli.

Zadran, Shamshad (2013), **Islamic Finance and Islamic Banking System**, Yayınlanmamış Lisans Bitirme Çalışması, College of Polytechnics Ekonomik Çalışmalar Bölümü.

Zaidi, Jamal Abbas (2007). “Overcoming Barriers to Liquidity; Commoditization, Sukuk Promoting Issuance and a Secondary Market”, <http://www.kantakji.com/media/8145/y114.pdf> (12.10.2016).

Zaki, Ahmad ve diğerleri (2014), “The Association of Islamic Bank Ethical Identity and Financial Performance: Evidence from Asia”, **Asian Journal of Business Ethics**, 3 (2), 97-110.



ÖZGEÇMİŞ

Mehmet ELA, 18.07.1987 tarihinde Kahramanmaraş İli Andırın İlçesi'nde doğdu. 1998 yılında Tokmaklı İlkokulu'nu; 2001 yılında Tokmaklı Ortaokulu'nu; 2005 yılında Andırın Anadolu Lisesi'ni; 2009 yılında Eskişehir Osmangazi Üniversitesi – İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Maliye Bölümü'nü; 2013 yılında Çukurova Üniversitesi – Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı Yüksek Lisans Programı'nı bitirdi. 2013 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi – Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalında doktora programına başladı.

ELA, evli ve erkek babası olup İngilizce bilmektedir.