



İslam İşbirliği Teşkilatı
Ekonomik ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi

İslami Sermaye Piyasalarında Sukukun Rolü



İSEDAK KOORDİNASYON OFİSİ



İSEDAC

**İslam İşbirliği Teşkilatı Ekonomik ve
Ticari İşbirliği Daimi Komitesi (İSEDAC)**

İslami Sermaye Piyasalarında Sukukun Rolü

İSEDAC KOORDİNASYON OFİSİ
Haziran 2019

Bu raporun hazırlanması için İSEDAK Koordinasyon Ofisi tarafından Uluslararası İslami Finans Şer'i Araştırma Akademisi ve RAM Rating Services Berhad görevlendirilmiştir. Rapor, Dr. Marjan Muhammad, Ruslena Ramli, Dr. Salma Sairally, Dr. Noor Suhaida Kasri ve Irfan Afifah Mohd Zaki tarafından hazırlanmış ve bu süreçte Promod Dass, Rafe Haneef, Wan Abdul Rahim Kamil Wan Mohamed Ali ve Doç. Dr. Said Bouheraoua danışman olarak görev almıştır. Raporda ifade edilen fikir ve görüşler sadece yazar(lar)a ait olup, İSEDAK Koordinasyon Ofisi'nin veya İslam İşbirliği Teşkilatı (İİT) Üyesi Ülkelerin resmi görüşlerini temsil etmemektedir. Raporun son sürümü İSEDAK'nin internet sitesinde bulunmaktadır.* Atıfta bulunulduğu sürece rapordan alıntı yapılabilir. Raporun tüm fikri ve sınai mülkiyet hakları İSEDAK Koordinasyon Ofisi'ne aittir. Bu rapor bireysel kullanım içindir ve ticari amaçlı kullanılamaz. Bireysel kullanım dışında bu rapor, İSEDAK Koordinasyon Ofisi'nin izni olmadan basılı, fotokopi, CD kaydı veya herhangi bir fiziksel veya elektronik çoğaltma sistemi dâhil olmak üzere elektronik veya mekanik herhangi bir biçimde veya herhangi bir yöntemle çoğaltılamaz veya tercüme edilemez ve ticari amaçla elektronik olarak abonelerin erişimine sunulamaz.

Orijinal Adı:

The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets

COMCEC Coordination Office, February 2018

İngilizceden çeviren:

Şerif Ahmet SAMAN

Editör: Mücahit ÖZDEMİR

Daha fazla bilgi için irtibat adresi:

İSEDAK Koordinasyon Ofisi

Necatibey Caddesi No: 110/A

06100 Yücetepe

Tel: 0 312 294 57 10

Faks: 0 312 294 57 77

İnternet Sitesi: www.comcec.org

*E-kitap: <http://ebook.comcec.org>

ISBN: 978-605-2270-13-4

İçindekiler

Tablolar Listesi	iv
Grafikler Listesi	vi
Şekiller Listesi	ix
Kutucuklar Listesi	xi
Kısaltmalar Listesi	xii
YÖNETİCİ ÖZETİ	1
1. GİRİŞ	5
1.1 SUKUK PİYASASININ KÜRESEL GÖRÜNÜMÜ	5
1.2 ÇALIŞMANIN AMAÇLARI, HEDEFLERİ VE KAPSAMI	6
1.3 METODOLOJİ	6
1.4 ÇALIŞMAYA GENEL BAKIŞ	7
2. SUKUK PİYASASININ OLUŞTURULMASI: TEMEL YAPI TAŞLARI	9
2.1 İSLAMİ BİR FİNANSAL ARAÇ OLARAK SUKUK	9
2.1.1 İSLAMİ BİR FİNANSAL ARAÇ OLARAK SUKUKUN EVRİMİ	9
2.1.2 GENEL İLKELER, DÖNÜM NOKTALARI VE TEMEL TRENDLER	11
2.1.3 SUKUKUN TEORİK VE HUKUKİ NİTELİĞİ	11
2.1.4 MEVCUT SUKUK UYGULAMALARININ İSLAM HUKUKUYLA UYUMLULUĞU	14
2.2 İSLAMİ FİNANS PİYASASININ GELİŞTİRİLMESİNDE SUKUKUN ÖNEMİ	14
2.2.1 İSLAMİ FİNANSIN ÇEŞİTLİ SEGMENTLERİNDE VARLIK DAĞILIMI	14
2.2.2 İSLAMİ FİNANS SEKTÖRÜNÜN GELİŞTİRİLMESİNDE SUKUKUN ROLÜ	15
2.2.3 SUKUK PİYASASINDA ÖNCÜ ÜLKELER	16
2.3 SUKUK PİYASASINDA ÖNEMLİ YEREL VE KÜRESEL KURULUŞLAR VE BU KURULUŞLARIN ROLLERİ	17
2.3.1 YEREL VE ULUSLARARASI KURULUŞLARIN TEMEL ROLLERİ	18
2.3.2 MEVCUT STANDART BELİRLEYİCİ KURULUŞLAR VE ROLLERİ	20
2.4 SUKUK İHRACINDA YER ALAN TARAFLAR: ROLLER VE SORUMLULUKLAR	22
2.5 SUKUK İÇİN ŞER'İ DANIŞMA KURULLARININ OLUŞTURULMASININ ÖNEMİ	23
2.5.1 ŞER'İ YÖNETİŞİM ÇERÇEVELERİ VE MERKEZİ BİR ŞER'İ YÖNETİŞİM ÇERÇEVESİ	24
2.6 SUKUK İÇİN ELVERİŞLİ BİR ORTAM OLUŞTURMANIN ÖNEMİ	25
2.6.1 HUKUKİ	26
2.6.2 DÜZENLEYİCİ	30
2.6.3 DENETLEYİCİ	31
2.7 İSP'DE SUKUKUN GELİŞİMİ İÇİN YENİ SINIRLAR	32
2.7.1 SUKUKUN SŞY'YE YAKINSAMASI	32
2.7.2 ORTAK KÜRESEL SUKUKA İLİŞKİN ÖNERİ VE SUKUK SERTİFİKALARININ ALINIP SATILABİLİRLİĞİ	33

3. SUKUK YAPILARI, İHRAÇLARI VE YATIRIMLARI	35
3.1 SÜRDÜRÜLEBİLİR BİR SUKUK PİYASASI İÇİN KRİTİK BAŞARI FAKTÖRLERİ	36
3.2 SUKUK PİYASASININ OLUŞTURULMASINDA KARŞILAŞILAN TEMEL GÜÇLÜKLER	39
3.2.1 MEVZUAT ÇERÇEVESİ (İÇTİHAT HUKUKU VE MEDENİ HUKUK)	39
3.2.2 VERGİ ÇERÇEVESİ	40
3.2.3 ŞER'İ YÖNETİŞİMİN STANDARDİZASYONU	40
3.2.4 SÜRDÜRÜLEBİLİR BİR KURUMSAL SUKUK ARZININ OLUŞTURULMASI	43
3.2.5 FİNANSAL ARACILIK DÜZEYİ VE YATIRIMCI TABANININ ÇEŞİTLENDİRİLMESİ	44
3.3 SUKUK YAPILARININ KAPSAMLI DEĞERLENDİRMESİ	44
3.3.1 ARAP ÜLKELERİ	44
3.3.2 ASYA ÜLKELERİ	46
3.3.3 AFRİKA ÜLKELERİ	49
3.3.4 İİT DIŞI ÜLKELER	49
3.3.5 İİT ÜLKELERİ VE İİT ÜYESİ OLMAYAN ÜLKELER TARAFINDAN İHRAÇ EDİLEN SUKUK YAPILARININ ANALİZİ	51
3.4 SUKUK İHRAÇLARININ KAPSAMLI BİR DEĞERLENDİRMESİ – ARZ (SATIŞ TARAFI)	52
3.4.1 ARAP BÖLGESİ	52
3.4.2 ASYA BÖLGESİ	57
3.4.3 AFRİKA BÖLGESİ	59
3.4.4 İİT ÜYESİ OLMAYAN ÜLKELERDEKİ SUKUK İHRAÇLARI	61
3.4.5 İİT ÜLKELERİ VE İİT ÜYESİ OLMAYAN ÜLKELER TARAFINDAN GERÇEKLEŞTİRİLEN SUKUK İHRAÇLARININ ANALİZİ	61
3.5 SUKUK YATIRIMLARININ KAPSAMLI BİR DEĞERLENDİRMESİ – TALEP (ALIM TARAFI)	63
3.5.1 ARAP BÖLGESİ	63
3.5.2 ASYA BÖLGESİ	65
3.5.3 AFRİKA BÖLGESİ	68
3.5.4 İİT ÜLKELERİNDEKİ SUKUK YATIRIMLARININ ANALİZİ	69
4. VAKA ÇALIŞMALARI	71
4.1 GİRİŞ: SEÇİM KRİTERLERİ VE METODOLOJİ	71
4.2 MALEZYA	73
4.2.1 MALEZYA SERMAYE PİYASALARINA GENEL BAKIŞ	73
4.2.2 MALEZYA SUKUK PİYASASININ GELİŞİMİ	78
4.2.3 SUKUK YAPILARI, İHRAÇLARI VE YATIRIMLARININ ANALİZİ	81
4.2.4 MALEZYA SUKUK PİYASASININ TEMELİNİ OLUŞTURAN FAKTÖRLER	92
4.2.5 ÜLKEYE ÖZEL TAVSİYELER	94
4.3 BİRLEŞİK ARAP EMİRLİKLERİ (BAE)	95
4.3.1 BAE SERMAYE PİYASALARINA GENEL BAKIŞ	95
4.3.2 BAE SUKUK PİYASASININ GELİŞİMİ	99
4.3.3 SUKUK YAPILARI, İHRAÇLARI VE YATIRIMLARININ ANALİZİ	104

4.3.4 BAE SUKUK PİYASASININ TEMELİNİ OLUŞTURAN FAKTÖRLER	107
4.3.5 ÜLKEYE ÖZEL TAVSİYELER	111
4.4 ENDONEZYA	113
4.4.1 ENDONEZYA SERMAYE PİYASALARINA GENEL BAKIŞ	113
4.4.2 ENDONEZYA SUKUK PİYASASININ GELİŞİMİ	119
4.4.3 SUKUK YAPILARI, İHRAÇLARI VE YATIRIMLARININ ANALİZİ	123
4.4.4 ENDONEZYA SUKUK PİYASASININ TEMELİNİ OLUŞTURAN FAKTÖRLER	130
4.4.5 ÜLKEYE ÖZEL TAVSİYELER	132
4.5 TÜRKİYE	135
4.5.1 TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARINA GENEL BAKIŞ	135
4.5.2 TÜRKİYE SUKUK PİYASASININ GELİŞİMİ	138
4.5.3 SUKUK YAPILARI, İHRAÇLARI VE YATIRIMLARININ ANALİZİ	142
4.5.4 TÜRKİYE SUKUK PİYASASININ TEMELİNİ OLUŞTURAN FAKTÖRLER	149
4.5.5 ÜLKEYE ÖZEL TAVSİYELER	151
4.6 HONG KONG	153
4.6.1 HONG KONG SERMAYE PİYASALARINA GENEL BAKIŞ	153
4.6.2 HONG KONG SUKUK PİYASASININ GELİŞİMİ	158
4.6.3 SUKUK YAPILARI, İHRAÇLARI VE YATIRIMLARININ ANALİZİ	160
4.6.4 HONG KONG SUKUK PİYASASININ TEMELİNİ OLUŞTURAN FAKTÖRLER	162
4.6.5 ÜLKEYE ÖZEL TAVSİYELER	164
4.7 NİJERYA	166
4.7.1 NİJERYA SERMAYE PİYASALARINA GENEL BAKIŞ	166
4.7.2 NİJERYA SUKUK PİYASASININ GELİŞİMİ	169
4.7.3 SUKUK YAPILARI, İHRAÇLARI VE YATIRIMLARININ ANALİZİ	173
4.7.4 NİJERYA SUKUK PİYASASININ TEMELİNİ OLUŞTURAN FAKTÖRLER	177
4.7.5 ÜLKEYE ÖZEL TAVSİYELER	178
5. SUKUK PİYASASININ GELİŞİMİNE DAİR POLİTİKA TAVSİYELERİ	181
5.1 SUKUK PİYASALARINI GELİŞTİRMEYE YÖNELİK STRATEJİK ÇERÇEVE VE YOL HARİTASI	181
5.2 CANLI BİR SUKUK PİYASASININ GELİŞTİRİLMESİ İÇİN GENEL TAVSİYELER	184
6. SONUÇ	190
6.1 SUKUK YAPILARI	191
6.2 SUKUK İHRAÇLARI (ARZ – SATIŞ TARAFI)	192
6.3 SUKUK YATIRIMLARI (TALEP – ALIM TARAFI)	193
KAYNAKLAR	195
EK 1: TEŞEKKÜR	202
EK 2: ANKET SONUÇLARI	204

Tablolar Listesi

Tablo 1: Vaka Çalışmaları Kapsamında Ele Alınan Ülkelerde Sukuk Piyasasının Gelişim Aşaması	2
Tablo 1.1: Sukuk Piyasasının Gelişim Aşamasına Göre Vaka Çalışmaları Kapsamında Ele Alınan Ülkeler	7
Tablo 1.2: Bölgesel Konuma Göre Vaka Çalışmaları Kapsamında Ele Alınan Ülkeler	7
Tablo 2.1: Tahviller, Sukuk ve Hisse Senetlerinin Karşılaştırılması	12
Tablo 2.2: Sukuk İhraçlarında Yer Alması Gereken Taraflar ve Roller	22
Tablo 2.3: Sukuk İhraçlarında Yer Alabilecek Taraflar ve Roller	23
Tablo 2.4: Varlık Bazlı ve Varlığa Dayalı Sukuk	27
Tablo 2.5: Sukuku Teşvik Etmek için Yapılan Vergisel Değişiklikler	31
Tablo 3.1: Temel Piyasa Paydaşlarının Kolaylaştırıcı Roller	37
Tablo 3.2: Yatırım Sukukuna Dair AAOIFI Şer'i Standartları Kapsamındaki Fikhi Sözleşmeler	41
Tablo 3.3: Seçilen İİT Üyesi Olmayan Ülkelerin Gerçekleştirdiği Devlet İcäre Sukuku İhraçlarının Detayları	50
Tablo 3.4: KİK Ülkelerinin Bütçe Açıkları (2014-2017ö/milyar ABD doları)	53
Tablo 3.5: Arap Ülkeleri – Ülkelere Göre Yerli Sukuk İhraçlarının Sayısı (2001-2016)	54
Tablo 3.6: Arap Ülkeleri – Ülkelere Göre Uluslararası Sukuk İhraçlarının Sayısı (2001-2016)	55
Tablo 3.7: Arap Ülkelerinin Gerçekleştirdiği Bazı Sukuk İhraçları	55
Tablo 3.8: Asya Ülkeleri – Ülkelere Göre Yerli Sukuk İhraçlarının Sayısı (2001-2016)	57
Tablo 3.9: Asya Ülkeleri – Ülkelere Göre Uluslararası Sukuk İhraçları (2001-2016)	58
Tablo 3.10: Asya Ülkelerinin Gerçekleştirdiği Bazı Sukuk İhraçları	58
Tablo 3.11: Afrika Ülkelerinin Gerçekleştirdiği Bazı Sukuk İhraçları	60
Tablo 3.12: Ülkelere Göre Yurt İçi Sukuk İhraçlarının Sayısı (2001-2016)	61
Tablo 3.13: Ülkelere Göre Uluslararası Sukuk İhraçlarının Sayısı (2001-2016)	61
Tablo 3.14: Ülkelere Göre GSYH'nin Yüzdesi Olarak Finans Piyasalarının Bileşimi	63
Tablo 3.15: GSYH'nin Yüzdesi Olarak BDFAK'ların Finansal Aracılığının Temel Göstergeleri	63
Tablo 3.16: Seçilen Asya Finans Piyasalarının GSYH'nin Yüzdesi Olarak Bileşimi	66
Tablo 3.17: GSYH'nin Yüzdesi Olarak BDFAK'ların Finansal Aracılığının Temel Göstergeleri	66
Tablo 3.18: GSYH'nin Yüzdesi Olarak Seçilen Afrika Finans Piyasalarının Bileşimi	69
Tablo 3.19: GSYH'nin Yüzdesi Olarak BDFAK'ların Finansal Aracılığının Temel Göstergeleri	69
Tablo 4.1: Sukuka İlişkin Gelişim Aşamaları Matrisi	71
Tablo 4.2: Gelişim Aşamaları Matrisinin Açıklanması	72
Tablo 4.3: Malezya'nın Bütçe Açıkları (2014-2017ö)	80
Tablo 4.4: Malezya'da Gerçekleştirilen Referans Kurumsal Sukuk İhraçlarının Dökümü	85
Tablo 4.5: Malezya'nın Kurumsal Yatırımcıları	88
Tablo 4.6: Talebi (Alım Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler	94
Tablo 4.7: Arzı (Satış Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler	95
Tablo 4.8: BAE'nin Bütçe Açıkları (2014-2017ö)	102
Tablo 4.9: BAE'de Gerçekleştirilen Referans Kurumsal Sukuk İhraçlarının Dökümü	104

Tablo 4.10: DIFC'nin Kurulmasına İlişkin Başlıca Kanunlar	108
Tablo 4.11: Talebi (Alım Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler	112
Tablo 4.12: Arzı (Satış Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler	113
Tablo 4.13: Endonezya'nın Bütçe Açıkları (2014-2017ö)	121
Tablo 4.14: DSN-MUI'nın Onayladığı Şer'i Devlet Sukuku Yapılarının Türleri	125
Tablo 4.15: Endonezya'daki Bazı Kurumsal Sukuk İhraçları	127
Tablo 4.16: Talebi (Alım Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler	133
Tablo 4.17: Arzı (Satış Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler	134
Tablo 4.18: Türkiye'de Katılım Bankaları (Haziran 2017 sonu itibarıyla)	137
Tablo 4.19: Türkiye'nin İslami Finans Sektörünün Gelişimi	137
Tablo 4.20: Türkiye'nin Bütçe Açıkları (2014-2017ö)	140
Tablo 4.21: Türkiye Kamu Sektörü Sukuk İhraçları	141
Tablo 4.22: Şer'i Yapı Türlerine Göre Türkiye'nin Özel Sektör Sukuk İhraçları	142
Tablo 4.23: Kurumların İhraç Ettiği Kira Sertifikalarının Sayısı (2010-Ağustos 2017)	144
Tablo 4.24: Türkiye'de Gerçekleştirilen Referans Kurumsal Sukuk İhraçlarının Dökümü	146
Tablo 4.25: Talebi (Alım Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler	152
Tablo 4.26: Arzı (Satış Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler	153
Tablo 4.27: Dünyanın En İyi Borsalarının Piyasa Değeri	157
Tablo 4.28: Hong Kong'un Seçilen Alanlardaki Finansal Konumu	158
Tablo 4.29: Hong Kong'un İSP/Sukuk Piyasasının Gelişimi	158
Tablo 4.30: Hong Kong Hükümeti'nin Sukuk İhraçlarına Genel Bakış	160
Tablo 4.31: Talebi (Alım Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler	165
Tablo 4.32: Arzı (Satış Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler	166
Tablo 4.33: Nijerya Hükümeti'nin Sukuk İhraçlarına Genel Bakış	170
Tablo 4.34: Nijerya İSP/Sukuk Piyasasının Gelişimi	171
Tablo 4.35: Nijerya'nın Yurt İçi Tahvil Piyasasının Hacmi ve Bileşimi (2015-2016)	174
Tablo 4.36: 2016'da Tahsis Edilen NFH Tahvillerini Alan Yatırımcılar	176
Tablo 4.37: Arzı (Satış Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler	179
Tablo 4.38: Talebi (Alım Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler	180
Tablo 4.39: Altyapıyı Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler	180
Tablo 5.1: Sukuk Piyasalarının Geliştirilmesine Yönelik Kapsamlı Bir Çerçevenin Bileşenleri	182
Tablo 5.2: Sukuk Piyasasının Gelişim Aşamasına Göre Temel Sorunlar ve Tavsiyeler	185
Tablo 6.1: Sukuk Piyasalarının Geliştirilmesine Yönelik Kapsamlı Bir Çerçevenin Temel Bileşenleri	190
Tablo 6.2: Sukuk Piyasalarının Temel Sorunları ve Güçlükleri – Sukuk Yapıları	191
Tablo 6.3: Sukuk Piyasalarının Temel Sorunları ve Güçlükleri – Arz Tarafı	192
Tablo 6.4: Sukuk Piyasalarının Temel Sorunları ve Güçlükleri – Talep Tarafı	194

Grafikler Listesi

Grafik 2.1: İslami Finans Varlıklarının Sektörel Dağılımı (2016)	15
Grafik 2.2: İslami Finans Varlıklarının Büyümesi (milyar ABD doları, 2012-2016)	15
Grafik 2.3: Malezya’da ve Dünyada Sukuk İhracı	16
Grafik 3.1: Şer’i Sözleşmelere Göre Bazı Arap Devletleri Tarafından Gerçekleştirilen İhraçlar (2011-Haziran 2017)	45
Grafik 3.2: Şer’i Sözleşmelere Göre Yarı Devlet Sukuku ve Kurumsal Sukuk İhraçları (2011-Haziran 2017)	45
Grafik 3.3: Sözleşmelere Göre Bazı Asya Devletleri Tarafından Gerçekleştirilen İhraçlar (2011-Haziran 2017)	47
Grafik 3.4: Şer’i Sözleşmelere Göre Yarı Devlet Sukuku ve Kurumsal Sukuk İhraçları (2011-Haziran 2017)	47
Grafik 3.5: Şer’i Sözleşmelere Göre Bazı Afrika Devletleri Tarafından Gerçekleştirilen İhraçlar (2013-Haziran 2017)	49
Grafik 3.6: KİK ve Ürdün’ün Devlet Sukuku ve Kurumsal Sukuk İhraçları (2013-Haziran 2017)	53
Grafik 3.7: Sektörlere Göre Yarı Devlet Sukuku ve Kurumsal Sukuk İhraçları (2011-Haziran 2017)	54
Grafik 3.8: Sektörlere Göre Yarı Devlet Sukuku ve Kurumsal Sukuk İhraçları (2011-Haziran 2017)	57
Grafik 4.1: Malezya İslami Sermaye Piyasasının 10 Yıllık Dönemdeki Büyümesi	74
Grafik 4.2: Malezya’nın GSYH’sine Nazaran Sermaye Piyasaları ve Banka Finansmanı	76
Grafik 4.3: Malezya’nın Tahvil Piyasasının Gelişimi	77
Grafik 4.4: Malezya’nın Devlet Sukuku ve Geleneksel Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)	79
Grafik 4.5: Malezya’nın Tedavüldeki Devlet Sukuku ve Geleneksel Tahvilleri (2006-Haziran 2017)	80
Grafik 4.6: Malezya’nın Kurumsal Sukuk ve Geleneksel Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)	81
Grafik 4.7: Malezya’nın Tedavüldeki Kurumsal Sukuk ve Geleneksel Tahvilleri (2006-Haziran 2017)	81
Grafik 4.8: Şer’i Sözleşmelerin Türlerine Göre Malezya’nın Kurumsal Sukuk İhraçları (2005-2016)	82
Grafik 4.9: Malezya’nın Kurumsal Tahvillerinin (AA-Notlu) Vade Sonu Getirileri (VSG) – İslami ve Geleneksel (Ağustos 2005-Ağustos 2006)	88
Grafik 4.10: Malezya’nın Kurumsal Tahvillerinin (AA-Notlu) Vade Sonu Getirileri (VSG) – İslami ve Geleneksel (Haziran 2016-Haziran 2017)	89
Grafik 4.11: İç Piyasada İhraç Edilen DTS – Senet Sahibinin Sınıflandırması (2008-2016)	90
Grafik 4.12: İç Piyasada İhraç Edilen MDİBS – Senet Sahibinin Sınıflandırması (2008-2016)	90
Grafik 4.13: Malezya’nın Ulusal Para Birimindeki Kurumsal Tahvillerinin Yatırımcı Profili	91
Grafik 4.14: Malezya Sukuk Piyasasının Gelişimini Etkileyen Faktörler	94
Grafik 4.15: BAE’de İslami Finansın Nüfuzu – Varlık/GSYH Oranı (2012-2016)	97
Grafik 4.16: BAE’nin İslami Bankacılık Varlıkları ve Tedavüldeki Sukuk Senetleri (2012-2016)	98
Grafik 4.17: BAE’nin GSYH’sine Nazaran Ödenmemiş Sermaye Piyasaları ve Banka Finansmanı	98
Grafik 4.18: BAE Tahvil Piyasasının Gelişimi (2000-2017)	99
Grafik 4.19: BAE’nin Sukuk ve Geleneksel Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)	99
Grafik 4.20: BAE ve KİK’deki Toplam Sukuk İhracı (2006-Haziran 2017)	100

Grafik 4.21: BAE ve KİK'deki Toplam Tedavüldeki Sukuk Değeri (2006-Haziran 2017)	100
Grafik 4.22: BAE'nin Devlet Sukuku ve Geleneksel Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)	101
Grafik 4.23: BAE'nin Ulusal Bankalarının Yerli Olmayan Finansman/Toplam Finansman Oranı	103
Grafik 4.24: BAE'nin Kurumsal Sukuk ve Geleneksel Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)	103
Grafik 4.25: Şer'i Sözleşmelerin Türlerine Göre BAE'nin Kurumsal Sukuk İhraçları (2006-Haziran 2017)	104
Grafik 4.26: Sektörlere Göre BAE'nin Kurumsal Sukuk İhraçları (2007-Haziran 2017)	105
Grafik 4.27: BAE'nin Devlet Sukuku ve Kurumsal Sukuk İhraçları (2006-Haziran 2017)	106
Grafik 4.28: ABD doları 10 Yıllık Devlet Tahvili Getirisi	107
Grafik 4.29: BAE Sukuk Piyasasının Gelişimini Etkileyen Faktörler	112
Grafik 4.30: Endonezya UP Tahvil Piyasasının ABD doları Biriminde Hacmi (1997-2016)	113
Grafik 4.31: Tedavüldeki Devlet Tahvilleri (Aralık 2004-Haziran 2017)	115
Grafik 4.32: Tedavüldeki Endonezyalı Kurumsal Tahviller (Aralık 2004-Haziran 2017)	115
Grafik 4.33: Endonezya'nın Devlet Sukuku ve Geleneksel Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)	120
Grafik 4.34: Endonezya'nın 10 Yıllık Devlet Tahvili Getirisi	121
Grafik 4.35: Endonezya'nın Tedavüldeki Devlet Sukuku ve Geleneksel Tahvilleri (2006-Haziran 2017)	121
Grafik 4.36: Endonezya'nın Kurumsal Sukuk ve Geleneksel Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)	122
Grafik 4.37: Endonezya'nın Tedavüldeki Kurumsal Sukuk ve Geleneksel Tahvilleri (2006-Haziran 2017)	123
Grafik 4.38: Endonezya'nın GSYH'sine Nazaran Ödenmemiş Sermaye Piyasaları ve Banka Finansmanı	123
Grafik 4.39: Endonezya'nın Devlet Sukuku İhracı – Şer'i Sözleşme Türü (2008-2016)	124
Grafik 4.40: Endonezya'nın Kurumsal Sukuk İhracı – Şer'i Sözleşme Türü (2008-2016)	124
Grafik 4.41: Endonezya'nın Yurt İçi Kurumsal Sukuk Piyasasının Gelişimi (2002-2016)	126
Grafik 4.42: UP Devlet Tahvillerinin Yatırımcı Kompozisyonu	130
Grafik 4.43: Endonezya'nın Perakende Sukuk İhracı (2009-Haziran 2017)	130
Grafik 4.44: Endonezya'nın Sukuk Piyasasının Gelişimini Etkileyen Faktörler	133
Grafik 4.45: Türkiye'nin GSYH'sine Nazaran Sermaye Piyasaları ve Banka Finansmanı	138
Grafik 4.46: Türkiye'nin Sukuk İhracı ve Küresel Sukuk İhracı (2011-Haziran 2017)	139
Grafik 4.47: Türkiye'nin Gayri Safi Kamu Borcu (2001-2016)	140
Grafik 4.48: Türkiye'de Özel Sektörün Geleneksel Tahvil ve Sukuk İhraçları	141
Grafik 4.49: Türkiye'nin 10 Yıllık Devlet Tahvili Getirisi	145
Grafik 4.50: Türkiye'nin Geçmişteki Tasarrufları (GSYH'nin Yüzdesi Olarak) ve Tasarruf Oranları	147
Grafik 4.51: Devlet İç Borçlanma Senetleri Sahiplerinin Sınıflandırılması (2006-2016)	149
Grafik 4.52: Türkiye Sukuk Piyasasının Gelişimini Etkileyen Faktörler	152
Grafik 4.53: Hong Kong'daki Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)	156
Grafik 4.54: Hong Kong Sukuk Piyasasının Gelişimini Etkileyen Faktörler	165
Grafik 4.55: GSYH'ye Oranla Piyasa Değeri	167
Grafik 4.56: Nijerya'nın ve Afrika'nın Sukuk İhraçları (2008-Ekim 2017)	169

Grafik 4.57: Nijerya'nın Ödenmemiş Kamu Borcu (2012-2016)	172
Grafik 4.58: Nijerya Sermaye Piyasalarının Hacmi (2014-2016)	173
Grafik 4.59: Nijerya'nın Ağustos 2017'de Para Piyasası Göstergeleri	174
Grafik 4.60: Nijerya'nın 10 Yıllık Devlet Tahvili Getirisi	175
Grafik 4.61: Nijerya Sukuk Piyasasının Gelişimini Etkileyen Faktörler	179
Grafik 5.1: İİT Ülkelerindeki Sukuk Piyasalarının Geliştirilmesinde Temel Yapı Taşları	181

Sekiller Listesi

Şekil 2.1: Sukuk Gelişiminin Temel Aşamaları	10
Şekil 2.2: Sukuk Piyasasına Yeni Giren Ülkeler	17
Şekil 2.3: Sukuk Yapıları ve İhraçlarının Geliştirilmesinde Rol Oynayan Yerel Kuruluşlar	18
Şekil 2.4: Sukuk Yapıları ve İhraçlarının Geliştirilmesinde Rol Oynayan Uluslararası Kuruluşlar	19
Şekil 2.5: Başlıca Standart Belirleyici Kurumlar	21
Şekil 2.6: Şer'i Yönetişim Süreçleri	24
Şekil 2.7: Şer'i Yönetişim Modelleri	25
Şekil 2.8: Hukuk Sistemlerinin Türleri ve Uygulandığı Ülkeler/Bölgeler	26
Şekil 2.9: ÖAK'ların Özellikleri	28
Şekil 2.10: Yediemin Türleri	29
Şekil 2.11: İslami Finans Sektöründe Gerçekleştirilen SSY Sukuku İhraçları	32
Şekil 3.1: Sermaye Piyasalarının Uzun Vadeli Büyümesini Sürdürmek için McKinsey'nin Yapı Taşları	36
Şekil 3.2: IDB Trust Services Limited – Vekâle bi'l-istismâr Sukuk Yapısı	46
Şekil 3.3: Malaysia Sukuk Global Berhad – Vekâlet Sukuku Yapısı	48
Şekil 3.4: Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia III – İcâre Sukuku Yapısı	48
Şekil 3.5: HM Treasury UK Sovereign Sukuk Plc – İcâre Sukuku Yapısı	51
Şekil 3.6: Arap Ülkelerinin Altyapı Harcamaları	57
Şekil 3.7: Seçilen KİK Kredilerinin Sipariş Defterleri, Fiyatlandırma Dinamikleri ve Yatırımcı Profilleri	64
Şekil 3.8: McKinsey Asya Sermaye Piyasaları Gelişim Endeksi	67
Şekil 3.9: McKinsey Asya Sermaye Piyasaları Gelişim Endeksinin Bileşenleri	68
Şekil 4.1: Malezya'nın Şer'i Yönetişim Kurumları	83
Şekil 4.2: Sektörlere Göre Malezya'nın Kurumsal Sukuk İhraçları (2015-Eylül 2017)	84
Şekil 4.3: 2018 Bütçesi'ne Göre İslami Finans Tanınan Vergi Teşvikleri	86
Şekil 4.4: Malezya'da Sukuk İhracına İlişkin Süreç Akışı	87
Şekil 4.5: Malezya Sukuk Piyasasının Gelişimine Zemin Hazırlayan Temel Faktörler	92
Şekil 4.6: Malezya Finans Sektörüne İslami Finansın Dâhil Edilmesinin Aşamaları	93
Şekil 4.7: BAE Sukuk Piyasasının Gelişimine Zemin Hazırlayan Temel Faktörler	110
Şekil 4.8: BAE Finans Sektörüne İslami Finansın Dâhil Edilmesinin Aşamaları	111
Şekil 4.9: KNKS'nin Dört Önemli Rolü	119
Şekil 4.10: İSP'yi Geliştirmeye Yönelik Düzenleyici ve Mali Girişimler (1999-2016)	119
Şekil 4.11: Endonezya'nın Sukuk Piyasasının Gelişimine Zemin Hazırlayan Temel Faktörler	131
Şekil 4.12: Endonezya'nın Finans Sektörüne İslami Finansın Dâhil Edilmesinin Aşamaları	132
Şekil 4.13: Türkiye'deki Sukuk Düzenlemeleri	139
Şekil 4.14: Kurumsal Tahvil İhracını Geliştirmeye Yönelik Düzenleyici ve Mali Girişimler	142
Şekil 4.15: Tebliğ'de Onay Verilen Kira Sertifikalarının Türleri	143

Şekil 4.16: Türkiye Sukuk Piyasasının Gelişimine Zemin Hazırlayan Temel Faktörler	150
Şekil 4.17: Türkiye Finans Sektörüne İslami Finansın Dâhil Edilmesinin Aşamaları	151
Şekil 4.18: Hong Kong'un Devlet Sukuku İhraçları (2014-2017)	159
Şekil 4.19: Hong Kong Sukuk Piyasasının Gelişimine Zemin Hazırlayan Temel Faktörler	163
Şekil 4.20: Hong Kong'un Finans Sektörüne İslami Finansın Dâhil Edilmesinin Aşamaları	164
Şekil 4.21: Nijerya Sukuk Piyasasının Gelişimine Zemin Hazırlayan Temel Faktörler	177
Şekil 4.22: Nijerya'nın Finans Sektörüne İslami Finansın Dâhil Edilmesinin Aşamaları	178
Şekil 5.1: Sukuk Piyasasının Uyumlu Gelişimi için Kapsamlı Bir Çerçeve	182

Kutucuklar Listesi

Kutu 2.1: Sukuk Yapılarında Şer'i Danışma Kurulunun Rolüne Dair AAOIFI Kararı	24
Kutu 2.2: IOSCO'nun İSP'lerin Düzenlenmesine Dair Yaklaşımı	30
Kutu 3.1: UP Tahvil Piyasalarının Faydaları	35
Kutu 3.2: BDFAK'ların Tanımı	38
Kutu 3.3: Türkiye'nin Varlık Kiralama Şirketleri ve Tröst Sertifikaları	39
Kutu 3.4: AAOIFI'nin Sukuka Dair Revize Edilmiş Şer'i Standartlar Hakkındaki Bildirisi (2008)	42
Kutu 3.5: Dışlama ve Yer Açma	43
Kutu 3.6: Malezya'nın BDFAK'larının Derinliği	66
Kutu 4.1: Malezya'nın Sermaye Piyasası Planı 1 (SPP 1)	75
Kutu 4.2: Malezya'nın Sermaye Piyasası Planı 2 (SPP 2)	75
Kutu 4.3: 2016 sonu itibarıyla Seçilen Asya Borç Piyasalarının Hacmi (milyar ABD doları)	77
Kutu 4.4: Malezya DYS Piyasası	79
Kutu 4.5: Dubai'yi İslam Ekonomisinin Başkenti Olarak Konumlandırmaya Yönelik DIEDC Stratejileri	96
Kutu 4.6: 2016 sonu itibarıyla Seçilen Asya Borç Piyasalarının Hacmi (milyar ABD doları)	114
Kutu 4.7: Endonezya Sermaye Piyasası Ana Planı (2005-2009)	116
Kutu 4.8: Endonezya Sermaye Piyasası ve BDFAK Ana Planı (2010-2014)	117
Kutu 4.9: Endonezya Şer'i Sermaye Piyasası Yol Haritası (2015-2019)	118
Kutu 4.10: Endonezya'nın Orta Vadeli Ulusal Kalkınma Planı (2015-2019)	128
Kutu 4.11: Türkiye'nin Onuncu Kalkınma Planı (2014-2018)	135
Kutu 4.12: Türkiye'nin Orta Vadeli Programı (OVP) (2018-2020)	136
Kutu 4.13: Türkiye'nin Geçmişteki Enflasyon Oranları	147
Kutu 4.14: Türkiye Emeklilik Sistemi	148
Kutu 4.15: Türkiye Yatırım Fonları	148
Kutu 4.16: Hong Kong Dünyada İlk 5 UFM Arasında	154
Kutu 4.17: 2016 sonu itibarıyla Seçilen Asya Borç Piyasalarının Hacmi (milyar ABD doları)	155
Kutu 4.18: Nijerya'nın 2015-2025 Sermaye Piyasası Dönüşüm Programı	167
Kutu 4.19: Nijerya FSPÜ Ana Planı 2015 – 4 Temel Strateji	168
Kutu 4.20: Nijerya'nın Ulusal Tasarruflar Stratejisi	176

Kısaltmalar Listesi

AAOIFI	İslami Finans Kurumları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADB	Afrika Kalkınma Bankası
ADBF	Afrika İç Borçlanma Fonu
ADIA	Abu Dabi Yatırım Kurumu
ADIB	Abu Dabi İslam Bankası
ADX	Abu Dabi Menkul Kıymetler Borsası
AFDB	Afrika Kalkınma Bankası
ASEAN	Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği
AT1	Ek katman 1
ATKM	Mevcut ton kilometre
BAE	Birleşik Arap Emirlikleri
BAPEPAM	Endonezya Sermaye Piyasası Denetim Kurumu
BBA	Bey' bi'd-damâni'l-âcil
BCBS	Basel Bankacılık Denetim Komitesi
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetim Kurumu
BDFAK'lar	Banka dışı finansal aracı kuruluşlar
BEWG	Beijing Enterprises Water Group
BI	Endonezya Merkez Bankası
BK	Birleşik Krallık
BM	Birleşmiş Milletler
BNM	Malezya Merkez Bankası
BOFIA	Bankalar ve Diğer Finansal Kuruluşlar Kanunu
BPA	Tahvil Fiyatlandırma Kurumu
BPAM	Malezya Tahvil Fiyatlandırma Kurumu
BSAS	Bursa Suq Al Sila
BT	Bilgi teknolojileri
BYF	Borsa yatırım fonu
CAGR	Yıllık bileşik büyüme oranı
CBN	Nijerya Merkez Bankası
CBUAE	BAE Merkez Bankası
CET1	Adi öz kaynak katman 1
CIC	Merkez Bankası İcâre Sertifikası
CMP1	Sermaye Piyasası Planı 1
CMP2	Sermaye Piyasası Planı 2
ÇSY	Çevresel, sosyal ve yönetişimsel
ÇTKB	Çok taraflı kalkınma bankası
DBA	Değer bazlı aracılık
DBŞ	Devletle bağlantılı şirket
DCIBF	Dubai İslami Bankacılık ve Finans Merkezi
DFM	Dubai Finans Piyasası
DFSA	Dubai Finansal Hizmetler Kurumu
DIAC	Dubai Uluslararası Tahkim Merkezi
DIB	Dubai İslam Bankası
DIEDC	Dubai İslam Ekonomisi Geliştirme Merkezi
DIFC	Dubai Uluslararası Finans Merkezi
DİT	Devletle ilişkili teşekkül

DMO	Borç Yönetim Ofisi
DRA	Anlaşmazlık Çözüm Kurumu
DSN	Dewan Syariah Nasional (Ulusal Şer'i Danışma Kurulu)
DT	Devlet teşekkülü
DVF	Devlet varlık fonu
DYİ	Devlet yatırım ihracı
DYS	Devlet yatırım sertifikaları
DYY	Doğrudan yabancı yatırımlar
ECDG	İhracat Kredisi Teminat Departmanı
EDP	Ekonomik Dönüşüm Programı
EFY	Emeklilik fonu yöneticisi
EMBI	Yükselen Piyasa Tahvil Endeksi
EPF	Çalışan Yardım Sandığı
EURIBOR	Avro Bankalar Arası Faiz Oranı
FDQ	Finansal Tüccar Kotasyonu
FDSPÜ	Faiz dışı sermaye piyasası ürünü
FGN	Nijerya Federal Hükümeti
FIRS	Finansal Kamu Gelirleri Departmanı
FPY	Finansal portföy yatırımı
FRACE	Finansal Düzenleme Uzmanları Danışma Konseyi
FSB	Finans Sektörü Planı
FTSE	Financial Times Borsası
GBS	Gayriresmi borç senedi
GSYH	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
GYO	Gayrimenkul yatırım ortaklığı
HMVKS	Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama A.Ş.
IAIS	Uluslararası Sigorta Denetleyiciler Birliği
IDB	İslam Kalkınma Bankası
IFFIm	Uluslararası Aşılama Finans Fonu
IFSB	İslami Finansal Hizmetler Kurulu
IIFM	Uluslararası İslami Finans Piyasası Kurulu
IILM	Uluslararası İslami Likidite Yönetim Şirketi
IMF	Uluslararası Para Fonu
IMLF	Geçici marjinal kredi imkânı
IOSCO	Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü
ISDA	Uluslararası Takas ve Türev Ürünler Birliği
ISRA	Uluslararası İslami Finans Şer'i Araştırma Akademisi
İBK	İslami bankacılık kurumu
İFA-İİT	İslam İşbirliği Teşkilatı Uluslararası İslam Fıkıh Akademisi
İFHK	İslami finans hizmetleri sunan kuruluşlar
İFK	İslami finans kuruluşları
İHA	İlk halka arz
İİT	İslam İşbirliği Teşkilatı
İSO	İslami sabit oran
İSP	İslami sermaye piyasası
JII	Jakarta İslami Endeksi
KDV	Katma değer vergisi
KFK	Küresel finans krizi
KİK	Körfez İşbirliği Konseyi

KNKS	Komite Nasional Keuangan Syariah (Ulusal İslami Finans Komitesi)
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükte İşletmeler
KÖO	Kamu-özel sektör ortaklığı
KWAP	Kumpulan Wang Persaraan (Diperbadankan)
LCIA	Londra Uluslararası Tahkim Mahkemesi
LIBOR	Londra Bankalar Arası Faiz Oranı
LOLA	Başvur ve Piyasaya Sür
LTH	Lembaga Tabung Haji (Hac Fonu Kurulu)
LUA	Arazi Kullanım Kanunu
LYO	Likidite yeterlilik oranı
MB	Maliye Bakanlığı
MBSB	Malaysia Building Society Berhad
MDIBS	Malezya devlet iç borçlanma senetleri
MH	Malezya Hükümeti
MIFC	Malezya Uluslararası İslami Finans Merkezi
MTİ	Mühendislik, tedarik ve inşaat
MUI	Majlis Ulama Indonesia (Endonezya Ulema Konseyi)
NAICOM	Ulusal Sigortacılık Komisyonu
NCEF	Ulusal Hristiyan Büyükler Forumu
NDMF	Ulusal Borç Yönetim Çerçevesi
NMRC	Nijerya İpotek Yeniden Finansman Şirketi
NSE	Nijerya Borsası
ODKA	Orta Doğu ve Kuzey Afrika
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
OJK	Endonezya Finansal Hizmetler Kurumu
OVBS	Orta vadeli borç senetleri
OVP	Orta vadeli program
ÖAK	Özel amaçlı kuruluş
ÖAŞ	Özel amaçlı şirket
ÖAT	Özel amaçlı teşekkül
ÖBS	Özel borçlanma senetleri
ÖFK	Özel finans kurumu
PBS	Proje bazlı Sukuk
PENCOM	Emeklilik Komisyonu
PLN	Perusahaan Listrik Negara
PNB	Permodalan Nasional Berhad
RAM	RAM Rating Services Berhad
Repo	Geri satın alma (repo) anlaşması
S&P	Standard and Poor's
SBSN	Surat berharga Syariah negara
SC	Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu
SCA	Menkul Kıymetler ve Emtia Kurumu
SDHI	Hac fonu Sukuku
SEC	Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu
SKH	Sürdürülebilir kalkınma hedefi
SNI	Sukuk Negara Indonesia
SPK	Türkiye Sermaye Piyasası Kurulu
SR	Sukuk ritel (Perakende Sukuk)
SSY	Sürdürülebilir ve sorumlu yatırım

SDK	Şer'i Danışma Konseyi
SYC	Şer'i yönetim çerçevesi
T2	Katman 2
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜ	Tezgâh üstü
UFM	Uluslararası Finans Merkezi
UKLA	Birleşik Krallık Kotasyon Kurumu
UNCTAD	Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
UP	Ulusal para
UTEK	Ulusal temel ekonomik alan
VDFB	Varlığa dayalı finansman bonosu
VDMK	Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme
VKŞ	Varlık kiralama şirketi
VSG	Vade sonu getirisi
WB	Dünya Bankası
YNDB	Yüksek net değerli birey
YP	Yabancı para
YV	Yönetilen varlıklar





YÖNETİCİ ÖZETİ

İslami finansın ortaya çıkışından bu yana, İslami sermaye piyasaları (İSP'ler) bütün dünyada kamu ve özel sektörün ihtiyaçlarının finanse edilmesinde ilgi görmektedir. Sukuk, İSP'lerin başarısını artırmada kullanılan bir finansal araç haline gelmiştir. İslami finansın ülke ekonomisini inşa etmeye yönelik fonların yönlendirilmesinde sahip olduğu aracılık rolünün önemi, İslami finansı uluslararası finansal piyasalarda ön plana çıkarmıştır. Öyle ki küresel finans merkezlerinin (örneğin Birleşik Krallık, Hong Kong ve Lüksemburg) hepsi de sukuk ihracını değer önerilerinin bir parçası haline getirmiştir.

İslami Sermaye Piyasalarında Sukukun Rolü adlı bu yayında, sukukun ülke ekonomisinin gelişiminde oynadığı rolün kapsamlı bir analizine yer verilmektedir. Olgun ve gelişen İSP'lerin yanı sıra emekleme dönemindeki İSP'lere dair karşılaştırmalı değerlendirmeler sunulmaktadır. Nihayetinde, İslami finansal ortamın geliştirilmesine ilişkin olarak bir ülkenin kaydettiği ilerlemeden alınan dersler, başka bir ülkenin gelişim çalışmalarını hemen başlatmak veya hızlandırmak için bir karşılaştırma ölçütü olarak kullanılacaktır.

Analizimizde, yerel bir sukuk piyasasının gelişim durumu komşu ülkeler veya coğrafi gruplarla karşılaştırılırken, yapı, ihrac (arz veya satış tarafı) ve yatırım (talep veya alım tarafı) ile ilgili konular ve zorluklara odaklanılmaktadır. Bu ana başlıklar altında, sukuk piyasasının yerleşik finansal sisteme dâhil edilme düzeyini ve sukukun ekonomik kalkınma için bir finansman aracı olarak kaydettiği ilerlemeyi tespit etmeye yönelik çeşitli ölçütler kullanılmıştır. Bu ölçütler daha sonra **Gelişim Aşaması Matrisinde** uygulanmış olup, genel bulgular aşağıda verilmiştir:

1. Hukuki ve Düzenleyici Çerçeve

Bir ülkenin içtihat hukuku (Anglo-Sakson) veya medeni hukuk (Kıta Avrupası) sistemini benimsemiş olması, sukuk gelişiminin ilk aşamasını doğrudan etkilemektedir. İctihat hukuku sistemini kullanan ülkelerde, Şer'i sözleşmelerin özünü oluşturan ortaklık, intifa hakkı ya da kullanım hakkı kavramlarının kabul edilmesi nedeniyle daha az yasal değişiklik yapılması gerekmektedir. Bazı ülkeler tarafından merkezi bir Şer'i yönetim çerçevesinin benimsenmesi, sukuk ihracının sürdürülebilirliğinin desteklenmesi için daha sağlam bir dayanak oluşturulmasında Şer'i görüşlerin uyumlulaştırılmasının önemli olduğu savını daha da güçlendirmektedir.

Bir İSP'deki işlemlerin tâbi olduğu kapsamlı bir çerçeve ve rehber ilkeler ve finans sektörüne sunulan ürünler, uluslararası en iyi uygulamalara, kurumsal yönetime ve yatırımcının korunmasına doğru atılan adımları hızlandırmaktadır. Ana sukuk piyasaları, gelişmekte olan ülkelerden oluşmaktadır. Bu ülkeler, yurt içi finans piyasalarını, önde gelen finans merkezlerinin benimsediği uluslararası standartlara uygun hale getirmek için çalıştıkça, küresel yatırımcıların varlıklarının piyasaya çekilmesi bakımından sukuk daha da ilerleme kaydedecektir.

2. Piyasa ve Altyapı Gelişimi

Piyasa ve altyapı gelişimi, sukuk yapıları ve ürünlerinin çeşitlendirilmesi, alım-satım platformlarının oluşturulması, kotasyon ve onay süreçlerinin kolaylaştırılması, İslami para piyasası ve ticari unsurlar (örneğin maliyet bakımından rekabet gücü, süreç tamamlanma süresi) anlamına gelmektedir. Likidite yönetimini teşvik eden sukuk yapıları ve ürünlerinin çeşitliliği ve Şer'i şartların karşılanmasında varlık kullanımının verimliliği, sukuk piyasasının büyümesinin teşvik edilmesi ve desteklenmesinde göz önünde bulundurulması gereken faktörler arasındadır. Bu nedenle hükümetin, düzenleyici kurumların ve piyasa uygulayıcılarının potansiyel teknik sorunları tespit

etmeye yönelik çabaları ve önerdikleri çözümler sukuk sektörünün aşamalı olarak geliştirilmesi ile yakından ilgilidir.

3. Vergilendirme – Vergi Tarafsızlığı ve Vergi Teşvikleri

Sukukun bir ülkenin finansal sistemine dâhil edilmesinden önceki ilk adımlardan biri, geleneksel tahvillerin maliyet bakımından rekabet gücüyle eşitliğinin sağlanması için vergilendirme açısından tarafsız bir rejimin benimsenmesidir. Vergi tarafsızlığının söz konusu olduğu bir çerçeve uygulamaya konulduktan sonra, potansiyel ihraççılar ve yatırımcıların sukuku seçmesini teşvik etmek için ek vergi indirimleri ve/veya muafiyetleri uygulanabilir.

4. Arz ve Talep Taraflarında Çeşitlendirilmiş Piyasa Oyuncuları

Kamu ve özel sektör tarafından ülkenin ekonomik sağlamlığının desteklenmesinde bir enstrüman olarak kullanılan sukukun, başarılı bir şekilde sisteme dâhil edilmesine yönelik dinamik değişimi teşvik etmek amacıyla, hem arz (satış tarafı) hem de talep (alım tarafı), başlangıçtan itibaren birlikte geliştirilmelidir.

Yalnızca yukarıda bahsedilen parametrelerin gelişiminin çeşitli aşamalarının anlaşılmasıyla, ülkeler olgun, gelişmekte olan (ileri, orta ve başlangıç düzeyi) veya emekleme döneminde şeklinde kategorize edilebilir. Daha sonra, bir yerel sukuk piyasasını bir sonraki gelişim aşamasına çıkarmak için pratik politika tavsiyeleri sunulacaktır. Yukarıda vurgulanan ölçütler, gelişimin tüm aşamalarına uygulanabilir ve yeni bir sukuk piyasasını geliştirmekte olan piyasa statüsüne, gelişmekte olan bir sukuk piyasasını ise olgun piyasa statüsüne yükseltmek bakımından büyük öneme sahiptir.

Yukarıdaki ölçütlere dayanarak, vaka çalışmaları kapsamında ele alınan ülkeler sukuk piyasasının gelişim aşamalarına göre sıralanmıştır. Tablo 1’de ülkelerdeki sukuk piyasasının büyümesi ve küresel sukuk piyasasına katkısı özetlenmektedir.

Tablo 1: Vaka Çalışmaları Kapsamında Ele Alınan Ülkelerde Sukuk Piyasasının Gelişim Aşaması

Ülke	Sukuk piyasasının gelişim aşaması	Açıklama
Malezya	Olgun	Malezya’nın sukuk piyasası hızla büyümektedir ve pazar payı bakımından dünyada liderliğini sürdürmektedir. 2016 sonu itibarıyla Malezya, dünyadaki tüm sukuk ihraçlarında %41,1 (29,9 milyar ABD doları) paya sahiptir. Ülkenin sukuk piyasasının ‘olgun’ olarak sınıflandırılması, kamu sektörü (yüzde 34,6) ve özel sektör (yüzde 65,4) tarafından düzenli olarak sukuk ihracı gerçekleştirilmesine olanak tanıyan sağlıklı ihraç kanalları, canlı ekosistemine (örneğin vergi teşvikleri, banka dışı finansal kuruluşlar tarafından yapılan aracılık) ve sukuku geleneksel tahvillere kıyasla avantajlı bir konuma getiren güçlü değer önerisine (<i>value proposition</i>) dayanmaktadır.
BAE	Gelişmekte olan (İleri düzey)	Birleşik Arap Emirlikleri (BAE), 2016 sonu itibarıyla çoğunluğu özel sektörden olmak üzere dünyadaki tüm sukuk ihraçlarında yüzde 10,7 (8,05 milyar ABD doları) pazar payına sahiptir. Ortalama olarak Körfez İşbirliği Konseyi (KİK)’nin kurumsal sukuk ihraç arzına katkı bakımından BAE, Suudi Arabistan’ın ardından ikinci sırada yer almaktadır. Ülkenin ekosisteminde daha fazla iyileştirme yapılması gerekse de kurumsal sukuk ihracına ilişkin sağlıklı kanalların mevcudiyeti piyasanın rekabet gücüne destek olmaktadır.

Endonezya	Gelişmekte olan (Orta düzey)	Endonezya Hükümeti'nin İSP'yi büyötmeye yönelik gayretleri, ülkenin sukuk piyasası için iyiye işaretler. 2016 sonu itibarıyla Endonezya, küresel sukuk ihraçlarında yüzde 16,3 (11,9 milyar ABD doları) paya sahip olup, bu ihraçların yüzde 97,2'si kamu sektörü, yüzde 2,8'i ise özel sektör tarafından gerçekleştirilmektedir. Sukuk ekosistemi kamu sektörünü tercih etmekte olup, kurumsal ihraççılar için gerçek bir değer önerisi oluşturulmamıştır. Ancak Endonezya, küresel sukuk pastasından bir pay alma potansiyeli ve artan nüfuzu nedeniyle 'gelişmekte olan' kategorisine dâhil edilmiştir.
Türkiye	Gelişmekte olan (Başlangıç düzeyi)	Türkiye sukuk piyasası, devlet tarafından yapılan ihraçlar ve katılım bankalarının gelişimi sayesinde büyömektedir. Ülkenin düzenleyici kurumunun sukuka ilişkin olarak çıkardığı tebliğden sonra ihraç sayısı hızla artarak 2016 sonu itibarıyla Türkiye'nin küresel sukuk ihracında pazar payı yüzde 4'ü (3,0 milyar ABD doları) aşmıştır. Ülkenin sukuk piyasasının 'gelişmekte olan' şeklinde tanımlanan statüsü, sukuk sektörünün bir sonraki gelişim aşamasına taşınmasına yönelik temel paydaşların destekleyici rolünü ortaya koymaktadır.
Hong Kong	Gelişmekte olan	Hong Kong, köklü bir uluslararası finans merkezi olarak bilinmektedir. Hong Kong'un İslami finansı kendi finans sistemine dâhil etmeye yönelik çalışmaları, şu anda hizmet verdiği İslami finans toplumuna yönelik tamamlayıcı bir rolü desteklemek için gerçekleştirilmektedir. Sukuk piyasasına erişim sağlamak için üç kez girişimde bulunan İslam İşbirliği Teşkilatı (İİT) üyesi olmayan bir özerk bölge olarak Hong Kong, hükümetin finansman kaynaklarını ve yatırımcı tabanını genişletme konusundaki ilgisinin üzerinde durmaktadır. "Gelişmekte olan" kategorisinde sınıflandırılması, Londra, New York ve Singapur gibi diğer küresel finans merkezleriyle karşılaştırıldığında hükümetin bu girişimiyle ilgilidir.
Nijerya	Emekleme dönemi	Nijerya, İSP'nin gelişimini kolaylaştırmak için İslami finansı ana planına proaktif bir şekilde dâhil etmiştir. Ancak ülkenin az gelişmiş finans sistemi, döviz kuru dalgalanmaları vb. iç tahvil piyasasının büyütölmesine ilişkin bazı zorlukları da beraberinde getirmektedir. Bu nedenle, piyasa altyapısını güçlendirmek ve iç tahvil piyasasının büyömesini kolaylaştırmak için makroekonomik istikrar sağlama gerekliliğini göstermek bakımından 'emekleme dönemi' kategorisinde yer almaktadır.

Kaynaklar: RAM ve ISRA

Sonuç olarak, sürdürülebilir bir sukuk piyasasının oluşturulmasına ilişkin önemli başarı faktörleri arasında şunlar bulunmaktadır:



Başlıca piyasa paydaşları ile uyumlu işbirliği - Bir ülkenin ekonomik olarak büyümesi tüm piyasa oyuncularının sorumluluğundadır. Sukukun temel bir bileşen olarak kabul edilerek İSP'nin dâhil edilmesine yönelik özel yol haritası ve çerçeve, katılım düzeyinin etkinliğini yönlendirmenin ve ölçmenin anahtarıdır.



Canlı ekosistem - Güçlü bir hukuki ve düzenleyici rejimle birlikte elverişli bir vergi ortamı, uzun vadede sermaye piyasası büyümesini sürdürmenin temel yapı taşlarıdır. Sukuk için ikna edici bir değer önerisi oluşturmaya yönelik gelişim, başarılı bir İSP ortamının oluşturulması için son aşama olacaktır.



Yerli finansal kaynaklara aracılık edilmesi - Sürdürülebilir bir finansal ortam oluşturmak için yerli finansal kaynaklardan etkili bir şekilde faydalanılması büyük öneme sahiptir. Ancak, yerli serveti büyütmenin temel aşamalarından ilki, yerel finans sisteminde değer yaratılmasını teşvik edecek şekilde ülkenin makroekonomik faktörlerinin istikrarının sağlanmasıdır. Bu gerçekleştirildiğinde verimli yatırımlar için yerli tasarruflardan (örneğin emeklilik fonları) faydalanılan rekabetçi bir finans sistemi olacaktır.



Özel sektörün sürdürülebilir arzı - Yerel bir sukuk piyasasının nabzının izlenmesinde en iyi karşılaştırma ölçütü, özel sektörün performansdır (yani yarı devlet yarı kurumsal ihracat). Ekonomik büyümenin teşvik edilmesinde özel sektörün oynadığı rolün birçok başarılı örneği vardır ve özel sektörün desteğinin sağlanması, başlangıçtan itibaren geliştirilmesi gereken ticari bir denge meselesidir.



Şer'i yönetim çerçevesi - Finansal sisteme dâhil edilmiş sorunsuz bir Şer'i yönetim çerçevesi, bunu tüm oyuncular için cazip hale getirecektir. Şer'i ilkelerin ve yorumların uyumlulaştırılması, ürün geliştirme faaliyetlerine netlik kazandırır, piyasa güvenini tesis eder ve İslami finansın faydalarına dair farkındalık oluşturur.

1. GİRİŞ

İslami sertifikalar veya menkul kıymetler olarak bilinen sukuk, yatırımcıların finanse ettikleri varlık veya faaliyetten elde edilen kârları paylaşmasına olanak tanıdığı için İSP’de giderek daha önemli hale gelen bir rol oynamaktadır. Finansal bir araç olarak sukukun büyümesi ağırlıklı olarak Malezya ve KİK üyeleri gibi Müslüman ülkeler sayesinde gerçekleşmektedir. Geniş Müslüman nüfusuyla ve başta Şeriat veya İslam hukuku olmak üzere Müslüman toplumunun temel ilkelerine dayanan iyi yapılandırılmış bir İslami bankacılık sisteminin birleşimi, bu ülkelerin küresel pazarda bugüne kadar gerçekleştirilen ve yıllık 100,0 milyar ABD doları değerindeki neredeyse tüm sukuk ihracılarını gerçekleştirmesini sağlamıştır.

Sukuk, hem geleneksel hem de İslami geçmişe sahip yatırımcılar için önemli bir varlık sınıfı haline gelmektedir. Aynı şekilde dünya genelinde devletlerin ve çok taraflı ve kurumsal ihracıların dikkatini çektiğinden, İslami finans ilkelerini benimseyenlerin sayısı daha da artmaktadır. Aşağıda sukuk piyasasının kısa bir değerlendirmesi ve *İslami Sermaye Piyasalarında Sukukun Rolü* isimli bu çalışmanın amaçları, metodolojisi ve genel değerlendirmesi sunulmaktadır.

1.1 SUKUK PİYASASININ KÜRESEL GÖRÜNÜMÜ

2017’de sukuk piyasası, yeni duyurularla ve umut verici gelişim göstergeleriyle aktifliğini korumuştur. Sektör, 2017’nin ilk yarısında güçlü bir performans sergileyerek 53,6 milyar ABD doları tutarında ihrac değeri yakalamıştır (Eikon-Thomson Reuters). Küresel sukuk piyasası 2016’da toparlanarak piyasa katılımcılarının güvenini tekrar kazanmış ve 2017 ve sonrasında daha fazla sukuk ihracı için zemin hazırlamıştır.

2017’de gerçekleşen önemli gelişmelerden biri, Suudi Arabistan Hükümet’inin riyal birimindeki sukuk programı kapsamında 17 milyar riyal (4,53 milyar ABD doları) değerinde ilk sukuk ihracını gerçekleştirmesi olmuş ve bu ihrac 3 kattan fazla (51,0 milyar riyal üzeri) talep görmüştür. Türkiye’de Hükümet, hanehalklarının altın tasarruflarını çekmek için 2 Ekim 2017’de altın bazlı olarak düzenlenen kira sertifikalarının satışını başlatmıştır. İhracıta merkezi hükümet, kamu iktisadi teşekkülleri ve yerel idarelerin ellerinde bulunan kamu varlıkları dayanak varlık olarak kullanılmıştır.

Afrika’da da sukuk piyasasında bazı gelişmeler meydana gelmiştir. Gambiya birkaç tane kısa vadeli sukuk ihrac ederken Nijerya, yol yapımı ve bakımı için 100 milyar Nijerya nairası (yaklaşık 277,0 milyon ABD doları) değerinde ilk devlet sukuku ihracını gerçekleştirmiştir. Afrika’da Kenya ve Fas gibi daha fazla ülkenin öngörülebilir gelecekte sukuk piyasasına katılması beklenmektedir. Diğer bölgelere bakıldığında, Hong Kong Hükümeti 2017’de başka bir devlet sukuku ihrac ederek kendisini ihracılar için en avantajlı yükselen sukuk piyasalarından biri olarak konumlandırmıştır. Diğer bir dikkat çekici duyuru da 200 milyon GBP değerinde gerçekleştirilen açılış sukukunu (2014’te ihrac edilen) 2019’da tekrarlayarak devlet sukuku piyasasına geri dönmeyi vadeden Birleşik Krallık (BK) Hazinesi tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu, BK Hükümeti’nin İslami finans piyasasını daha fazla geliştirmeye yönelik kararlılığını göstermektedir.

Sukuk piyasasında ses getiren diğer ihracılar arasında Temmuz 2017’de Malezya’dan Tadau Energy Sdn Bhd’nin gerçekleştirdiği 250,0 milyon MYR’lik (yaklaşık 59,0 milyon ABD doları) yeşil sürdürülebilir ve sorumlu yatırım (SSY) sukuku ihracı ve Ekim ayında Quantum Solar Park Malaysia Sdn Bhd’nin gerçekleştirdiği 1,0 milyar MYR’lik (yaklaşık 236,0 milyon ABD doları) sukuk ihracı yer almaktadır. Çevreyi korumaya artık daha fazla önem verildiği göz önünde bulundurulduğunda, gelecek yıllarda daha sürdürülebilir ve çevre dostu bir ekonominin oluşturulmasında yeşil sukukun

daha önemli bir rol oynaması ve düzenleyici kurumların, hükümetlerin ve özel sektörün daha fazla desteğini alması beklenmektedir.

1.2 ÇALIŞMANIN AMAÇLARI, HEDEFLERİ VE KAPSAMI

Bu çalışmanın temel amacı, sermaye piyasası gelişimi ve kaynak oluşturma için bir araç ve kamu sektörü ve özel sektörün ekonomik gelişimi için alternatif bir finansman aracı olarak sukukun rolünü analiz etmektir. Araştırmada, sukuk piyasasının gelişimi bakımından farklı aşamalardaki 5 İİT üyesi ülke ve 1 İİT üyesi olmayan ülke olmak üzere 6 ülke ele alınmaktadır. Bu analize dayanarak, çalışmada sukukun hem yerel hem de küresel düzeyde teşvik edilmesine ilişkin politika tavsiyeleri sunulmaktadır. Aynı zamanda İİT üyesi ülkelerin benimseyebileceği uyumlu bir sukuk geliştirme yol haritasının oluşturulmasının kolaylaştırılması da öngörülmektedir.

Çalışma özellikle aşağıdaki hususları kapsamaktadır:

1. Sukukun teorik ve hukuki niteliklerinin, sukuk piyasasının geliştirilmesinde görev alan kurumların, sukuk ihracıyla ilgili tarafların ve gerekli elverişli ortamın incelenmesi de dâhil olmak üzere bir sukuk piyasasının geliştirilmesine dair temel yapı taşları.
2. Hukuki ve düzenleyici çerçeveye ilgili konular, Şer'i yönetim, sukuk yapılandırmasında yenilikler, sukuk yapılandırma tekniklerinin niteliği ve uygulanması, risk analizi, derecelendirme ve fiyatlandırma gibi konular ve operasyonel hususlar da dâhil olmak üzere sukuk yapılarının, ihracılarının ve yatırımlarının kapsamlı değerlendirilmesi.
3. İİT üyesi ve İİT üyesi olmayan 6 ülkenin sukuk piyasalarının büyümesi, sukuk ihracılarının, yapılarının ve yatırımlarının analizi, sukuk piyasasının gelişimini etkileyen olumlu faktörler ve güçlükler ve ortaya çıkan sorunları ele almaya ve sukuk piyasasının büyümesini teşvik etmeye yönelik politika tavsiyelerini içeren sukuk gelişimine dair vaka çalışmaları.

1.3 METODOLOJİ

Çalışmanın amaçları ve kapsamına göre, seçilen İİT üyesi ve İİT üyesi olmayan ülkelerde sukuk piyasasının gelişiminin çeşitli yönlerini araştırmak için aşağıdaki metodoloji uygulanmıştır:

1. **Masa Başı Araştırması:** Masa başı araştırması, yazılı literatürün, bilgilerin, belgelerin, ülke deneyimlerinin, ilgili uluslararası kurumların uygulamaları ve çalışmalarının ve ilgili ulusal kurumların açık kaynaklarının gözden geçirilmesini içerir. Çalışmayı zenginleştirmek için ayrıca sektörel ve ekonomik raporlardan, araştırma yayınlarından, makroekonomik verilerden ve İİT üyesi ülkelerin araştırmalarından elde edilen veriler de analiz edilmiştir. Sukuk da dâhil olmak üzere İslami finans piyasalarındaki çeşitli segmentlerin pazar payları hakkındaki bilgileri değerlendirmek ve sukuk yapılarının ve ülke/bölge pazarlarında farklı kurumlar tarafından gerçekleştirilen ihracıların (kurumsal sukuk, devlet sukuku, yarı devlet sukuku) kapsamlı bir değerlendirmesini sunmak amacıyla Bloomberg ve Eikon-Thomson Reuters'daki birincil veriler kullanılmıştır.
2. **Anket ve Görüşmeler (Çevrimiçi Anket, Telefon Görüşmeleri, Yüz Yüze Görüşmeler ve Saha Ziyaretleri):** Çalışmanın temel kapsamını oluşturan sukuk piyasasının gelişimi ve İSP'lerdeki rolüne dair olarak, farklı perspektiflerden (ihracılar, yapılar, yatırımlar, elverişli altyapı, sorunlar ve zorluklar) anket sorularının ve yarı yapılandırılmış görüşme sorularının oluşturulmasını içerir. Sukuk piyasasında yer alan ihracılar, baş düzenleyiciler, yatırım bankaları, yatırımcılar, hukuk danışmanları ve düzenleyici kurumlar gibi çeşitli taraflarla bir dizi görüşme yapılmıştır. Görüşmelerden elde edilen sonuçlar, özellikle emekleme döneminde ve gelişim aşamalarında olan ülkelerde sukuk piyasasının daha da geliştirilmesi için yapılması gereken iyileştirmeler ve karşılaşılan zorluklar hakkında fikir vermektedir.

Vaka çalışmaları için ülkeler seçilirken bölgelerin çeşitliliği ve hukuk ve düzenleyici çerçeveleri, büyüklükleri ve segmentleri bakımından sukuk piyasalarının farklı gelişim aşamaları dikkate alınmıştır. Tarihsel trendlere ve çalışmanın sukuk piyasaları için bir yol haritası oluşturma önerisine bakılarak, Tablo 1.1’de vaka çalışması için seçilen ülkeler gösterilmektedir. Beş İİT üyesi ülkeye ek olarak, gelişmiş sermaye piyasaları ve Güneydoğu Asya’da bir sukuk ihraççısı olarak artan önemi nedeniyle İİT üyesi olmayan Hong Kong seçilmiştir.

Tablo 1.1: Sukuk Piyasasının Gelişim Aşamasına Göre Vaka Çalışmaları Kapsamında Ele Alınan Ülkeler

Emekleme dönemi	Gelişmekte olan	Olgun
Nijerya	BAE	Malezya
	Endonezya	
	Türkiye	
	Hong Kong	

Seçilen ülkeler bölgesel konum bakımından Tablo 1.2’ye göre sınıflandırılmaktadır.

Tablo 1.2: Bölgesel Konuma Göre Vaka Çalışmaları Kapsamında Ele Alınan Ülkeler

Bölge	Asya	Arap	Afrika
İİT Üyesi Ülkeler	Malezya	BAE	Nijerya
	Endonezya		
	Türkiye		
İİT Üyesi Olmayan Ülkeler	Hong Kong		

1.4 ÇALIŞMAYA GENEL BAKIŞ

Çalışma 6 bölümden oluşmaktadır ve aşağıdaki konulara göre düzenlenmiştir:

1. Bölüm: Giriş

Bu bölümde sukuk piyasasına genel bir bakış sunulmakta, araştırma hedefleri belirtilmekte ve uygulanan araştırma metodolojisi açıklanmaktadır.

2. Bölüm: Sukuk Piyasasının Oluşturulması: Temel Yapı Taşları

Bu bölümde İslami bir finansal araç olarak sukuk ele alınmakta ve sukukun İslami finans sektörünün geliştirilmesindeki rolü açıklanmaktadır. Ayrıca sukuk piyasasının gelişiminde önde gelen yerli ve küresel kurumlar ile sukuk ihracına katılan tarafların rolleri ve sorumlulukları üzerinde durulmaktadır. Bunlara ek olarak, hukuki, düzenleyici ve denetleyici çerçeve ve Şer’i yönetim çerçevesi de dâhil olmak üzere sukuk için uygun bir ortam oluşturma öneminde değinilmektedir.

3. Bölüm: Sukuk Yapıları, İhraçları ve Yatırımları

Bu bölümde sukuk piyasasına ilişkin 3 ana konu değerlendirilmektedir: Yapılar, ihraçlar ve yatırımlar. Öncelikle İİT üyesi ülkeler ve İİT üyesi olmayan ülkelerde kullanılan ve devlet, yarı-devlet ve kurumsal sukuk ihraçlarında uygulanan ana sukuk yapıları hakkında kapsamlı bir

değerlendirme yapılmaktadır. Tartışmalı yapılara ve çeşitli yapıların karmaşıklığına ilişkin temel sorunlar ve zorluklar vurgulanmaktadır. Bu bölümde ayrıca yerel ve uluslararası piyasalardaki sukuk ihraçları, yeni gelişmeler ve eğilimler, sorunlar ve zorluklar da değerlendirilmektedir. Daha sonra özellikle sukuk talebini etkileyen faktörlere, farklı türlerde sukuk yatırımcılarına, kredi derecelendirme notlarının verilmesine, sukuk fiyatlandırmasına ve çevre, toplum ve yönetim gündeminin takibine odaklanılarak sukuk yatırımları analiz edilmektedir.

4. Bölüm: Vaka Çalışmaları

Bu bölümde, sukuk piyasasının gelişimi bakımında olgun, gelişen veya emekleme dönemi kategorilerinden birine giren, vaka çalışmaları kapsamında seçilmiş 6 ülke incelenmektedir. Her bir vaka çalışmasında ülkenin sukuk piyasasının gelişimine genel bir bakış, sukuk yapılarının, ihraçlarının ve yatırımlarının analizi, sukuk piyasasının gelişimini şekillendiren olumlu faktörler ve güçlükler ve ortaya çıkan sorunları ele almaya ve sukuk piyasasının büyümesini teşvik etmeye yönelik politika tavsiyeleri sunulmaktadır.

5. Bölüm: Sukuk Piyasasının Gelişimine Dair Politika Tavsiyeleri

Bu bölümde sukuk piyasasını geliştirmeye yönelik stratejik bir çerçeve ve yol haritası önerilmektedir. 2. ve 3. bölümlerde sunulan analizlere ve 4. bölümde sunulan vaka çalışmalarına dayanılarak verilen tavsiyeler, yerli ve uluslararası düzeylerde sukuk piyasasının gelişimini engelleyen yapısal, düzenleyici, teknik ve diğer ana zorluklar dikkate alınarak oluşturulmuştur. Ayrıca sukuk piyasasının gelişimine ilişkin ülke düzeyinde ve uluslararası düzeyde spesifik tavsiyeler sunulmaktadır.

6. Bölüm: Sonuç

Bu bölümde araştırma bulguları özetlenmekte ve bir sonuca varılmaktadır.

2. SUKUK PİYASASININ OLUŞTURULMASI: TEMEL YAPI TAŞLARI

2.1 İSLAMİ BİR FİNANSAL ARAÇ OLARAK SUKUK

Faiz getiren tahvillere, bu tahvillerin özellikleri ve faydalarına benzer özelliklere ve faydalara sahip Şer'i uyumlu bir alternatif bulma fikri, sukukun çağdaş bir İslami finansal araç olarak gelişmesine yol açmıştır. İslami finans kuruluşları, fazla likiditelerini yönetmek için kısa vadeli bir araç olarak yapılandırılabilen Şer'i uyumlu bir araca ihtiyaç duyuyordu. Orta ve uzun vadeli büyük ölçekli finansmanı artırmak için de Şer'i uyumlu bir araca ihtiyaçları vardı. Şirketler ve hükümetler de benzer şekilde altyapı projeleri, gayrimenkul geliştirme, varlık edinimi, iş genişlemesi ve diğer sosyo-ekonomik projeler için finansman sağlamak amacıyla faize dayalı olmayan bir finansman aracı arayışındaydı. Dolayısıyla erken dönemdeki sukuk ihraçlarında, sabit getirili menkul kıymetlerin özellikleri taklit edilerek, vade boyunca yatırımcılara düzenli getiri sağlanmış ve itfa tarihinde sermaye geri ödenmiştir. Sukuk ihraçları, getiri sağlamak yerine belirli projelerden elde edilen gelirlerle desteklenmiştir. Sukuk ayrıca çeşitli nominal değerlerde, para birimlerinde ve vadelerde de ihraç edilebilir. Sukuk, geleneksel menkul kıymetlere benzer şekilde, farklı yatırımcı türlerine yönelik olarak yapılandırılabilir, derecelendirilip kote edilebilir, ikincil piyasada işlem görebilir, yeniden yapılandırılıp programlanabilir ve farklı varlık türlerine karşı teminat altına alınabilir. Sukukun yapılandırılması, ihracında ve alım-satımında Şer'i uygunluk hayati önem taşımaktadır.

2.1.1 İSLAMİ BİR FİNANSAL ARAÇ OLARAK SUKUKUN EVRİMİ

Sukukun evrimi, klasik kullanımı ile çağdaş zamanlardaki gelişimi arasındaki dönemi kapsamaktadır. Klasik literatürde "sukuk" teriminin ilk kullanımları, Hicri 1. yüzyıldaki Emevi iktidarında Halife Mervan bin el-Hakem'in dönemine dayanmaktadır. İmam Malik'in *el-Muvatta* adlı eserinde aktarılan bir anlatımda (hadis no. 44), sukuktan, vadesi dolduğunda sertifika sahibine malları/mahsulleri alma hakkı veren mal veya mahsul sertifikaları/kuponları olarak bahsedilmektedir. Bu sertifikaların sahipleri, ellerindeki sukukları nakit temini için, vadesi dolup malları/mahsulleri teslim almadan önce satarlardı. Bu uygulama, sertifika sahiplerinin malların/mahsullerin mülkiyetini almasından önce sukukun temsil ettiği dayanak varlıkların satışına yol açmıştı. Dolayısıyla sukuk, zamanın âlimleri tarafından tasvip edilmemiştir.

Çizakça'ya (2011) göre Osmanlı İmparatorluğu (1299-1923), 1775'ten itibaren kamu borcunu finanse etmek için esham olarak bilinen benzer finansal sertifikalar ihraç etmiştir. Bu sertifikalarda dayanak varlık olarak vergileri toplama hakkı (bir tür finansal hak) kullanılmıştır. Finansman toplamak için devletin vergi gelirleri menkul kıymetleştirilmiştir.

Daha yakın zamanlara bakıldığında, İslam İşbirliği Teşkilatı Uluslararası İslam Fıkıh Akademisi (İFA-İİT) 1986 ve 1988'de mukârada tahvilleri meselesini ele almıştır. Görüşmelerde mukârada sertifikalarının ihraç edilmesi için gereken koşullar belirlenmiş ve böylelikle sukuk kavramı meşrulaştırılmıştır. Onaylanan görüş, mukârada sukuku (Maliki ve Şafi ekollerinde kullanılan ve mudârebe sukukuna benzer bir terim) ile ilgiliydi ve bu görüşe göre sukuk sertifikaları:

... risk sermayesindeki hisselerin ortak sahipleri olarak adlarına düzenlenmiş eşit değerdeki hisselerle göre veya her bir pay sahibinin hissesine göre sermaye mülkiyetinin kanıtını temsil etmekteydi (İFA-İİT, Karar No. 30 (5/4), 1988).

İFA-İİT'nin mukârada sukukuna dair kararı, Ürdün'deki Evkaf, İslami İşler ve Kutsal Mekanlar Bakanlığı'nın bu tür sukuk sertifikalarını ihraç etme sürecini 1977'de başlatmasından sonra

gelmiştir. Ürdün Hükümeti, vakıf gayrimenkullerinin tadilatı için Şer'i uyumlu bir finansman arayışındaydı ve sukuk ihracını desteklemek için belirli projelerden elde edilen gelirleri kullanmayı istiyordu. Süreci başlatmak için 1981'de yürürlüğe giren Mukârada Tahvilleri Yasası'nı çıkarmıştır.

Ürdün'ün yanı sıra Pakistan, Malezya ve Türkiye gibi başka ülkeler de 1990'dan önce sukuk ihraç etmek için çeşitli girişimlerde bulunmuştur. Ancak bu ihraçlar, ilgili ülkelerde o zamanlar mevcut olan koşullar nedeniyle kısa ömürlü olmuştur (Malezya Hükümeti'nin gerçekleştirdiği ihraçlar hariç).

Sukuk piyasası 1990-2000'de yeni bir aşamaya girmiştir. RAM (2013) bu dönemi potansiyel ihraççılar ve yatırımcılar da dâhil olmak üzere paydaşlar tarafından farkındalık oluşturulan bir aşama olarak tanımlamıştır. Malezya'da o dönemde sukuk piyasasının, oyuncuların, kavramların, mekanizmaların ve sukuk yapılarının tanıtılmasına özen gösterilmiştir.

Sukuk piyasasının fiili olarak ortaya çıkışı ise 2001'de gerçekleşmiştir. Önemli derecede piyasa büyümesi ile birlikte sukuk ihraçlarının sayısı artmıştır. Sukuk ayrıca sukukun yapılandırılmasında kullanılan çeşitli türlerde Şer'i sözleşmeler, ihraçta kullanılan dayanak varlıklar, ihraç edilen sukuk türleri ve oyuncular, yatırımcılar, piyasalar ve altyapılara vb. ilişkin olarak kaydedilen gelişmeler bakımından finansal bir araç olarak da gelişmiştir. Şekil 2.1'de sukuk gelişiminin temel aşamaları özetlenmektedir.

Şekil 2.1: Sukuk Gelişiminin Temel Aşamaları

Sukukun Klasik Kullanımı	Sukukun Geliştirilmesine Yönelik İlk Girişimler	İlk Sukuk İhraçları	Sukuk Piyasasının Ortaya Çıkışı	Sukuk Piyasasının Yaygınlaşması
- Hicri 1. yüzyılda Emevi iktidarındaki Halife Mervan bin el-Hakem'in döneminde sukuk, vadesi dolduğunda sertifika sahibine malları/mahsulleri alma hakkı veren mal/mahsul sertifikaları/ kuponları olarak ihraç edilmiştir. 1775'ten itibaren Osmanlı İmparatorluğu (1299-1923), kamu borcunu finanse etmek için esham olarak bilinen finansal sertifikalar ihraç etmiştir.	- Ürdün'de 1978 gibi eski bir tarihte mukârada tahvilleri ihraç edilmiştir. - Pakistan'da katılım sertifikalarının ihracına 1981'de başlanmıştır. - Devlet Yatırım Sertifikaları (DYS) ilk olarak Malezya Hükümeti tarafından 1983'te sunulmuştur. - Gelir Ortaklığı Senetleri Türkiye'de 1984'te ihraç edilmiştir. - Plansız gelişim dönemi; aktif bir piyasa ortaya çıkmamıştır.	- İlk kurumsal sukuk ihracı, 1990'da Shell MDS Malezya tarafından gerçekleştirilmiştir. - Onun ardından genellikle Malezya'da olmak üzere küçük yerel ihraçlar olmuştur. - Teori ve model kurma dönemi; aktif bir piyasa oluşumu meydana gelmemiştir.	- Piyasa, Bahreyn Hükümeti tarafından 2001'de ilk devlet icâre sukukunun ihraç edilmesiyle ortaya çıkmıştır. - Malezya Hükümeti tarafından ilk derecelendirilmiş uluslararası varlığa dayalı icâre sukukunun ihracı. - Perakende sukuk, daimî (<i>perpetual</i>) sukuk, bağlı sukuk ve SSY sukuk gibi daha yenilikçi ürün geliştirme çalışmaları.	- Sukuka yönelik güçlü yatırımcı iştahı. Sektörün büyümesi sukuk piyasasının genişlemesine yol açmıştır. - Daha fazla ülke, ihraççı olarak piyasaya katılmaya devam ediyor. - Daha fazla yenilik bekleniyor.
Tarihi	1990'lar öncesi	1990-2000	2001-2016	2017-gelecek

Kaynak: ISRA (2017)

2.1.2 GENEL İLKELER, DÖNÜM NOKTALARI VE TEMEL TRENDLER

Geleneksel menkul kıymetlerin aksine sukuk, yapılandırılması, ihracında kullanılan dayanak varlıklar, gelirleriyle yapılan yatırımlar, alım-satım ve yeniden programlama/yeniden yapılandırma ile ilgili konular da dâhil olmak üzere çeşitli bakımlardan Şer'i kural ve ilkelere uygun olmalıdır.

- Sukuk ihraççıları ve sahipleri arasında finansal yükümlülükler oluşturmak için satış, kiralama, ortaklık, acente ve bunların karışımı da dâhil olmak üzere çeşitli Şer'i uyumlu sözleşmeler kullanılmaktadır. Son yıllarda vekâlet sözleşmelerinin kullanımı artmaktadır.
- Sukuk yapısının dayanak varlıkları Şer'i uyumlu olmak zorundadır ve maddi duran varlıkları, kullanım haklarını, gelir getiren hizmetleri, maddi olmayan duran varlıkları, Şer'i uyumlu mallara ilişkin alacakları ve belirli projelerin veya yatırım faaliyetlerinin varlıklarını içerebilir. Sukukun dayanak varlıkları, karışık bir portföy oluşturmak için hem borçların (örneğin Şer'i uyumlu mal satışlarına ilişkin alacaklar) ve borç dışı varlıkların (örneğin kiralama varlıklarını ve Şer'i uyumlu hisseleri içeren maddi varlıklar) bir karışımını içerecek şekilde gelişmiştir.
- Sukuk gelirleriyle yapılan yatırımlar, Şer'i uyumlu amaçlara hizmet etmeli ve genellikle reel sektörlerdeki faaliyetlerin finansmanında kullanılmalıdır.
- Sukukun alınıp satılabilirliği, ilgili Şer'i kurallara göre belirlenmektedir. Örneğin, sukuk sahipleri sukuk varlıklarının mülkiyeti ile ilgili tüm hak ve yükümlülüklerle sahip olmalı ve sukuk, alacakları veya borçları temsil etmemelidir (AAOIFI, 2015).
- Sukukun yeniden programlanması/yeniden yapılandırılması hususu, ilgili dayanak varlıkların türüne ve sukukun yapılandırılmasında kullanılan dayanak Şer'i sözleşmelere göre farklı bir şekilde ele alınabilir.

2.1.3 SUKUKUN TEORİK VE HUKUKİ NİTELİĞİ

Teoride tüm sukuk senetleri bir tür hisse senedidir çünkü sahiplerine bir varlığın veya varlık havuzunun mülkiyetini ya da bu varlık veya varlık havuzunun nakit akışlarına yönelik bir hak sahipliği veren sertifika örnekleridir. Uygulamada ise sukuk, risk-ödül yapıları ve profillerine göre nitelendirilir ve bu yüzden, satış bazlı, kiralama bazlı, ortaklık bazlı, acentelik bazlı ve hibrit (hem borç hem de öz kaynak özelliklerine sahip) sukuk olarak sınıflara ayrılmaktadır. Bu sınıflandırma ayrıca sukukun yapılandırılmasında kullanılan dayanak Şer'i sözleşmelerin bir yansımasıdır. Ayrıca tüm sukuklar varlığa dayalı değildir; bazıları tamamen varlığa dayalıyken, bazılarında sınırlı derecede mülkiyet hakkı tanınmakta ve diğerlerinde yalnızca bir referans havuzuna veya teminat varlıklarına atıfta bulunmaktadır. Kullanılan varlıkların niteliği ve türü sukuk sınıflandırmasında ikinci kategoriye oluşturmaktadır. Ayrıca sukuk, ihraççının niteliğine, sertifikaların vadesine, yapıların karmaşıklığına ve diğer özelliklere göre teknik ve ticari özellikleriyle bilinmektedir.

Sukuk, Tahviller ve Hisse Senetleri

Sukuk, tahviller ve hisse senetleri sermaye piyasası araçlarıdır. Birbirleriyle bazı benzerlikleri ve farklılıkları mevcuttur. Tablo 2.1'de bu araçların ayrıntılı bir karşılaştırması sunulmaktadır.

Tablo 2.1: Tahviller, Sukuk ve Hisse Senetlerinin Karşılaştırılması

	Tahviller	Sukuk	Hisse Senetleri
Nitelik	İhraççının gayriresmi borç senetlerini veya faiz getiren yükümlülüklerini temsil eder.	Şer'i uyumlu varlıklara, kullanım haklarına, hizmetlere, maddi olmayan varlıklara, mallara, kâr paylaşımlı girişimlere, finansal varlıklara veya çeşitli varlıklardan oluşan karışık bir portföyle bunların bir karışımına ilişkin orantılı mülkiyeti temsil eder.	Şirketteki orantılı mülkiyeti temsil eder.
İhraççılar	Geleneksel tahvil ihraççıları işletmenin faaliyet alanı bakımından sınırlı değildir.	Şer'i uyumlu ticari faaliyetlerle meşgul herhangi bir ihraççı.	Herhangi bir ihraççı.
Yatırımcılar	Yalnızca İslami olmayan yatırımcılar.	İslami ve İslami olmayan yatırımcılar.	İslami ve İslami olmayan yatırımcılar.
İhraççılar ve Yatırımcılar Arasında Kurulan İlişkiler	Yatırımcılara alacaklı statüsü veren borç verme ilişkisi.	İlişkiler, sukukun yapılandırılmasında kullanılan Şer'i sözleşmelere dayanmaktadır.	Yatırımcılara, hisseleri ihraç eden kurumlarda mülkiyet hakları verilir (hissedar olurlar).
Dayanak Varlıklar	Teminatsız tahviller için hiçbir varlık gerekmez. Yani, tahvillerin herhangi bir teminata dayalı olması gerekmez. Teminatlı tahvillerde, bu tahvillere dayanak olarak gösterilen dayanak varlıklar Şer'i uyumlu olmayan varlıkları içerebilir.	Dayanak varlıklar, Şer'i kurallara uygun olmalıdır. Dayanak varlıklar, hem borç (Şer'i uyumlu faaliyetlerden kaynaklanan) hem de borç dışı varlıkları temsil edebilir. Varlıkların dayanak olarak gösterilmesinde kullanılan varlıkların oranı yüzde 100'den yüzde 51, yüzde 33 veya yüzde 30'luk minimum düzeylere iniş gerçekleştirilmiştir. Belirli pazarlarda varlıkların yüzde 100'ünün alacaklar olması ve başka hiçbir varlık kullanılmaması kabul edilebilir bir durumdur.	Gerekli değil.
Varlıklarla İlgili Giderler	Tahvil sahipleri varlıklarla ilgili giderlerden etkilenmezler.	Sukuk sahipleri varlıklarla ilgili giderlerden etkilenebilirler.	Yok.
Durum	Tahvillerin belirli varlıklarla desteklendiği durumlar haricinde genellikle teminatsız alacaklıları (<i>unsecured creditors</i>) içerir.	Varlığa dayalı sukuk sahipleri, ödeme aczi halinde veya geri ödeme yapmada zorlanmaları durumunda varlıklara başvururlar. Teminatsız alacaklılara göre daha üst kademede derecelendirilirler. Varlık bazlı sukuk sahipleri, genellikle diğer teminatsız alacaklılarla eşit önceliğe sahip olarak (<i>pari passu</i>) sıralanırlar ve varlıklara başvuramazlar.	Hissedarlar, tam veya imtiyazlı oy haklarıyla diğer menkul kıymet sınıflarına göre en kідemsiz dereceyi temsil ederler. Öz kaynak, temettü ve sermaye bakımından kідemliye yakın hakları olan imtiyazlı hisse senetleri şeklinde de olabilir.

Yatırımcılara Getirisi	Sermayenin belirli bir yüzdesini temsil eden faiz şeklindeki kupon ödemeleri. Ribâ olarak değerlendirilen sabit faize karşılık gelir.	Periyodik ödemeler, fiili kârların (satış ve ortaklık sözleşmelerinden elde edilen) ve kira gelirlerinin (kiralama sözleşmelerinden elde edilen) belirli bir yüzdesi olarak yapılır.	Hissedarlar temettü ödemeleri alır. Bu ödemeler kurum tarafından garanti edilmez.
İhraççılarca Ana Paranın Geri Ödenmesi	Vade dolduğunda ana paranın geri ödenmesi, finanse edilen projenin kârlı olup olmamasından bağımsız olarak geri döndürülemez bir yükümlülüktür.	İlkel olarak, öz kaynağa dayalı sözleşmelerde sermayenin geri ödenmesine dair olarak önceden belirlenmiş (<i>ex-ante</i>) sabit bir yükümlülük yoktur. İcâre ve diğer yapılarda sermayenin geri ödenmesini garanti altına almaya yönelik olarak genellikle geri satın alma taahhütleri veya tasfiye hükümleri söz konusudur.	Hisse senetleri daimî araçlar olduğundan yoktur.
Gelirlerin Kullanımı	Özel bir şart yoktur. Tahviller, ihraççının bulunduğu yerde yasalara uygun olan her türlü finansman ihtiyacını karşılamak için ihraç edilebilir.	Gelirler Şer'i uyumlu faaliyetleri finanse etmek için kullanılmalıdır.	Kurumun her türlü finansman ihtiyacını karşılamak için hisse senedi ihraç edilebilir.
İkincil Piyasada İşlem Görebilirlik	Tahvil satışı, bir borç satışısıdır.	Sukuk satışı temelde, bir varlık veya bir projenin hissesinin satışısıdır. Küresel düzeydeki Şer'i standartlarda (örneğin AAOIFI) yalnızca maddi duran varlıkların, bazı maddi olmayan varlıkların ve iş ortaklıklarındaki katılım paylarının satışına izin verilirken Malezya yalnızca borç satışına (satışa dayalı sukuk) izin vermektedir.	Şirketin hisselerinin satışısıdır.
Fiyatlandırma	Tahvil fiyatlandırması, ihraççının kredi notunun yanı sıra koşul ve şartlara bağlıdır; genellikle referans bir faiz oranı ile makas (<i>spread</i>) uygulanır.	Sukuk fiyatlandırması, sukukun yapısına bağlıdır. Rücu edilemez varlığa dayalı sukukta fiyatlandırma, sukukun dayalı olduğu varlığa göre yapılır. Sabit gelir ve borç yaratan sözleşmelere dayalı olarak yapılandırılan sukukta fiyatlandırma, genellikle tahvil fiyatlandırmasına benzerdir, ancak piyasa derinliği/genişliği, likidite ve karmaşıklık gibi faktörlerden etkilenebilir.	Fiyatlandırma, kurumun performansına bağlıdır.

Kaynak: ISRA (2017: 31-33)

Seçilen Şer'i İlkelere Dair Şer'i Görüşlerin Farklılığı

Sukuk yapılandırması ve alım-satımı için uygulanan bey'u'l-iyne (satış ve geri alım) ve bey'u' d-deyn (borç satışı) gibi bazı Şer'i ilkelere dair olarak âlimler arasında Şer'i görüş farklılıkları mevcuttur. Bey'u'l-iyne dayanak varlıkların veya malların satışı ve geri alımını içeren icâre ve murâbaha sukukta uygulanmaktadır. Âlimlerin çoğuna göre iyne yasaktır. Örneğin, İFA-İİT, 20.

oturumunda (2012), bir tür satış ve geri alım anlaşması (bey'u'l-iyne) olduğu için varlık bazlı icâre sukuk yapısını yasaklayan bir karar almıştır. Ancak, Malezya Merkez Bankası (Bank Negara Malaysia) Şer'i Danışma Konseyi (SDK), 12 Aralık 1998'de düzenlenen toplantıyı esas alarak, Şâfiî ekolü için kabul edilebilir bir mekanizma olmasına nedeniyle bey'u'l-iyneyi onaylamaktadır. Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu'nun (SC) yayımladığı *Başvur ve Piyasaya Sür Çerçevesi Kapsamındaki Kote Olmayan Sermaye Piyasası Ürünlerine Dair Kılavuz İlkeler*'de (2015) de bazı koşullara tâbi olarak yalnızca alacakları temsil eden sukukun herhangi bir fiyat üzerinden işlem görmesine izin verilmektedir. Yine de Malezya pazarında bey'u'l-iyne uygulamalarından uzaklaşarak bir derece Şer'i uyumluluğu sağlamaya yönelik çalışmalar yapılmaktadır. Bu, İslami finansal işlemlerin uluslararası düzeyde daha fazla kabul edilmesini sağlamak için Malezya pazarının Orta Doğu uygulamaları ile uyumlu hale getirilmesine yönelik bir girişimin sonucudur.

Bey'u'd-deyn (borç satışı) sorunu ile karşı karşıya olan satış bazlı sukukun ikincil piyasalarda işlem görmesi konusunda iki ekol hâkim pozisyonundadır. Bu sukuk, dayanak varlıkların (örneğin bey'u'l-iyne, teverruk, murâbaha, istisna' işlemleri) veya gelecekte teslim alınacak malların (örneğin selem sukuk) satışı nedeniyle borçluluk yaratmaktadır. Küresel Şer'i standartlar, bu sukukun alım-satımını kısıtlamaktadır çünkü alacaklar para olarak değerlendirilmektedir; dolayısıyla alım-satım nominal değer üzerinden (yani indirimsiz olarak aynı tutarla) gerçekleştirilmelidir. Buna karşılık, SC'nin SDK'sı, indirimli olarak borç satışına izin verdiğinden ikincil piyasada satışa dayalı sukuk işlem görebilmektedir (ISRA, 2016).

2.1.4 MEVCUT SUKUK UYGULAMALARININ İSLAM HUKUKUYLA UYUMLULUĞU

Sukuk yapılandırması tabii ki Şer'i ilkelere uygun olmalıdır. Ancak, çeşitli sukuk yapılarında Şer'i problemler ortaya çıkmaktadır. Ortaklığa dayalı sukuka karşı en güçlü eleştirilerden biri, 2007'de ünlü fıkıh âlimi Mufti Taqi Usmani tarafından yöneltilmiştir. Usmani, satın alma taahhütleri ve likidite olanaklarının kullanılmasının, ortaklığa dayalı sukuku, borca dayalı bir işleme dönüştürdüğünü ve böylelikle sukukun nominal değeri üzerinden paraya çevrildiğini ve sukuk sahiplerine sukukun vadesi boyunca periyodik olarak garanti edilen bir sermaye getirisi ödendiğini belirtmektedir. Söz konusu Şer'i uygunlukla ilgili endişeler uyarınca İslami Finans Kurumları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (AAOIFI), Şubat 2008'de ortaklığa dayalı sukukun, sukuk sahiplerine periyodik olarak yapılan gelir dağıtımlarını ve sukuk sahiplerine yazılı veya nominal değerinden ana para miktarının geri ödenmesini teminat altına almaya yönelik satın alma taahhütlerini düzenlemek için sunulan Şer'i uyumlu finansman biçimindeki kredi profili iyileştirmelerini engellediğini bildirmiştir. Fıkıh âlimleri sürekli olarak Şer'i yönetişime dair problemleri ele almaya çalışmaktadır.

2.2 İSLAMİ FİNANS PİYASASININ GELİŞTİRİLMESİNDE SUKUKUN ÖNEMİ

Sukuk, İslami finans sektörünün İslami bankacılıktan sonraki en büyük ikinci bileşenidir. 2000'li yıllardan beri çok çeşitli ihraççı ve yatırımcıların ilgisini çekerek İslami finans sektörüne büyük katkı sağlamaktadır. İslami finans piyasasını dünyadaki uzak pazarlara taşıyan sukuk, Müslümanların çoğunlukta olduğu ülkelerde önemli bir fon toplama aracı olarak değerlendirilmektedir.

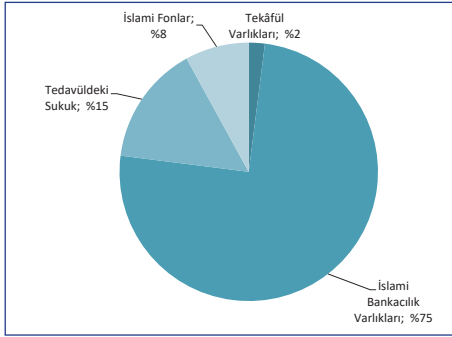
2.2.1 İSLAMİ FİNANSIN ÇEŞİTLİ SEGMENTLERİNDE VARLIK DAĞILIMI

RAM'ye göre küresel İslami finans sektörünün 4 ana segmentteki (İslami bankacılık, sukuk, İslami fonlar ve tekâfül) varlıkları Aralık 2016 sonu itibarıyla toplam 2,2 trilyon ABD doları değerindeydi. Sektör, 2012'den beri yüzde 5 yıllık bileşik büyüme oranı (CAGR) yakalamıştır. Başta sukuk olmak üzere İSP, İslami finansın tüm varlık segmentleri içinde en hızlı büyüyen sınıf olmuştur.

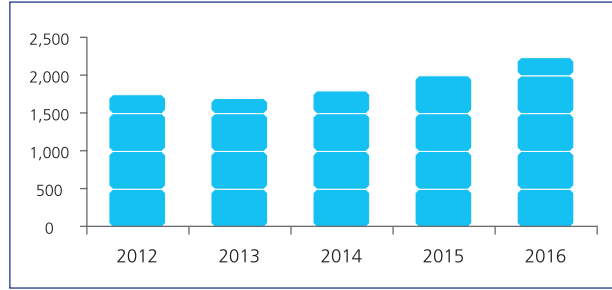
İslami bankacılık, sektördeki hâkimiyetini korumaktadır. İslami bankacılığın Aralık 2016 sonu

itibarıyla 1.657,0 milyar ABD doları tutarında küresel varlıkları İslami finans piyasasının yüzde 75'ini oluşturmaktadır. İslami bankacılığın ardından sukuk piyasası gelmektedir. Aralık 2016 sonu itibarıyla tedavüldeki sukuk, 328,0 milyar ABD doları değeriyle tüm piyasanın yüzde 15'ini oluşturmaktadır. Ancak, sırasıyla 183,0 milyar ABD doları (yüzde 8 pazar payı) ve 40,0 milyar ABD doları tutarında (yüzde 2 pazar payı) toplam değerle İslami fon varlıkları ve tekâfül katkı payları hâlâ İslami finans sektörünün küçük bir kısmını oluşturmaktadır. Grafik 2.1'de 2016 sonu itibarıyla İslami finans varlıklarının sektörlere göre dağılımı, Grafik 2.2'de ise 2012-2016 arasında İslami finans varlıklarının büyümesi gösterilmektedir.

Grafik 2.1: İslami Finans Varlıklarının Sektörel Dağılımı (2016)



Grafik 2.2: İslami Finans Varlıklarının Büyümesi (milyar ABD doları, 2012-2016)



Kaynak: RAM

2.2.2 İSLAMİ FİNANS SEKTÖRÜNÜN GELİŞTİRİLMESİNDE SUKUKUN ROLÜ

Sukuk, İslami finans sektörünün daha fazla geliştirilmesi ve yaygınlaştırılmasında önemli bir rol oynamaktadır. RAM verilerine göre 2012'den beri yüzde 5'lik CAGR ile ikinci en hızlı büyüyen varlık sınıfı olmuştur. İhraççılara sermaye harcamalarını ve edinimlerini finanse etmeleri için sendikasyon kredisi finansmanına ve tahvillere bir alternatif sunmaktadır. İhraççılar, güçlü yatırımcı talebiyle desteklenen alternatif finansman elde etmek için İSP'ye erişim sağlayabilirler. Benzer şekilde sukuk, daha önce banka mevduatlarını ve öz kaynaklarını yoğun şekilde tercih eden yatırımcıların İSP'ye ve öz kaynak dışı araçlara erişim sağlamasına olanak tanımaktadır.

Sukukun İslami finans piyasasını daha da nasıl genişletebileceği aşağıda açıklanmaktadır:

- Sukuk ihracı, İSP ürünlerinin çeşitlendirilmesine katkıda bulunarak İslami finans sistemine dinamizm katar. Çoğu uluslararası finans merkezi, uluslararası ihraççıları ve yatırımcıları çekmek için sukuku, ürünleri arasına dâhil etmeyi amaçlamaktadır. Bunun bir örneği Hong Kong'dur. Küresel bir finans merkezi olarak konumunu daha da sağlamlaştırmak için Hong Kong, bugüne kadar gerçekleştirilen 3 devlet sukuku ihracıyla (2014, 2015 ve 2017 yıllarında) sukuk piyasasının geliştirilmesine yönelik çalışmalarını aktif olarak sürdürmektedir.
- Sukuk, finansman toplama amaçlı alternatif bir kamu ve şirket borç aracıdır. Örneğin, Suudi Arabistan'ın petrol gelirlerine bağımlılığını azaltmayı amaçlayan 2030 Vizyonu adlı reform planı, önerilen projelerin finanse edilmesi için uzun vadeli bir finansman kaynağı olarak Suudi sermaye piyasalarını geliştirmeye yönelik girişimler içermektedir. Bu, sukukun daha fazla büyümesi için fırsatlar sağlamaktadır.
- Hükümetler için sukuk, bütçe açıklarını, altyapı projelerini ve çok büyük projeleri ve diğer ekonomik kalkınma programlarını finanse etmek için önemli bir araçtır. Örneğin, KİK üyesi

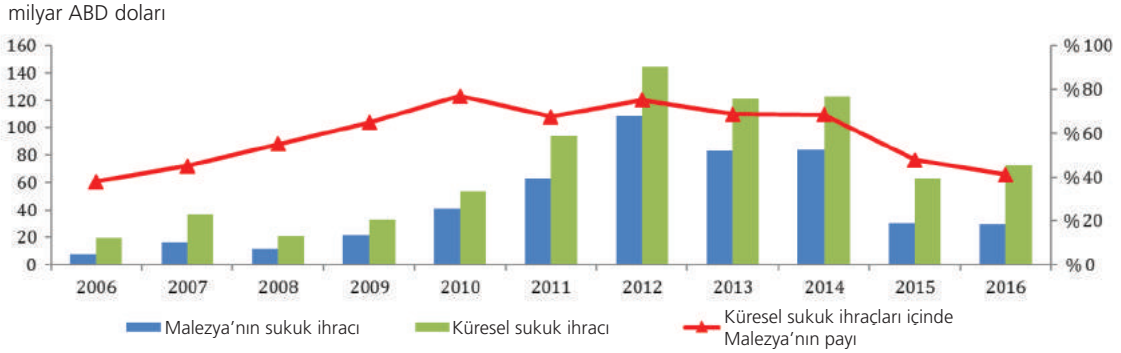
ülkeler, petrol gelirleri azalırken, genişleyen bütçe açıklarını finanse etmek için sukuka yönelik güçlü küresel iştahı kullanabilirler.

- Kısa vadeli sukuk, İslami para piyasasında bir araç olarak kullanılarak perakende bankalara ve diğer İslami finans kuruluşlarına likidite yönetim imkânları sağlayabilir. Bu amaçlarla Bangladeş, Bahreyn, Gambiya, Endonezya ve Brunei tarafından kısa vadeli sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Gelecekte yerel İslami finans piyasalarını teşvik etmek isteyen pazarlarda bu kısa vadeli sukuk ihracılarının artması beklenmektedir.
- Kısa vadeli sukukun erişilebilirliği, İslami perakende bankacılık/finansman hizmetlerinin olmadığı pazarlarda bu hizmetlerin sunulmaya başlamasına destek sağlayabilir. Örneğin devlet tarafından gerçekleştirilen bir kısa vadeli sukuk ihracı, Şer'i uyumlu perakende ürünlerin arzını desteklemek için bankaların kullanabileceği Şer'i uyumlu bir varlık sağlayacaktır.
- Benzer şekilde, ilk defa gerçekleştirilen bir devlet sukuku ihracı, aynı pazardaki diğer tüm borç araçlarının fiyatlandırılmasında kullanılacak bir karşılaştırma ölçütü/referans oluşturulmasına yardımcı olabilir. Bu, sukukun henüz gelişmediği pazarlarda kurumsal sukuk ve diğer devlet sukuku ihracılarının geliştirilmesini teşvik etmek için temel bir başlangıç noktasıdır.

2.2.3 SUKUK PİYASASINDA ÖNCÜ ÜLKELER

Shell MDS Malaysia Sdn Bhd'nin 1990'da gerçekleştirdiği sukuk ihracı, piyasanın öncü sukuk ihracı olarak kabul edilmektedir. Ringgit biriminde gerçekleştirilen bu ilk kurumsal sukuk, nüfusun çoğunluğunun Müslüman olduğu bir ülke olan Malezya'da İslami olmayan bir şirket tarafından gerçekleştirilmiştir. Yıllar içinde Malezya, sukuk ihracı bakımından lider konuma gelmiş olup Grafik 2.3'te gösterildiği gibi küresel ihracatlarda önemli bir paya sahiptir.

Grafik 2.3: Malezya'da ve Dünyada Sukuk İhracı



Kaynaklar: Eikon-Thomson Reuters ve RAM

Sudan da 1990'larda sukuk ihracı bakımından öncü ülkelerden biri olmuştur. Sudan Hükümeti, aşağıdakiler gibi açık piyasa işlemleri için alternatif bir para politikası aracı olarak sukuku geliştirmiştir:

- Shahama Tahvilleri veya Devlet Müşâreke Sertifikaları. Bunlar, kamu hizmeti ve savunma giderleri gibi masrafları karşılamak için kısa vadeli devlet finansmanı toplamak amacıyla 1999'dan beri ihraç edilen kısa vadeli menkul kıymetlerdir (Institute of Islamic Banking and Insurance, 2009).

- DYS'ler. Bunlar, Maliye Bakanlığı'nın kaynak kuruluş olduğu ve toplanan paranın hükümet tarafından finanse edilen belirli projelere yatırıldığı orta vadeli menkul kıymetlerdir.
- Sudan Merkez Bankası'nın sahip olduğu binaların dayanak olarak gösterildiği Merkez Bankası İcâre Sertifikaları.

Son yıllarda önde gelen pazarlar dışındaki bazı ülkeler de önemli ihraçlar gerçekleştirmiştir. Bu ilk ihraçlar, şu anda mevcut olan pozitif piyasa ivmesini göstermektedir. Sukuk piyasasına yeni katılanlar tarafından gerçekleştirilen bu yeni ihraçların bazıları Şekil 2.2'de gösterilmektedir.

Şekil 2.2: Sukuk Piyasasına Yeni Giren Ülkeler

Yabancı Para Birimi

- **Hong Kong:**
 - 11 Eylül 2011'de ilk kez 1 milyar ABD doları değerinde 5 yıllık devlet icâre sukuku ihraç etmiştir.
 - 3 Haziran 2015'te ikinci 1 milyar ABD doları değerinde 5 yıllık devlet vekâlet sukuku ihracını gerçekleştirmiştir.
 - 20 Şubat 2017'de üçüncü 1 milyar ABD doları değerinde 10 yıllık devlet vekâlet sukuku ihracını gerçekleştirmiştir.
- **Güney Afrika:** 17 Eylül 2011'de ilk kez 500 milyon ABD doları değerinde 5 yıl 9 aylık devlet icâre sukuku ihraç etmiştir.

Ulusal Para Birimi

- **Birleşik Krallık:** 25 Haziran 2014'te ilk kez 200 milyon GBP değerinde 5 yıllık devlet icâre sukuku ihraç etmiştir.
- **Senegal:** 18 Temmuz 2014'te ilk kez 100 milyar CFA değerinde 1 yıllık devlet icâre sukuku ihraç etmiştir.
- **Lüksemburg:** 1 Ekim 2011'de ilk kez 200 milyon Avro değerinde 5 yıllık devlet icâre sukuku ihraç etmiştir.
- **Fildişi Sahili:**
 - 28 Aralık 2015'te ilk kez 150 milyar CFA Frankı değerinde 5 yıllık devlet icâre sukuku ihraç etmiştir.
 - 6 Ağustos 2016'da ikinci kez 150 milyar CFA Frankı değerinde 7 yıllık devlet icâre sukuku ihraç etmiştir.
- **Ürdün:**
 - 22 Mayıs 2016'da ilk kez 75 milyon JOD değerinde 5 yıllık devlet murâbaha sukuku ihraç etmiştir.
 - 17 Ekim 2016'da ikinci kez 34 milyon JOD değerinde 5 yıllık devlet icâre sukuku ihraç etmiştir.
- **Togo:** 10 Ağustos 2016'da ilk kez 150 milyar CFA Frankı değerinde 10 yıllık devlet icâre sukuku ihraç etmiştir.
- **Nijerya:** 22 Eylül 2017'de ilk kez 100 milyar Naira değerinde 7 yıllık devlet icâre sukuku ihraç etmiştir.

Kaynak: sukuk.com

Bu ihraçlar sukuk piyasasının hâlâ küçük bir kısmını temsil ediyor olsa da egemen devletlerin finansman toplamak için İSP'den faydalanmaya yönelik ilgisini göstermektedir. Sukuk ihraçlarını kolaylaştırmak için ilgili pazarlarda hukuki yapıları ve mevzuatı oluşturmayı zorlaştıran standartlaştırılmış bir sukuk çerçevesinin olmaması gibi sektörün karşı karşıya olduğu mevcut sorunlara rağmen çalışmalar yürütülmektedir. Bu, geleneksel finansman toplama yöntemlerine kıyasla daha külfetli bir ihraç süreci, daha uzun bir takvim ve daha yüksek maliyetler anlamına gelebilir (Thomson Reuters, 2017).

2.3 SUKUK PİYASASINDA ÖNEMLİ YEREL VE KÜRESEL KURULUŞLAR VE BU KURULUŞLARIN ROLLERİ

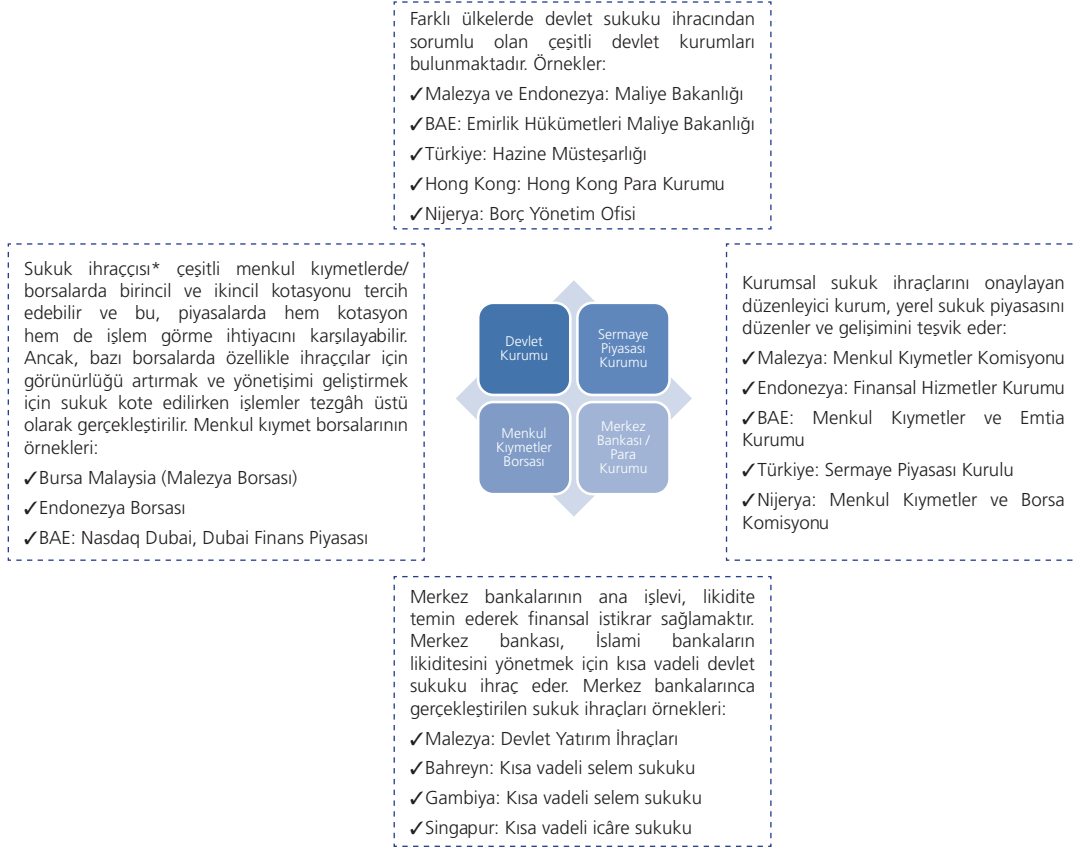
Hem yerel hem de küresel sukuk piyasalarının büyümesi ve gelişimi için yerel ve uluslararası kuruluşların varlığı ön şarttır. Yerel kuruluşlar, bir ülkenin yerel ve uluslararası sukuk ihraçlarının tanıtılması ve teşviki için önemliyen uluslararası kuruluşlar, küresel sukuk piyasasının büyümesi ve sürdürülebilirliğinin teşvik edilmesinde rol oynarlar.

2.3.1 YEREL VE ULUSLARARASI KURULUŞLARIN TEMEL ROLLERİ

Önemli Yerel Kuruluşlar

Her ülkenin, sukuk piyasası gelişiminin farklı aşamalarında önemli roller oynayan kendi yerel kuruluşları vardır. En önemli yerel kuruluşlar Şekil 2.3'te gösterilmektedir.

Şekil 2.3: Sukuk Yapıları ve İhraçlarının Geliştirilmesinde Rol Oynayan Yerel Kuruluşlar



Kaynak: ISRA

Bu yayının 3. bölümünde, başarılı ve sürdürülebilir sukuk piyasalarının geliştirilmesinde bu yerel kuruluşların ve diğer önemli paydaşların rolleri daha detaylı bir şekilde ele alınacaktır.

Önde Gelen Uluslararası Kuruluşlar

Birçok uluslararası kuruluş, sukuk yapılarının ve ihraçlarının kurumsal olarak geliştirilmesinde önemli roller oynamaktadır. Bu önemli kuruluşların klasik örnekleri Şekil 2.4'te özetlenmektedir.

Sekil 2.4: Sukuk Yapıları ve İhraçlarının Geliştirilmesinde Rol Oynayan



İslami Kalkınma Bankası (IDB), üye ülkelerde sosyoekonomik kalkınmayı teşvik etmek için 1975'te kurulmuş olan çok taraflı bir kalkınma bankasıdır. Başlıca amaçlarından biri küresel olarak İslami finans sektörünü geliştirmektir. IDB, küresel düzeyde kabul edilen ve Şer'i kurallara uygun olan yenilikçi sukuk yapıları gibi birçok yeni finansal araç geliştirmiştir.

Sukuk ihracı ve yapılarının geliştirilmesine ilişkin roller:

- ✓ **2003:** IDB, yüzde 49 murâbaha ve istisna alacaklarından ve yüzde 51 fiziksel/maddi varlıklardan oluşan kombine bir varlık portföyüne sahip vekâle bi'l-istismârsukuku ihracına öncülük etmiştir.
- ✓ **2005:** IDB, bu kez maddi varlıkların daha düşük bir orana (karışık portföyün yüzde 30'u) sahip olan başka bir vekâle bi'l-istismâr sukuku ihraç etmiştir. Daha sonra IDB, üye ülkeler için finansman kaynağı olarak düzenli bir şekilde vekâle bi'l-istismârsukuku ihraç etmeye devam etmiştir.
- ✓ **2016:** IDB, yatırımcıların çeşitli risk tercihlerini karşılamak için çeşitli risk azaltma teknikleri sunmayı amaçlayan 'Çok Düzeyde Korumalı Müşâreke Sukuku' adlı yenilikçi bir müşâreke sukuku önermiştir. IDB ayrıca (i) devlete ait olacak yönetim hisseleri ve (ii) bir Özel Amaçlı Kuruluş (ÖAK) tarafından ihraç edilen sukuk sertifikaları aracılığıyla yatırımcılara ait olacak katılım hisseleri ihraç eden 'Devlet Finansman Kurumuna' dayalı bir devlet sukuku yapısı önermiştir.



Uluslararası İslami Likidite Yönetim Şirketi (IILM): İFK'ların likiditelerini yönetme imkânlarını geliştirmeye yönelik uluslararası bir kuruluştur. IILM, İFK'lar için daha verimli likidite yönetimi sağlamaya ve bu kuruluşlar arasındaki sınır ötesi işlemleri desteklemeye yönelik kısa vadeli Şer'i uyumlu finansal araçlar (kısa vadeli sukuk) ihraç eder.

Sukuk ihracı ve yapılarının geliştirilmesine ilişkin roller:

- ✓ **26 Ağustos 2013:** IILM, ilk kez 3 ay vadeli ve devlet varlıklarının dayanak olarak gösterildiği 490 milyon ABD doları değerinde kısa vadeli, alınıp satılabilir ve yüksek kredi notuna sahip sukuk ihracı gerçekleştirmiştir. İlk ihracından beri IILM, bu kısa vadeli sukuku 2-6 ay arasında değişen vadelerle düzenli olarak ihraç etmektedir. Sukuk, birincil alım satımcılardan oluşan çok pazarlı bir ağ aracılığıyla küresel olarak dağıtılmakta ve işlem görmektedir. 25 Ekim 2017'de IILM 3 milyar ABD doları değerinde sukuk ihracı gerçekleştirmiştir.



Dünya Bankası (WB): WB, 1994 yılında çok taraflı bir kalkınma bankası olarak kurulmuştur ve şu iki özel amaca sahiptir: (i) Aşırı yoksulluk içinde yaşayan küresel nüfusu 2030'a kadar yüzde 3 düzeyine indirerek aşırı yoksulluğu ortadan kaldırmak ve (ii) her ülkede halkın en yoksul yüzde 40'lık kesiminin gelirini artırarak ortak refahı yükseltmek.

Sukuk ihracı ve yapılarının geliştirilmesine ilişkin roller:

- ✓ **2014:** WB, çocukların aşılmasını finanse etmek ve sağlık sistemini güçlendirmek için 'aşı sukuku' adlı 3 yıllık SSY sukukunun (500 milyon ABD doları) ilk kez ihraç edilmesinde Uluslararası Aşılama Finans Fonu'na (IFFm) yardımcı olmuştur.
- ✓ **2015:** IFFm, 200 milyon ABD doları değerindeki ikinci 3 yıllık aşı sukukunu ihraç etmiştir.

Kaynak: ISRA

İslam Kalkınma Bankası (IDB), düzenli bir ihraççıdır ve küresel sukuk piyasasını mevcut konumuna getiren en önemli kurumdur. IDB'nin katkıları, sukuk ihracılarıyla sınırlı olmayıp Şer'i öğretilere tamamen uygun olan yeni yapıların tasarlanmasını da içermektedir. IDB'nin sukuk ihracı, kurumun operasyonel işlerinin finanse edilmesinin yanı sıra aşağıdaki amaçların gerçekleştirilmesine de hizmet etmektedir:

- IDB'nin sukuk getiri eğrisini genişletmek.
- Uluslararası sermaye piyasalarındaki profilini geliştirmek ve yeni yatırımcılara ulaşmak.

- Uluslararası pazarda bir karşılaştırma ölçütü/referans oluşturmak.
- Farklı para birimlerinde ve farklı para birimleriyle bağlantılı ihracatlar gerçekleştirmek.

Haziran 2017 itibarıyla IDB, Finansal Hizmetler Kurumu/Birleşik Krallık Kotasyon Kurumu (UKLA) tarafından tescil edilip onaylanmış olan 2003'te gerçekleştirdiği ilk sukuk ihracı haricinde tüm sukuk ihracatlarını bir orta vadeli borç senetleri (OVBS) programı kapsamında gerçekleştirmiştir. IDB'nin sukuku şu anda Londra, Malezya (Muafiyet Rejimi), Dubai ve İstanbul borsalarında kote olmuş durumdadır. OVBS programı, 2005 yılında 1,5 milyar ABD doları hacimle kurulmuş olup o zamandan beri birkaç kat büyüyerek 10,0 milyar ABD doları değerine ulaşmıştır. OVBS programı, uluslararası derecelendirme kuruluşlarından AAA notu almıştır. IDB'nin OVBS programı çeşitli para birimlerinde, 1 yıldan uzun vadelerle hem kamuya ihracat hem de tahsisli satış şeklinde uygulanmaktadır.

ABD doları birimindeki OVBS programına ek olarak IDB, Malezya'da ringgit biriminde projeleri finanse etmek için 1,0 milyar MYR'lik bir OVBS programı da ihracat etmiştir. Bugüne kadar toplam değeri 700 milyon MYR olan 3 tane sukuk ihracı (MYR biriminde) gerçekleştirilmiştir. 10 yıllık OVBS programı, Ağustos 2008'de oluşturulmuş olup Ağustos 2018'de sona erecektir. Program, SC'de tescil edilmiş ve Malezya Borsası'nda Tadamon Services Berhad adlı ihracatçı/ÖAK'nın adı altında kote olmuş ve işlem görmektedir.

Bu arada WB, sukuk piyasasına yeni giren bir kurum olarak değerlendirilmektedir. Ancak, aşırı yoksulluğu azaltma ve ortak refahı geliştirme amaçları göz önünde bulundurulduğunda, bu kurum gelecekte sosyal ve yeşil sukuk başta olmak üzere daha fazla sukuk ihracı gerçekleştirecektir.

2.3.2 MEVCUT STANDART BELİRLEYİCİ KURULUŞLAR VE ROLLERİ

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü (IOSCO) ve Basel Bankacılık Denetim Komitesi (BCBS) gibi geleneksel standart belirleyici kuruluşlar, ekonomik kalkınma, yönetim, menkul kıymetlerin düzenlenmesi, sağduyulu düzenleme, risk yönetimi ve diğer konularda farklı kılavuz ilkeler yayımlamaktadır. Ancak, bu kılavuz ilkelerin bazıları İslami finansal hizmetler sektörünün benzersiz niteliğine, özelliklerine ve iş önerilerine uygun değildir. Dolayısıyla bu, Şekil 2.5'te gösterildiği gibi küresel sektörün büyümesi ve gelişimini desteklemek için çeşitli uluslararası standart belirleyici kuruluşların kurulmasına yol açmıştır. Bu kuruluşlar, sukuk piyasasının gelişiminde önemli roller oynamıştır.

Örneğin İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB), IFSB-15 (Şekil 2.5'te gösterildiği gibi) standardı aracılığıyla Şer'i kural ve ilkelere uygun hareket eden İslami bankacılık kuruluşları tarafından kaliteli düzenleyici sermaye bileşenlerinin sürdürülmesine dair rehberlik sağlamaktadır. Bu standartta katman-1 (adi öz kaynak katman-1 (CET1) ve ek katman-1'den (AT1) oluşan) ve katman-2 (T2) sermayenin Basel III kapsamında düzenleyici değişikliklere uyum sağlamasına ilişkin kriterler tanımlanmakta ve İslami finansal hizmetler sunan kurumların AT1 ve T2'ye dâhil edilmek üzere ihracat edebileceği Şer'i uyumlu araçların türü belirlenmektedir. Bu araçlar, müşâreke, mudârebe ve vekâlet sukuku gibi öz kaynağa dayalı sukuku içermektedir.

Basel III ve IFSB-15'in uygulamaya konulmasından sonra küresel sukuk piyasasında İslami bankalar düzenleyici sermaye şartlarını karşılamak için AT1 ve T2 sukuk ihracatları gerçekleştirmiştir. Daimi AT1 sukuk ihracatlarında KİK merkezli İslami bankalar (örneğin Abu Dabi İslam Bankası (ADIB), Dubai İslam Bankası (DIB), Al-Hilal Bank, Katar İslam Bankası ve Boubayan Bank) ön plana çıksa da Malezya, Türkiye, Pakistan ve Suudi Arabistan gibi çeşitli pazarlardaki diğer İslami bankalar da T2 sukuk ihracat etmektedir.

Sekil 2.5: Başlıca Standart Belirleyici Kurumlar



AAOIFI, est. 1990



İslami Finans Kurumları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (AAOIFI): İFK'lar için muhasebe, denetim, yönetim, etik ve Şer'i standartları hazırlayan uluslararası standart belirleyici kuruluştur. Haziran 2017 itibarıyla AAOIFI, 57 Şer'i standart, 27 muhasebe standardı, 5 denetim standardı, 7 yönetim standardı ve 2 etik ilke yayımlamıştır. AAOIFI şu anda eski standartları revize etmekte ve daha fazla yeni standart yayımlamak için çalışmalarını sürdürmektedir.

Sukuk piyasasının geliştirilmesine ilişkin roller: 2003'te AAOIFI, yatırım sukukunun ihracı ve alım-satımına ilişkin Şer'i kuralların ve bu sukukun türleri ve özelliklerinin açıklandığı 'Yatırım Sukukuna' dair 17 numaralı Şer'i standardı yayımlamıştır. Bu standartta yatırım sukuku yapıları, dayanak Şer'i sözleşmelere göre 14 kategoriye ayrılmaktadır. Bu standart, başta normalde likit olmayan ve yaygın olarak geleneksel muadilleri ile ilişkilendirilen sukuk olmak üzere İslami finans ürünlerinin gelişiminde bir paradigma kaymasına yol açmıştır.



IIFM, est.2001



Uluslararası İslami Finans Piyasası Kurulu (IIFM): İslami ürünlerin, dokümanların ve ilgili süreçlerin standardizasyonu için çalışmalar yürüten, İslami sermaye ve para piyasalarına ilişkin uluslararası standardizasyon kurumudur. IIFM, ISDA/IIFM Tahavvut (Hedging) Ana Anlaşması'nı oluşturmak için Uluslararası Takas ve Türev Ürünler Birliği (ISDA) ile birlikte çalışmıştır.

Sukuk piyasasının geliştirilmesine ilişkin roller: IIFM, birincil ve ikincil sukuk için likidite yönetiminde önemli bir rol oynayan Repo Alternatifleri ve Teminatlandırmaya Dair Referans Belge'yi yayımlamıştır.



IFSB, est. 2002



İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB): İslami finans sektörünün sağlamlığı ve istikrarını sağlamak için danışma ve denetim kurumlarına yönelik uluslararası standart belirleyici kurumdur. IFSB'nin çalışmaları, BCBS, IOSCO ve Uluslararası Sigorta Denetleyicileri Birliği (IAIS) tarafından yayımlanan standartları tamamlayıcı niteliktedir. IFSB, risk yönetimi, sermaye yeterliliği, kurumsal yönetim, şeffaflık ve piyasa disiplini ile ilgili standartlar yayımlar.

Sukuk piyasasının geliştirilmesine ilişkin roller: IFSB, sukuk ile ilgili aşağıdaki standartları yayımlamıştır:

- ✓ IFSB-7 (Sukuk Menkul Kıymetleştirme ve Gayrimenkul Yatırımına İlişkin Sermaye Yeterliliği Şartları)
- ✓ IFSB-15 (İslami Sigortacılık (Tekâful) Kuruluşları ve İslami Kolektif Yatırım Planları Hariç Olarak IFHK'ye Yönelik Revize Sermaye Standardı)
- ✓ IFSB-19 (İslami Sermaye Piyasası Ürünlerine (Sukuk ve İslami Kolektif Yatırım Planları) İlişkin Bildirim Şartlarına Dair Kılavuz İlkeler)

Kaynak: ISRA

Bu kuruluşlar sukuk piyasasının daha da büyümesini kolaylaştırmak için çeşitli standartlar belirlemiştir. Yine de bu standartlar sadece birkaç pazarda benimsendiğinden şu ana kadar küçük bir başarı elde edilmiştir. Ayrıca, özellikle piyasada mevcut olan çeşitli sukuk yapılarına ilişkin hukuki belgelerin standardizasyonu için daha fazla çaba gösterilmelidir. Bu standardizasyon, basitleştirilmiş belgelerin sağlanmasına katkıda bulunarak ihracçıları ve yatırımcıları geleneksel tahvillere yönlendiren ana caydırıcı faktör olarak değerlendirilen sukuk ihrac maliyetini düşürecektir. Bazı araştırmacılar, özellikle son Dana Gas olayından sonra sukuk yapılarının ve sukuka dair Şer'i kararların standartlaştırılması gerektiğini savunmaktadır (Ulusoy ve Ela, 2017). Standardizasyon, sukuk yapılarının karmaşık şartlarını anlamada şeffaflığı artıracak ve böylece piyasa güvenliğini güçlendirecektir.

2.4 SUKUK İHRACINDA YER ALAN TARAFLAR: ROLLER VE SORUMLULUKLAR

Farklı sukuk yapılarında, dayanak Şer'i sözleşmelere bağlı olarak farklı taraflar yer alır. Örneğin, ortaklığa dayalı sukukta (müşâreke ve mudârebe sukuku) girişimi yönetmek için bir yönetici, kiralamaya dayalı sukukta (icâre sukuku) bir kiralayan, bir kiracı ve bir borç yönetim vekili ve vekâlete dayalı sukukta (vekâle bi'l-istismâr sukuku) yatırım varlıklarını yönetmek için bir yatırım vekili olması gerekir.

Yine de herhangi bir genel sukuk ihracında Tablo 2.2 ve 2.3'te belirtilen taraflar yer alır. Tablo 2.2'de gerekli taraflar ve rolleri, Tablo 2.3'te de bir sukuk ihracında isteğe bağlı olarak yer alabilecek taraflar gösterilmektedir.

Tablo 2.2: Sukuk İhraçlarında Yer Alması Gereken Taraflar ve Roller

Taraflar	Rol ve Sorumlulukları
İhraççı	Sukuk sunan ve ihraç eden bir teşekküldür; yükümlü ve ÖAK olabilir.
Yükümlü:	Finansmana ihtiyaç duyan ve sukuk sahiplerine kupon ödemeleri yapmaktan ve vade sonunda ana parayı ödemekten sorumlu teşekküldür.
Kaynak kuruluş	Varlıkları ihraççı ÖAK'ya satan ve sukuk satışından elde edilen gelirleri alan teşekküldür. Yükümlü veya yükümlüyle ilişkili kurum da olabilir.
Sukuk sahibi	Sukuk belgesinin sahibidir. Birincil katılımcı veya ikincil yatırımcı olabilir.
Birincil katılımcı	Sukuk arzına katılımda bulunan ve ilk sahibi olan teşekkül veya şahıstır.
Özel amaçlı kuruluş	Normal vergi uygulanan pazarlarda (onshore) veya vergi cenneti olarak bilinen yerlerde (offshore) kurulmuş bir teşekküldür. Bu kurumsal teşekkül, varlıklara nominal olarak sahip olmak ve/veya vergi etkinliği ve varlık koruma gibi çeşitli amaçlarla sukuk ihracının ve yapısının diğer yanlarını kolaylaştırmak için kullanılır.
Şer'i danışman	Sukuk yapılarını Şer'i uyumluluk yönünden onaylayan resmi kurumdur. Sukukun ihraç edildiği kurumsal düzeyde ve/veya merkezi düzeyde (örneğin SC'nin SDK'sı) görev yapabilir.
Düzenleyici kurum	Devletin onay kurumudur. Tüm sermaye piyasası arzları düzenleyici bir kurum tarafından onaylanmalı veya muaf tutulmalıdır. Genellikle, sukuk arzı için bir ana düzenleyici kurum olur (düzenleyenin ülkesinde), ancak uluslararası para birimlerinde yapılan ihraçların ilgili düzenleyici kurumlarca onaylanması gerekir.
Kredi destekleyicisi	Garanti sağlayan veya kredi derecesinin artırılmasını sağlayan bir üçüncü taraf (örneğin bir devlet kurumu, banka veya tekâfül şirketi) veya ilişkili bir taraftır (holding şirketi).
Yatırım bankası	Baş düzenleyici (sukuk arzını düzenleyen, ihraççıya/yükümlüye piyasa koşulları konusunda danışmanlık yapan ve pazarlama da dâhil olmak üzere arzı koordine eden), bir derecelendirme danışmanı (nasıl optimum bir derece alınacağına dair danışmanlık yapan), bir talep toplayıcı (fon toplama işini yöneten, potansiyel yatırımcılarla ilişki kuran, fiyatlandırma, piyasa koşulları ve iştahına dair rehberlik yapan ve sukuk talebini ve siparişlerini izleyen) ve bir baş yönetici (sukuk ihracına ilişkin olarak güven sağlayan önemli bir katılımcı) olarak hareket eden tek bir yatırım bankası ve küçük bir grup yatırım bankasıdır.
Yediemin	Önceden kararlaştırılan talimatlara göre hareket eden ve sukuk varlıklarını sukuk sahipleri adına elinde tutan profesyonel bir firma veya bir bankanın ya da hukuk firmasının bir birimidir.

İhraç temsilcisi	Yatırımcı hesaplarına kâr ödemelerinin yapılması ve ihraç tutarının ödenmesi gibi sukuk yapısının operasyonel hususlarını yöneten profesyonel bir firma veya bir bankanın ya da hukuk firmasının bir birimidir. İhraç temsilcisi aynı zamanda menkul kıymet vekili/yediemini olarak da görev görebilir.
Menkul kıymet vekili/yediemini	Sukuk anlaşması kapsamında menkul kıymetleştirilen/teminatlaştırılan varlıkları yöneten profesyonel bir firma veya bir bankanın ya da hukuk firmasının bir birimidir (sukuk sahipleri yararına belirli menkul kıymet varlıkları elinde tutan ve temerrüt durumunda tüm ipotek veya diğer teminatları paraya çeviren).
Kredi derecelendirme kuruluşu	Kredi riskine dair görüşlerini sunan ve işlemin taraflarını ve yapıyı inceleyen, önceden onaylanmış profesyonel bir firmadır. Kredi derecelendirme görüşleri, ihraçtan sonra veya bir süre sonra verilir ve sukukun süresi boyunca güncellenir.
Hukuk danışmanı	Hukuki ve düzenleyici şartlara dair danışmanlık hizmeti (yapıya ve uygulanabilirliğe dair hukuki görüş ve zorunlu olabilecek hukuki teknik değerlendirme ve ticari konularda rehberlik) veren bir hukuk firmasıdır.

Kaynak: ISRA (2017)

Tablo 2.3: Sukuk İhraçlarında Yer Alabilecek Taraflar ve Roller

Taraflar	Rol ve Sorumlulukları
Kotasyon/kayıt görevlisi	Kotasyon, bir borsanın resmi listesine dâhil edilmek demektir. Kotasyonun gerçekleşmesi için sürekli bilgilendirme yapılıyor olması gerekir. Kayıt memuru sukuk sahiplerinin isimlerini kaydeder. Ancak tüm sukuklar kote edilmez.
Piyasa yapıcı	Küçük miktarlarda hazır sukuk alım ve satımı yapılmasını kolaylaştırmak için elinde sukuk bulunduran yatırım bankalarıdır.
Finansal korumacı	Sukukun nakit akışının karşılanmasını sağlamak için nakit akışlarına dair koruma sağlayan bir banka veya bir grup banka (örneğin yabancı para akışı için yerel para biriminde veya dalgalı kurda sabit kurla).
Sigortacı	Arz edilen ancak iştirak edilmemiş bir miktar sukuk satın alarak sukuk arzını sigortalayan yatırım bankalarıdır. Başarılı sukuk ihraçlarında genellikle ön satış yapıp fazla talep alınarak sigortalama riski azaltılır.
İkincil yatırımcı	Bir sukuk sahibi olan ve birincil iştirakçiler tarafından ikincil piyasada alınıp satıldıktan sonra sukuku satın alan bir kurum veya şahıstır.

Kaynak: ISRA (2017)

2.5 SUKUK İÇİN ŞER'İ DANIŞMA KURULLARININ OLUŞTURULMASININ ÖNEMİ

İslami bir finans aracı olarak sukuk, yapılandırma, ihraç ve alım-satım dâhil olmak üzere her aşamada katı Şer'i kural ve şartlara uygun olmalıdır. Sukuku tahvillerden ve sabit getirili menkul kıymetlerden ayıran özelliklerinin korunmasında Şer'i uyumluluk esastır. Şer-i şartların karşılanmasındaki herhangi bir ihlal, sukuk piyasasının büyümesini olumsuz yönde etkileyecektir. Sonuç olarak, başlangıç ve kavramsallaştırmadan vade dolumuna kadar sukukun gelişiminin farklı aşamalarında gözetim işlevini yerine getiren sağlam bir Şer'i yönetim çerçevesi (ŞYÇ) kurulması zorunludur. Şer'i danışmanlık açısından Şer'i denetimi ve Şer'i kontrol ve denetim işlevlerine ilişkin bir rol vardır. En önemlisi, Şer'i uyumluluğun etkili ve bağımsız gözetimini sağlamak için bir Şer'i danışma kurulu oluşturulmalıdır. Kutu 2.1'de, AAOIFI Şer'i Komitesi tarafından belirtildiği üzere Şer'i danışma kurulunun sukuk ile ilgili rolleri açıklanmaktadır.

Kutu 2.1: Sukuk Yapılarında Şer'i Danışma Kurulunun Rolüne Dair AAOIFI Kararı

AAOIFI'nin Şer'i Komitesi, 3 oturumdan oluşan çalışmasından sonra sukuk ihracına ilişkin Şer'i yönetim ile ilgili olarak aşağıdaki kuralları yayımlamıştır:

- (i) Medine, 27 Haziran 2007
- (ii) Mekke, 8 Eylül 2007
- (iii) Bahreyn, 13-14 Şubat 2008

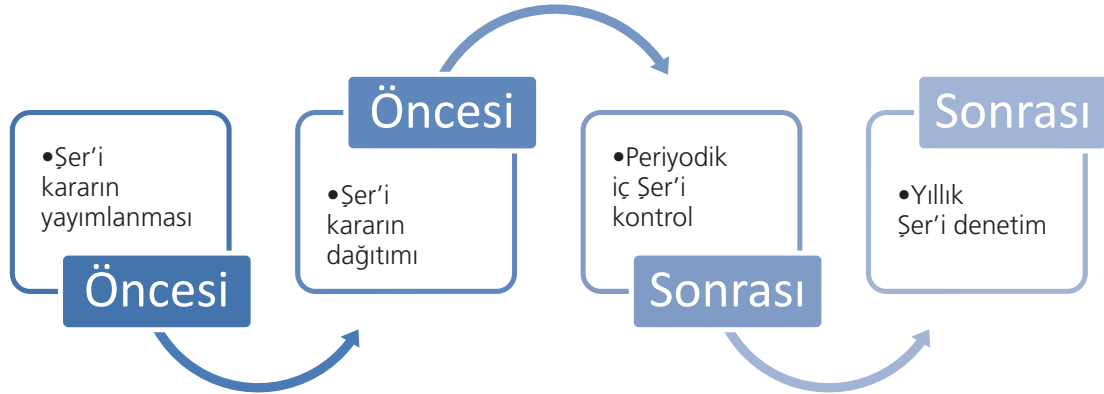
Şer'i denetim kurulları rollerini, sukuk yapılarının caizliğine dair fetva yayımlanması ile kısıtlamamalıdır. Bu kurullar, fiili işlemle ilgili tüm sözleşme ve dokümanları dikkatle gözden geçirdikten sonra fiili uygulama yollarını denetlemeli ve işlemin her aşamasında Şer'i Standartlar'da belirtildiği gibi Şer'i kurallara ve şartlara uygun olmasını sağlamalıdır. Sukuk gelirleriyle yapılan yatırımda ve Şer'i uyumlu yatırım yöntemlerinden biri kullanılarak gelirlerin varlıklara dönüştürülmesinde AAOIFI Şer'i Standart No. 17'deki Madde (5/1/8/5)'e uyulmalıdır.

Kaynak: ISRA (2017)

2.5.1 ŞER'İ YÖNETİŞİM ÇERÇEVELERİ VE MERKEZİ BİR ŞER'İ YÖNETİŞİM ÇERÇEVESİ

IFSB, Şer'i yönetimi, İFHK'nin Şekil 2.6'da açıklanan süreçlerden her birine ilişkin olarak "Şer'i yönetimin etkili ve bağımsız bir gözetiminin gerçekleştirilmesini sağladığı kurumsal ve organizasyonel düzenlemeler" olarak tanımlamaktadır.

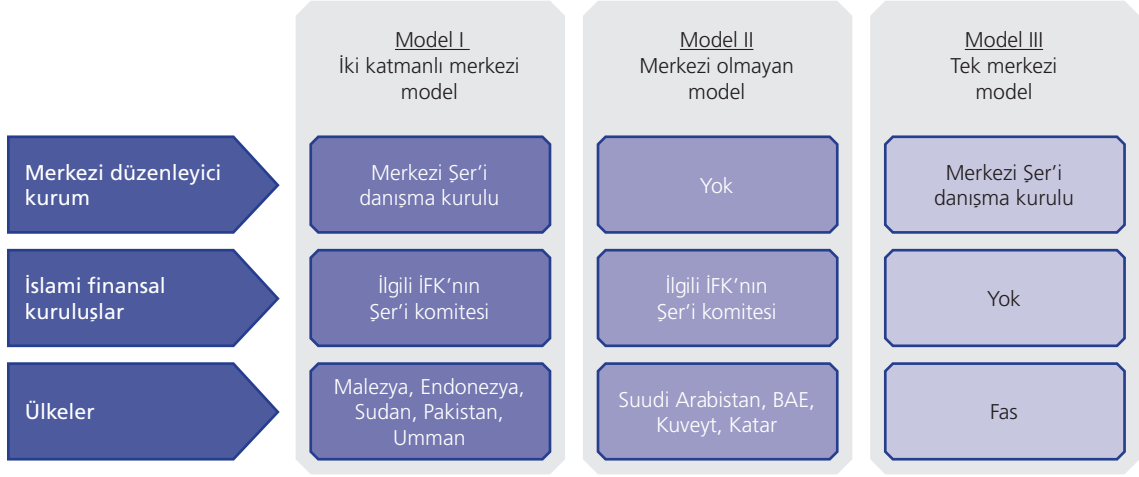
Şekil 2.6: Şer'i Yönetişim Süreçleri



Kaynak: IFSB (2009)

İslami finansın Şer'i ilkelere bağlılığı büyük oranda Şer'i yönetiminin kendisinin etkinliğine bağlı olduğundan Şer'i yönetim, sektörün düzenleyici ve denetleyici altyapısının belkemiği olarak değerlendirilmektedir. İslami finansın adil, rekabetçi ve şeffaf bir şekilde yürütülmesi ve yatırımcıların çıkarlarının desteklenmesi için canlı ve etkili bir Şer'i yönetim sistemi şarttır. Çeşitli ülkeler, Şer'i yönetimde farklı kurumsal yapılar benimsemektedir. Şekil 2.7'de açıklandığı gibi çeşitli pazarlarda en az 3 model mevcuttur.

Sekil 2.7: Şer'i Yönetişim Modelleri



Kaynaklar: BNM ve ISRA

2 katmanlı merkezi modeli uygulayan ülkelerde merkezi düzenleyici kurumun ŞDK'sı, ihraçtan önce tüm sukuk yapılarını onaylamalıdır. Örneğin Malezya'da, sukuk da dâhil olmak üzere İSP ürünleri ve araçlarında tüm Şer'i konular, SC'de görev yapan ŞDK'nın yetki alanına girmektedir. Başlangıçta, sukuk yapıları ilgili İslami bankaların ve finans kuruluşlarının Şer'i komiteler veya tescilli Şer'i danışmanlar tarafından onaylanmalıdır. SC tarafından onaylanan iftası gelmemiş sukuk yapılarının kullanıldığı ve piyasada ulusal para (UP) biriminde ihraç edilen sukuktaki arz tarihinden en az 10 iş günü önce ihraççının gerekli tüm dokümanları ŞDK tarafından onaylanması için SC'ye sunması gerekir. Ancak, yeni yapıları veya mevcut yapılarda yapılan değişiklikleri içeren ihraçlarda detaylı bir değerlendirme yapılmasını sağlamak için ŞDK'ya yapılacak ibrazdan önce SC'ye danışılmalıdır.

Merkezi olmayan Şer'i yönetişimin uygulandığı ülkelerde ticari bankalar veya yatırım bankaları, özel bir ulusal düzenleyici gözetim yapılmadan sukuk yapılarının Şer'i uyumluluğuna dair görüşlerini sunmak için seçkin âlimlerden oluşan kendi Şer'i danışma komitelerini görevlendirirler. Buna karşılık, tek merkezi modelde yalnızca düzenleyici seviyede merkezi bir ŞDK bulunmaktadır. Yine de Şer'i onay verilmesi gereken sukuk yapılarının miktarı göz önünde bulundurulduğunda bu model, pratiklik açısından belirsizliğini korumaktadır.

Analizimize göre, 2 katmanlı merkezi Şer'i yönetim uygulayan ülkeler, sukuk piyasasının hızla büyümesini kolaylaştırmış ve sukuk yapılarının Şer'i uyumluluğu bakımından sektöre daha fazla açıklık ve şeffaflık sağlayarak standardizasyonu geliştirmiştir. Bu, sukuk piyasası olgun hale gelen Malezya'da açıkça görülmektedir. Bu model, ülkenin düzenleyici ve denetleyici çerçevelerinin yerleşik rejimini asla sekteye uğratmamıştır.

2.6 SUKUK İÇİN ELVERİŞLİ BİR ORTAM OLUŞTURMANIN ÖNEMİ

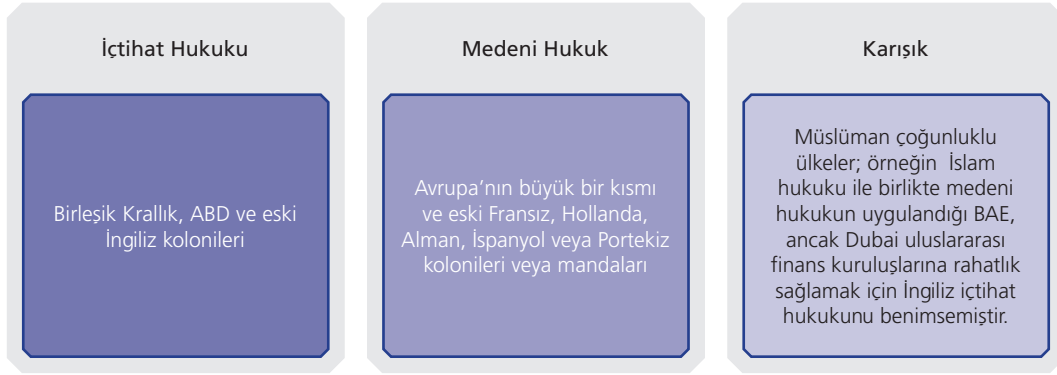
Sukuk piyasasını geliştirmek isteyen çoğu ülke, sukuk ihracını destekleyen ve yatırımcıları koruyan elverişli bir ortam oluşturmaya çalışmaktadır. Özellikle, uluslararası standartlara ve en iyi uygulamalara uygun olarak kolaylaştırıcı bir hukuki ve denetleyici çerçeve oluşturmak için çalışmalar yürütmektedirler.

2.6.1 HUKUKİ

Sukuk da dâhil olmak üzere sermaye piyasası işlemleri, genellikle İslam hukukunun değil geleneksel finansın tâbi olduğu kanun ve düzenlemelerin kapsamına girmektedir. Sözleşme maddelerinin çoğu, genellikle geleneksel uygulamalarla karşılaştırılır ve sukuk dokümanları genellikle Şer'i uyumluluğu yansıtmakta ve Şer'i hükümlere tâbi olmamaktadır.

Genel olarak, 3 tür hukuki sistem mevcuttur: İctihat hukuku (Anglo-Sakson), medeni hukuk (Kıta Avrupası) ve İslam hukuku. Çoğu ülke içtihat hukuku veya medeni hukuk sistemini benimseme eğilimi gösterir veya hem içtihat hem de medeni hukukun çeşitli yanlarını içeren hukuk sistemlerine sahiptir. Müslüman çoğunluklu birçok ülke özellikle kişiler arası konularda (örneğin evlilik, boşanma, aile hukuku, miras) ve ceza hukuku bağlamında İslam hukukunu geleneksel hukuki çerçevelerine bir dereceye kadar dâhil etme eğilimi göstermektedir. Ticari işlemler ise ilkesel olarak İslam hukukuna tâbi değildir. Şekil 2.8'de bu hukuk sistemlerinin uygulandığı örnek ülkeler verilmektedir.

Şekil 2.8: Hukuk Sistemlerinin Türleri ve Uygulandığı Ülkeler/Bölgeler



Kaynak: ISRA

İctihat Hukuku ve Medeni Hukuk – Tröst Hukukunun Tanınması

Bir ülkede finansal gelişim düzeyini açıklayan temel faktörlerden biri, ülkenin hukuk sistemi ve kanunlarının değişen ekonomik şartlar karşısında uyarlanabilirliğidir. Muhtemelen, içtihat hukukuna dayalı hukuk sistemleri, değişen ve gelişen koşullara yanıt verme bakımından genellikle daha esnektir çünkü kurallar, içtihat birliği (daha önce karar verilen davalar veya emsal davalar) doktrinine göre değiştirilebilir. Yasama meclisi tarafından yayımlanan kanun ve düzenlemelere dayanan ve yalnızca yasama meclisi tarafından değiştirilebilen medeni hukuk (Kıta Avrupası) sisteminde resmi bir prosedürle uygulamaya konup mahkemeler için bağlayıcı olarak değerlendirilen bu değişiklikler daha zor, zaman alan ve maliyetli bir şekilde gerçekleştirilir.

Yeni davalar karşısında içtihat hukuku sisteminin esnekliği ve yeni kurallara uyarlanabilirliği, İslami finansın gelişimini kolaylaştırabilir. Grassa ve Gazdar (2014) tarafından yapılan bir çalışmada içtihat hukuku ve İslami hukukuna dayalı karışık hukuk sistemlerine sahip ülkelerin İslami finans sektörünün gelişimi için uygun olduğu teyit edilmektedir. Diğer yandan, medeni hukuk ve İslam hukukuna dayalı karışık hukuk sistemlerine sahip ülkeler, eski kanunlarında değişiklikler yapılması bakımından daha az esnektir ve İslami finansın gelişimini kaçınılmaz olarak engellemektedir. Said ve Grassa (2013) tarafından yayımlanan başka bir çalışmada içtihat hukuku ve İslam hukukunun karışık olarak uygulandığı ülkelerin gelişmiş sukuk piyasalarına sahip olduğu ortaya konulmaktadır.

Sukukla ilgili temel bir hukuki konu, dayanak varlıkların mülkiyetinin sukuk sahiplerine devridir. İctihat hukukunun uygulandığı yerlerde tröst ve yararlanma hakkı kavramları tanınırken medeni hukuk sistemlerinde yalnızca tek bir tarafın mülkiyeti tanınmaktadır. Örneğin, medeni hukuk ve İslam hukukunun uygulandığı KİK ülkelerinde hukuki mülkiyet ve faydalanma hakkı veren mülkiyet arasındaki ayırım tanınmamaktadır. Bu, varlık bazlı bir sukuk yapısında hukuki devre ilişkin ipotek vb. takyidatı kaldırmadan kaynak kuruluştan ÖAK'ya varlıklara ilişkin yararlanma hakkının devrinde sorun yaratır. Sonuç olarak, "gerçek satışa" dayalı gerçek varlık devrinde (yani hukuki mülkiyet devri) sukuk yatırımcıları bir temerrüt durumunda dayanak varlıklara (varlığa dayalı sukuk) başvurabilirler. Aksi takdirde yatırımcılar yalnızca yükümlüye başvurabilirler (varlık bazlı sukuk).

Varlık bazlı sukuk yapılarında sukuk mülkiyeti, içtihat hukuku sistemlerinde yaygın bir şekilde kullanılan bir tröst aracılığıyla gerçekleşir. Bir tröst anlaşması kapsamında ÖAK, bir yediemin olarak varlığı satın alır ve varlıklara ilişkin olarak yararlanma hakkına sahip olan yararlanıcıların (sukuk sahipleri/yatırımcılar) lehine sukuk varlıklarını kapsayan bir tröst ilan ederek onlara varlıklardan, kullanım haklarından ve/veya yatırımlardan nakit akışı alma hakkı tanır. Bu yüzden tröst varlıkları, dayanak varlıkların yanı sıra ilgili hak ve yükümlülüklerden oluşur. Kredi derecesinin artırılmasının bir yolu olarak bu sukuk yapıları genellikle sukukun itfası üzerine veya temerrüt durumunda yatırımcıların yararlanma hakkı, yatırım veya ortaklığa ilişkin mülkiyetini veya yükümlünün varlıkları geri satın almaya yönelik bir taahhüdünü içerir. Bu satın alma taahhüdü, sukukun finansal yükümlülüklerinin ödenmemesi durumunda kaynak kuruluşa karşı sahip olunan akdi haklara benzerdir. Bu durumda yatırımcılara sağlanan korunma düzeyi, uygulanan sözleşmenin türüne ve sukuk yapısının koşul ve şartlarına bağlıdır. Tablo 2.4'te varlık bazlı ve varlığa dayalı sukuk yapılarının temel hukuki, finansal ve risklerle ilgili sonuçları özetlenmektedir.

Medeni hukukun uygulandığı ve tröstlerin oluşturulmasına kolaylıkla izin verilmeyen yerlerde sukuk işlemlerinin yerel kanunlara göre gerçekleştirilmesini sağlamak için alternatif yapılar ortaya çıkmaya başlamıştır.

Tablo 2.4: Varlık Bazlı ve Varlığa Dayalı Sukuk

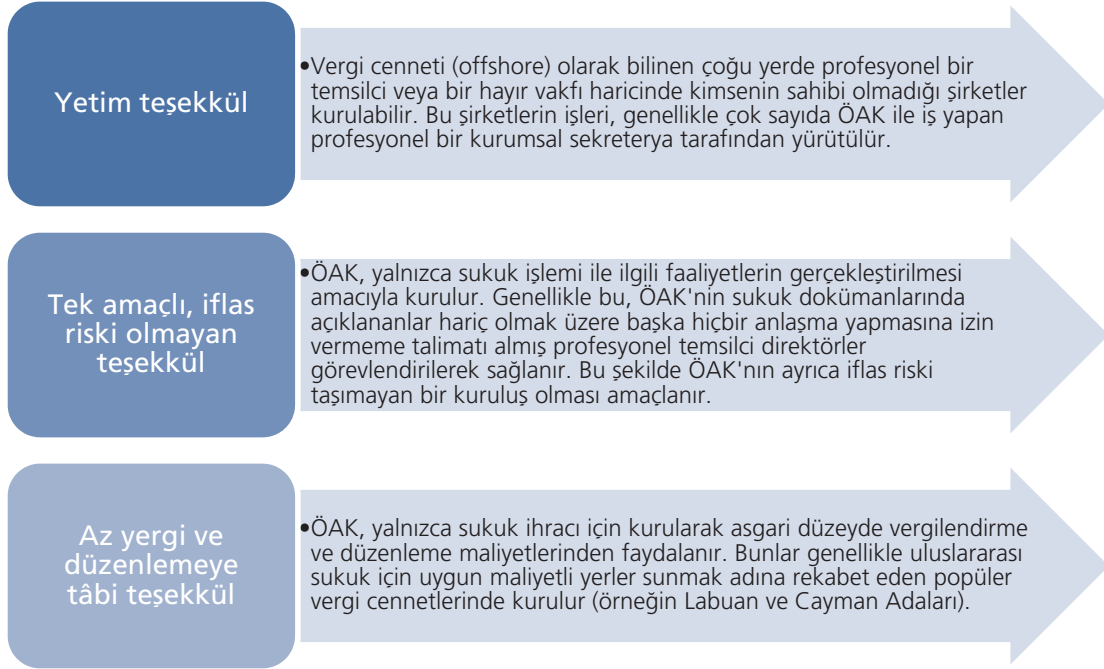
Sonuç	Varlık bazlı	Varlığa dayalı
Hukuki- varlıkların mülkiyeti	- Kaynak kuruluş/yükümlü, varlıkların kullanım haklarını yatırımcılara devreder. - Hukuki mülkiyet ise kaynak kuruluş/ yükümlüde kalır. - Bir temerrüt durumunda yatırımcılar kaynak kuruluşa/yükümlüye başvururlar.	Varlıkların hukuki mülkiyetinin kaynak kuruluş/yükümlüden üçüncü bir tarafa (genellikle bir ÖAK) devri.
Finansal- nakit akışı kaynağı	Yapılandırma mekanizması kaynak kuruluş/yükümlünün kredi değerliliğini artırabilir olsa da kaynak kuruluş/ yükümlünün ana faaliyetlerin dayandır.	Varlıkların oluşturduğu nakit akışına göre.
Risk – temerrüt	Yatırımcılar kaynak kuruluşa/ yükümlüye başvururlar.	Yatırımcılar varlıklara ve tasarruf haklarına başvururlar.

Kaynaklar: ISRA ve RAM

ÖAK – Ülke Düzeyinde Sukuk Mekanizmaları/Yapıları Arasındaki Farklılıklar, Hukuki Açıdan Kabul Edilebilirlik

Sukuk yapılarında genellikle ÖAK (özel amaçlı kuruluş), ÖAŞ (özel amaçlı şirket) veya ÖAT (özel amaçlı teşekkül) olarak bilinen ve bir vekil veya yediemin olarak sukuk sahipleri adına sukuk varlıklarını elinde bulunduran bir tüzel kişi görev yapar. Böyle bir kurum oluşturulurken genellikle tercih edilen mekanizma tröst kanunlarıdır. Bir ÖAK'nın özellikleri Şekil 2.9'da gösterilmektedir.

Şekil 2.9: ÖAK'ların Özellikleri



Kaynak: ISRA (2017)

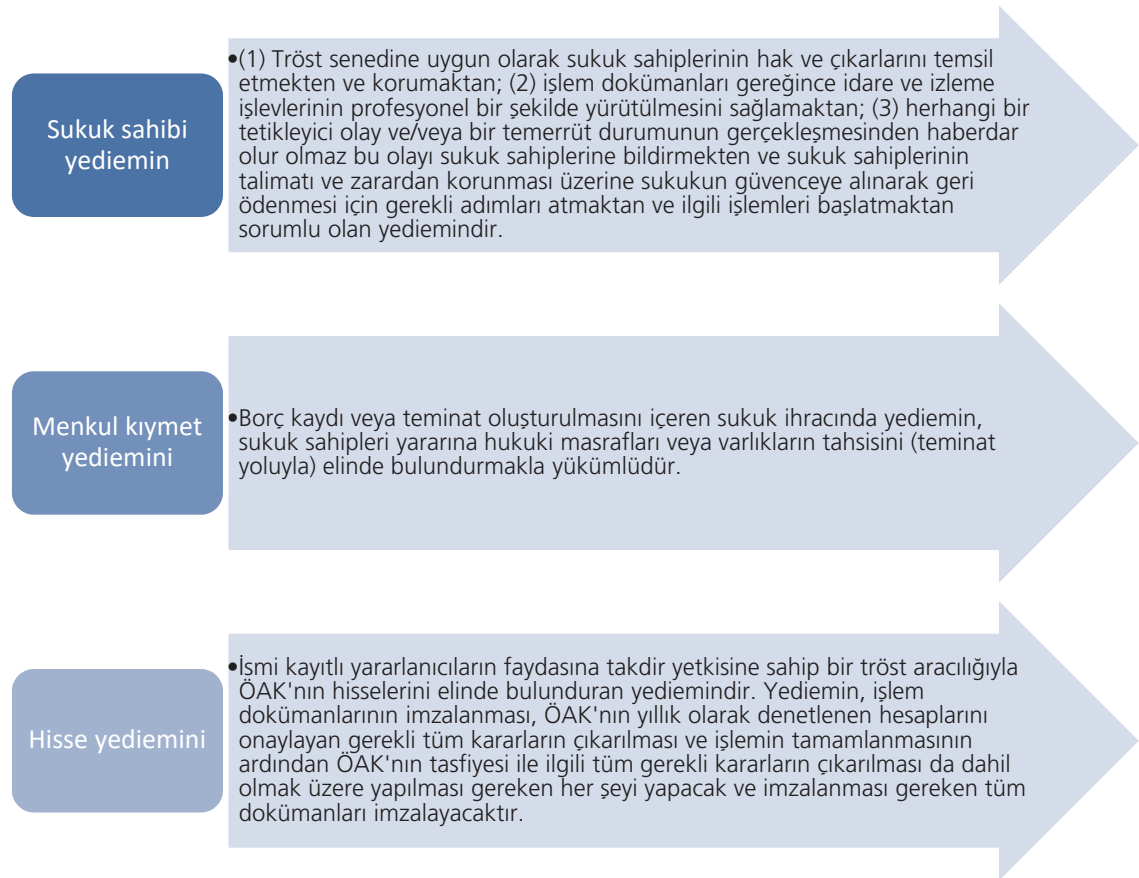
Önceki alt bölümde belirtildiği gibi içtihat hukukunun uygulandığı yerlerde ihraç edilen sukukun hâkim yapıları, bir ÖAK'nın kurulmasıyla bir tröst anlaşmasına dayanmaktadır. Tröst ve kullanım hakkı veren mülkiyet kavramlarının tanındığı ve dolayısıyla mülkiyetin birden fazla tarafa ait olmasına izin verilen (hukuki mülkiyet ve kullanım hakkı) içtihat hukukunun aksine medeni hukukta yalnızca bir tarafın mülkiyetine izin verilir. Dolayısıyla bu ülkelerde/bölgelerde sukuk, yerel mevzuatın oluşturulmasıyla çeşitli alternatif yapılarda ihraç edilir. Örneğin Türkiye'de, Sermaye Piyasa Kurulu'nun düzenlemelerine tâbi olan bir tür ÖAK olarak değerlendirilen varlık kiralama şirketlerinin kurulmasına olanak tanıyan özel kanunlar çıkarılmıştır. Bu varlık kiralama şirketleri özellikle icâre yapısı kapsamında yatırımcılara sertifikaların ihraç edilmesini sağlamak için kurularak bu şirketlerin varlıkların satın alımını finanse etmeleri ve yükümlüye geri kiralamaları mümkün olur.

İçtihat hukukunda tröst kavramına benzer olan finansal tröst kavramını uygulamaya koyan Umman da başka bir örnektir. Bu düzenleme kapsamında, bir tröst aracı ile oluşturulan bir finansal tröst, tröst mülklerinin hukuki mülkiyetini yediemine devreder ve böylelikle ÖAK'nın sukuk yatırımcıları yararına tröstün mülklerini elinde bulundurması sağlanır (Curtis, 2013). Diğer Körfez ülkelerinde "yerel bir menkul kıymet acentesi" ile anlaşmalar yapılarak menkul kıymeti kopyalamak için mekanizmalar geliştirilmiştir. Bu acenteler genellikle itibarlı yerel finans kuruluşlarıdır, ancak yedieminlerin emanet sorumluluklarına sahip değildirler. Bu acenteler ayrıca yerel varlıkların satın alımında da önemlidir: Çoğu ülkede/bölgede bu varlıklar yabancı vatandaşlara satılamaz (Howladar, 2006).

Yedieminin Rolü

Daha önce de bahsedildiği gibi tröst kavramı, sukuk yapılandırmasında önemli bir unsur olmuştur. Sukuk yapılarındaki tröst, genellikle usulüne göre tescil edilmiş bir yediemin heyeti veya kurumu tarafından yönetilir, ancak sukuk ihraççısı/ÖAK sukuk yapısında kendisini yediemin olarak görevlendirebilir. Yedieminin yetkileri, hakları ve sorumlulukları normalde tröst senedinde belirtilir; bu yüzden bu hak, yetki ve sorumlulukları kullanırken makul derecede bir beceri ve özen göstermek yedieminin görevidir. Yedieminin ana işlevi, sukuk sahiplerinin çıkarlarını korumaktır. Dolayısıyla yediemin, sukukun hüküm ve şartlarının veya tröst senedinin hükümlerinin ihraççı tarafından ihlal edilip edilmediğini veya bir temerrüt durumunun meydana gelip gelmediğini tespit etmek için her zaman makul derecede özen göstermelidir. Bu tür durumlarda yararlanıcılara düzgün bir şekilde bildirimde bulunulmalıdır. Yediemin, vade dolumuna kadar tüm sukuk işlemini yöneten bir aracı kuruluş veya kayyum rolünü de kapsayacak şekilde görev yapabilir veya gerektiğinde bir arabulucu görevi görebilir (Hasan ve diğerleri, 2012). Yediemin, Şekil 2.10'da gösterildiği gibi işlevine bağlı olarak 3 türde sınıflandırılabilir.

Şekil 2.10: Yediemin Türleri



Kaynak: Hasan ve diğerleri (2012)

2.6.2 DÜZENLEYİCİ

Genelde farklı hukuk sistemlerinde çeşitli derecelerde benimsenen 3 geniş kapsamlı düzenleme yaklaşımı bulunmaktadır. Bunlar: (i) Piyasada dolandırıcılık ve ilgili istismar eylemlerini engelleyen dolandırıcılık ve istismar önleme yaklaşımı; (ii) düzenleyici kurumun müdahale ederek yatırımcıları yatırımın nispi esasları hakkında uyardığı değer yaklaşımı ve (iii) piyasa işlemlerinin adil bir şekilde gerçekleştirilmesine yönelik adil işlem yaklaşımıdır (ISRA, 2015). Çoğu ülkede/bölgede, bu ilkelere dayalı yaklaşımlarla İSP işlemleri düzenlemeye tâbi tutulmaktadır. Bunlar, yatırımcıların korunması, piyasaların adil, etkin ve şeffaf olmasının sağlanması ve sistemsel riskin azaltılması olmak üzere İslami menkul kıymetlerin düzenlenmesi için de geçerli olan IOSCO'nun menkul kıymet düzenlemesine dair temel ilkelerine uygundur. Kutu 2.2'de açıklandığı gibi IOSCO'nun (2004) İslami Sermaye Piyasası Bulgu Raporu'nda bir İSP'nin oluşturulmasına ilişkin olarak ayrı bir düzenleme belirtilmemektedir. Ancak, İSP'yi düzenleyecek uygun bir Şer'i yönetim çerçevesinin oluşturulması tavsiye edilmektedir.

Kutu 2.2: IOSCO'nun İSP'lerin Düzenlenmesine Dair Yaklaşımı

...geleneksel menkul kıymetlerin düzenlenmesine ilişkin çerçeve ve ilkeler, İSP için de **eşit derecede geçerlidir ve ek olarak bir tür Şer'i onay veya sertifikasyon süreci uygulanır**. Bu, İSP'nin büyümesi için iyiye işaretir çünkü **İSP için ayrı düzenleyici ilkeler oluşturulmasına gerek olmadığı** anlamına gelir. Dolayısıyla, IOSCO'nun menkul kıymetlerin düzenlenmesine dair ilkeleri ve amaçları İSP için uygulanabilir. Bu bağlamda İSP, daha geniş menkul kıymetler piyasasında bir ürün sınıfı olarak algılanabilir [koyuluklar eklenmiştir].

Kaynak: IOSCO (2004)

Bu amaçla, çoğu ülke/bölge, özellikle İSP veya sukuk işlemleri için yeni kanunlar ve düzenlemeler çıkarmak yerine gerekli değişiklikleri yaparak mevcut kanun ve düzenlemelerini Şer'i (İslam hukukuna) uyumlu hale getirmiştir. Dolayısıyla, çoğu ülkede/bölgede sukuk için 2 katmanlı düzenleyici yaklaşım uygulanabilir:

- Borç sermaye piyasasının tâbi olacağı ve hem geleneksel tahvillerin hem de sukukun ihracını kolaylaştıracak tek bir mevzuat.
- Sukuk ihracını düzenleyen özel kılavuz ilkeler. Örneğin Malezya'da SC, *Sukuk Kılavuz İlkeleri*'ni yayımlamış (Ağustos 2014) ve daha sonra bunların yerine *Başvur ve Piyasaya Sür Çerçevesi Kapsamındaki Kote Olmayan Sermaye Piyasası Ürünlerine Dair Kılavuz İlkeler* (Haziran 2015) ve *Perakende Yatırımcılara Özel Borçlanma Senetleri ve Sukuk İhracına Dair Kılavuz İlkeler* (Haziran 2015) çıkarılmıştır.

Sukukun gelişimini daha da teşvik etmek için birçok ülkede/bölgede tahviller ve sukuk için eşit şartlar sağlamak amacıyla vergi düzenlemelerinde değişiklikler yapılmıştır. Sukuk piyasasını daha da geliştirmek için vergi teşvikleri sağlanarak yerli ve yabancı ihraççılar piyasaya çekilmektedir. Tablo 2.5'te seçilen ülkelerin sukuk ihraçlarını kolaylaştırmak amacıyla gerçekleştirdiği çeşitli vergisel değişiklikler gösterilmektedir.

Tablo 2.5: Sukuku Teşvik Etmek için Yapılan Vergisel Değişiklikler

Ülke	Vergisel Değişiklikler
Malezya	1967 tarihli Gelir Vergisi Yasası'nda vergi tarafsızlığı öngörülmektedir. 2020'ye kadar Malezya Uluslararası İslami Finans Merkezi (MIFC) kapsamında ihraç edilen İslami menkul kıymetler, damga vergisinden muaftır. - ÖAK'lar, idari vergi prosedürlerinden muaftır. - Sukuk ihracında katlanılan giderler, vergiden düşülebilir. - Yabancı kurumların sukuk ihraç etmesini veya sukuka yatırım yapmasını teşvik etmek için stopaj vergilerinin kaldırılması.
Hong Kong	- Sukuk, vergi ödemeleri bakımından geleneksel tahvillerle aynı şekilde muamele görmektedir. - Perakende sukuka yatırım yapan bireysel yatırımcılara vergi indirimleri sağlanmaktadır. 2013 tarihli İç Gelir ve Damga Vergisi Mevzuatı kararıyla sukuk ihracından önce uygulanan ek kâr vergisi ve damga vergisi ücretleri kaldırılmıştır.
Nijerya	- İhraç edilen tüm sukuk kategorileri, Şirketler için Gelir Vergisi, Kişisel Gelir Vergisi, Katma Değer Vergisi, Sermaye Kazançları Vergisi ve Damga Vergisi'nden muaftır. - Sukuk sahipleri, stopaj vergisinden, eyalet ve federal gelir vergisinden ve sermaye kazançları vergisinden muaftır.
Güney Afrika	- Hükümet, müşâreke, murâbaha ve mudârebe sözleşmelerinin diğer geleneksel sözleşmelere eşdeğer olarak tanındığı 2010 tarihli Vergilendirme Kanunlarında Değişiklik Yasası'nda, bu sözleşmelerin kullanımının azaltılmasına yönelik olarak vergi tarafsızlığı kanunlarını uygulamaya koymuştur. 2011'de bu yasa kapsamında devlet sukuku da tanınmıştır.
Birleşik Krallık	2007 tarihli Finans Kanunu ile uygulamaya konan Alternatif Finans Yatırım Tahvili'nde sukuk, sertifikaların devri halinde KDV ve damga vergisinin kaldırılması amacıyla 'menkul kıymet' olarak kabul edilmektedir.
Türkiye	- Sukuk için stopaj vergisi azaltılarak vergi muafiyeti veya avantajlı bir vergi uygulaması sağlamak için 2011'de 6111 sayılı Kanun çıkarılarak icâre sukuku ihracına ilişkin olarak vergi tarafsızlığı sağlanmıştır. 2016'da Damga Vergisi Kanunu, KDV Kanunu ve Ücretler Kanunu'nda değişiklik yapılması hakkında bir kanunla vekâlet, murâbaha, mudârebe ve istisna olarak bilinen diğer sukuk yapıları için vergi tarafsızlığı sağlanmıştır.
Endonezya	- Sukuk da dâhil olmak üzere devlet tahvillerine ilişkin faiz ödemeleri için uygulanan stopaj vergisi kaldırılmıştır. 2016'da Endonezya Finansal Hizmetler Kurumu (OJK), kurumsal sukuk ihraçları için daha düşük tescil ücretleri uygulanmasını öngörmüştür.

Kaynak: ISRA ve RAM tarafından farklı kaynaklardan derlenmiştir.

2.6.3 DENETLEYİCİ

Etkili bir denetleyici çerçevenin rolü, disiplin, kontrol ve asgari ihtiyatlı idare standartlarını sağlamaktır. Düzenleyici ve denetleyici çerçeve, ilgili ülkelerdeki/bölgelerdeki düzenleyici kurumların belirli alanlarda görev yapmak için uygulamaya koyduğu çeşitli çerçeveleri kapsamaktadır: Sermaye piyasası aracı kurumlarının lisanslandırılması, kabul edilebilir piyasa yönetimi için şartlar, Şer'i uyum şartları, Şer'i danışmanların tescil edilmesi, bilgilendirme, kurumsal yönetim ve şeffaflık şartları ve menkul kıymetler borsası ve emtia borsası gibi sağlam bir altyapının oluşturulması. Bu çerçeveler, genellikle devlet kurumları, düzenleyici kurumlar, borsa kurumları ve sektör birlikleri gibi farklı kurum ve kuruluşların işbirliği yapmasıyla oluşturulur. Bunlar, belirli amaçları gerçekleştirmek için çıkarılan özel kılavuz ilkeler şeklinde de olabilir. Örneğin, Başvur ve Piyasaya Sür (LOLA) Çerçevesi (Haziran 2015) kapsamında SC tarafından belirlenen şartlar şunları içermektedir:

- Başvuru şartları.
- Sukuk daveti, arzı, iştiraki, satın alımı ve ihracına ilişkin şartlar.
- Ringgit ve yabancı para (YP) birimlerinde sukuk.
- SSY sukuk.
- Kredi derecelendirme şartları ve muafiyetleri.
- Onaylı birincil ve tamamlayıcı Şer'i ilkeler ve kavramların detayları.
- Devredilebilirlik ve alınıp satılabilirlik, program ihraçları, gelirlerin kullanımı ve Şer'i danışmanlar.

2.7 İSP'DE SUKUKUN GELİŞİMİ İÇİN YENİ SINIRLAR

Daha önce de belirtildiği gibi sukuk piyasasının büyümesi, piyasaya yeni girenlerin yanı sıra yenilikçi yapılarla canlandırılmıştır. SSY ve yeşil sukuk da giderek daha fazla ilgi gören özel bir alan haline gelmiştir.

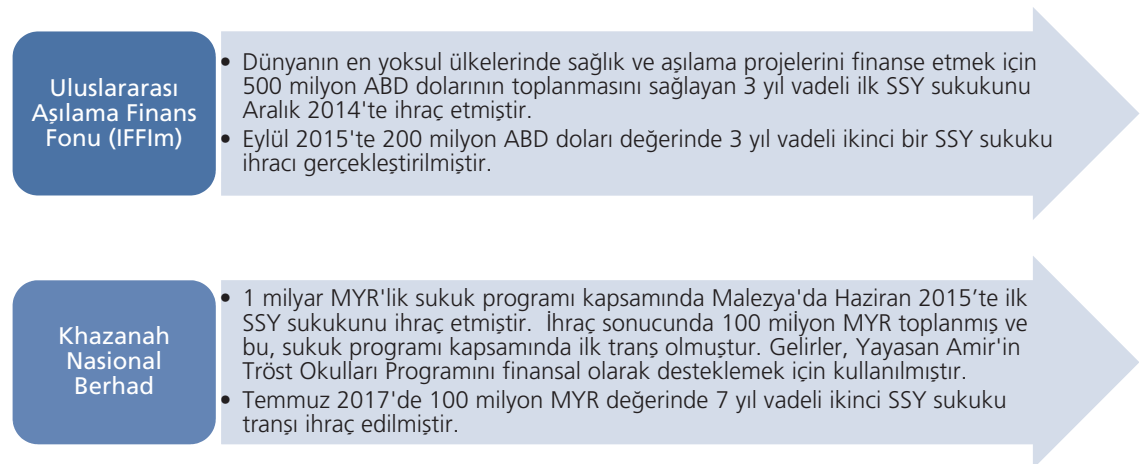
2.7.1 SUKUKUN SSY'YE YAKINSAMASI

SSY ve İslami finansın mantıkları kaçınılmaz bir şekilde örtüşmektedir. Her ikisi de çevresel, sosyal ve yönetişimsel (ÇSY) konularda bir denge sağlamaya çalışmaktadır. Her iki sektör de şu anda milyonlarca dolar değerinde olup SSY sektörü, İslami finanstan en az 10 kat daha büyüktür. SSY sektöründe 2016 itibarıyla 21 trilyon ABD doları değerinde yönetilen varlık bulunmaktadır (Sorumlu Finans Zirvesi, 2016)¹.

ÇSY konularının ve özellikle de çevresel sorunların artan önemi, İslami finans sektöründe daha sürdürülebilir ve daha çevre dostu girişimlerin oluşturulması için ortak çalışmaların yürütülmesine sebep olmaktadır. Bu gelişmelerden biri, sürdürülebilir kalkınma hedefleri doğrultusunda fonları harekete geçiren SSY sukuku ihracıdır. Özellikle Malezya bu alanda liderdir. SSY girişimlerinin finanse edilmesini kolaylaştırmak için SSY sukukuna ilişkin çerçeve, Ağustos 2014'te SC tarafından uygulamaya konulmuştur. Bu çerçeve, LOLA Çerçevesi ile birleştirilmiştir (Haziran 2015).

Şekil 2.11'de Kasım 2017'ye kadar piyasada gerçekleştirilen önemli SSY sukuku ihraçlarının detayları verilmektedir.

Şekil 2.11: İslami Finans Sektöründe Gerçekleştirilen SSY Sukuku İhraçları



¹ Sorumlu Finans Zirvesi - "Unlocking Finance, Expanding Impact" (2016), RFS Concept Note, 30-31 Mart 2016, Kuala Lumpur: Bank Negara Malaysia.

Tadau Energy Sdn Blid

- Sabah eyaletindeki 50 megawattlık bir güneş enerjisi santralini finanse etmek için toplam 250 milyon MYR (yaklaşık 59 milyon ABD doları) değerindeki ilk yeşil SSY sukukunu Malezya'da Temmuz 2017'de ihraç etmiştir.

Quantum Quantum Solar Park Malaysia Sdn Bhd

- Malezya'nın Kedah, Melaka ve Terengganu eyaletlerinde üç adet büyükölçekli fotovoltaik santralin inşasını finanse etmek için 1 milyar MYR (yaklaşık 236 milyon ABD doları) değerindeki dünyanın en büyük yeşil SSY sukukunu Ekim 2017'de ihraç etmiştir.

Kaynak: ISRA

2.7.2 ORTAK KÜRESEL SUKUKA İLİŞKİN ÖNERİ VE SUKUK SERTİFİKALARININ ALINIP SATILABİLİRLİĞİ

Afrika Kalkınma Bankası, Afrika İç Borçlanma Fonu (ADBF) projesini örnek alarak, kısa bir süre önce iç borçlanma piyasalarını geliştirmek için ADBF'ye yönelik olarak 25 milyon ABD doları değerinde bir fonu onaylamıştır. Fon, yatırımcı tabanını genişletmek için Mauritius ve diğer borsalarda kote olmuş, gelişmiş bir borsa yatırım fonu (BYF) olarak yapılandırılmıştır. Projenin 3 bileşeni vardır: ADBF, Afrika Ulusal Tahvil Endeksi ve Bölgesel Çok Disiplinli Çalışma Grupları. İİT, bu projeyi, ortak küresel sukuk ihracı ve ticaretini sağlayabilecek Şer'i uyumlu bir proje oluşturulmasında kendisine rehber edinebilir.

Bu arada, yüksek dereceye sahip ve yenilikçi sukuk yapıları olan mevcut kuruluşlar bu sukuk projelerine yardımcı olabilir. Bu kuruluşların örnekleri şunlardır:

- **İslam Kalkınma Bankası (IDB).** IDB Sukuku, 'Reg S' formatında sunulmaktadır ve birçok ülkeden yatırımcının iştirakine açıktır. Mevcut IDB Sukuku, IDB'nin 3 farklı rol oynadığı vekâlet yapısına dayanmaktadır:
 - (i) Satıcı. Her bir sukuk ihraç tarihinde IDB, varlıkları ÖAK'ya satar. ÖAK, sukuk sahipleri için Temsilci ve İhraççı olarak hareket eder. ÖAK'ya satılan varlıklar, sukuk sahiplerinin ortaklaşa sahip olacağı dayanak sukuk varlıkları olacaktır.
 - (ii) Vekil ve Garantör. IDB, kararlaştırılan koşul ve şartlara göre sukuk varlıklarını yönetmek ve idare etmek için vekil olarak görev yapar. Her bir periyodik dağıtım tarihinde vekil, sukuk varlıklarının elde ettiği geliri sukuk yatırımcılarına dağıtmak üzere toplar ve dağıtır. Tüm fazla gelirler, teşvik ikramiyesi olarak vekile ait olur.
 - (iii) Yükümlü. Vade dolum tarihinde IDB, sukuk sertifikalarını/varlıklarını ÖAK'dan geri satın alır ve sukuk sertifikalarını itfa eder. ÖAK de nakit gelirleri sukuk sahiplerine dağıtır.
- **Uluslararası İslami Likidite Yönetim Şirketi (IILM).** IILM, kısa vadeli sukuk ihraçları için varlığa dayalı finansman bonosu (ABCP) modelini benimsemiştir. Program, biri sukuk ihracı ve diğeri varlıkları tutmak için olmak üzere Vekâlet yapısına dayalı 2 ÖAK içermektedir. Programın 3 temel bileşeni bulunmaktadır:
 - (i) Varlıkları menkul kıymetleştiren ve sonuç olarak elde edilen sukuku varlıkları elinde tutmak üzere IILM tarafından kurulan bir ÖAK'ye satan yerli bir ÖAK'ye satılan Varlık.

- (ii) Nakit akışlarında zamanlama uyumsuzluklarını yönetmek üzere ihracın toplam değerinin yüzde 2'sine denk gelen *Zaman Rezervi*.
- (iii) Her bir piyasa yapıcının sukuku satın almak istediği fiyat ve miktarı belirlemek için bir açık artırmada teklif veren *Piyasa Yapıcıları Ağı*.

3. SUKUK YAPILARI, İHRAÇLARI VE YATIRIMLARI

Bir ülkenin sermaye piyasalarında sukukun kapsayıcılığının derecesini belirlerken ilgili vaka çalışmalarında ülkenin tahvil piyasasının genel bir değerlendirmesi yapılmıştır. UP biriminde ihraç edilen tahvillerden oluşan aktif bir piyasaya sahip ülkeler, Kutu 3.1’de gösterildiği gibi, alternatif bir finansman biçimi olarak sukukun teşvik edilmesi karşısında erişimi kolaylaştırmaktadır.

Kutu 3.1: UP Tahvil Piyasalarının Faydaları

UP tahvil piyasalarının çeşitli faydaları vardır. İlk olarak, kredinin para birimi ve süresini kredi sağlayıcılarının para birimi ve süresiyle uyumlu hale getirerek çifte uyumsuzluk sorununu ortadan kaldırır. İkincisi, UP tahvil piyasaları, banka kredilerinin koşul ve şartlarının cazip olmadığı düşünülürken büyük kurumlara ve altyapı projelerine alternatif bir finansman kaynağı sağlayarak bankalara karşı rekabet imkânı yaratır. Üçüncüsü, tahvil piyasaları bankalara kıyasla uzun vadeli (10 yılın üzerinde vadeyle) sermayeyi daha iyi sağlama imkânına sahiptir. Dördüncüsü, UP tahvilleri daha yüksek getiri ve/veya şahıs ve kurumların yatırım ihtiyaçlarına daha iyi uyum sağlayan alternatif yatırım seçenekleri sunar. Son olarak, tahvil piyasaları genel kredi koşulları hakkında önemli bilgilerin yanı sıra belirli kurumların kredi değerliliğine dair bankacılık sistemi üzerinden kolaylıkla erişilemeyen bilgiler aktarır. 2008-2009 küresel finans krizi, ABD Merkez Bankası eski başkanı Alan Greenspan’ın UP tahvil piyasalarının, bankacılık sistemi stres altında olduğunda kredi sağlamaya devam ederek “stepne” görevi görebileceğine dair görüşüne gölge düşürmüş olsa da iyi işleyen bir iç tahvil piyasası, bankaların likidite sorunlarının etkisini azaltmıştır (krediler geri çağrılabilirken tahviller için bu genellikle söz konusu değildir) ve ayrıca başka önemli faydalar sağlamaktadır.

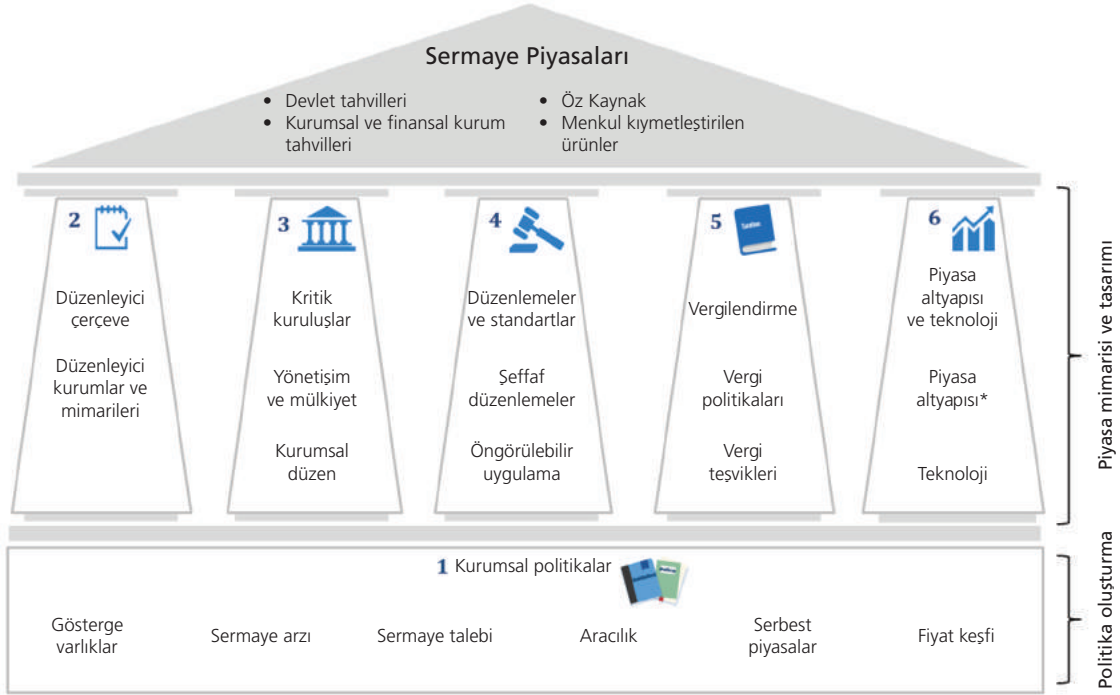
Kaynak: Asian Development Bank (2013)

Bir sukuk piyasasının gelişimi için 4 ana alana odaklanan açık ve net bir yol haritasına ihtiyaç duyulur:

1. UP ve YP sukuku ihracının teşvik edilmesi.
2. Sukuk ihracı için arz (satış tarafı) ve talebin (alım tarafı) desteklenmesi.
3. Sukuk ihracı için eşit şartlar oluşturulmasını teşvik etmek amacıyla mevcut hukuki, düzenleyici ve vergisel çerçevelerin iyileştirilmesi.
4. Piyasa altyapısının geliştirilmesi (ikincil işlemleri desteklemek için İslami bir para piyasasının, şeffaflık ve ihraçların izlenmesi için elektronik bir işlem platformunun ve fiyat rehberliğinin oluşturulması).

McKinsey’ye (2017) göre Şekil 3.1’de gösterildiği gibi 6 sütun veya yapı taşı, sermaye piyasalarının uzun vadeli büyümesini sağlamaktadır.

Sekil 3.1: Sermaye Piyasalarının Uzun Vadeli Büyümesini Sürdürmek için McKinsey'nin Yapı Taşları



Kaynak: McKinsey & Company (2017)

3.1 SÜRDÜRÜLEBİLİR BİR SUKUK PİYASASI İÇİN KRİTİK BAŞARI FAKTÖRLERİ

Sürdürülebilir bir sukuk piyasasının gelişimi için geleneksel tahvillerle eşit şartların sağlanması çok önemlidir. Ticari muhakeme, ihraççılar için her zaman kritik aşama olacaktır ve sukuk için canlı ve gelişen bir ortam oluşturulması başarının anahtarıdır. Başka bir kritik nokta da İslami finans gündeminin teşvik edilmesine yönelik "yukarıdan aşağıya" bir yaklaşımın uygulanmasıdır. Geleneksel tahviller yerine sukuka yönelik olarak yaşanan dinamik kayma, hem arz (satış tarafı) hem de talebin (alım tarafı) sağladığı bir dengedir. Bu yalnızca hükümetlerin ve düzenleyici kurumların sektör oyuncularını ile birlikte gerçekleştireceği ortak çalışmalarla sağlanabilir.

Analizimize göre her bir ülke/bölge, kendi iç risklerini atlatmak için kendi yöntemlerini geliştirmektedir. Tablo 3.1'de belirtilen temel piyasa paydaşlarının ortak çalışmaları, sukuk ihracının gelişebileceği, destekleyici bir ekosistemin oluşturulmasını kolaylaştırabilir:

Tablo 3.1: Temel Piyasa Paydaşlarının Kolaylaştırıcı Roller

Piyasa paydaşı	Gelişim eylemlerinin örnekleri	Sermaye piyasaları üzerindeki etkisi
Hukuki- varlıkların mülkiyeti	- Ölçülebilir ve şeffaf eylem planlarıyla İslami finans gündeminin teşvik edilmesinde “yukarıdan aşağıya” kolaylaştırıcı. - Sukuk ihracını bütçe finansmanına bir borç yönetim aracı olarak dâhil etmeye yönelik proaktif taahhüt. - Devletin karşılaştırma ölçütü/referans olarak kullanılacak getiri eğrisinin oluşturulmasında öncü ihraççı. - Düzenlemeye tâbi emeklilik planlarıyla ve güçlü kurumsal yatırımcıların (örneğin varlık yönetim şirketleri, tekâfül/sigorta işletmeleri) oluşturulmasıyla yurt içi tasarrufların büyümesinin teşvik edilmesi. - Ülkenin sukuk için bir kaynak ve yatırım noktası olarak tanıtılması için mali canlandırma (örneğin vergi teşvikleri). - Tasarruf sahiplerinin gayrimenkul ve altın gibi fiziksel varlıklar olarak saklanan servetini ve banka mevduatlarını finans piyasalarına sokmasının teşvik edilmesi. - Yenilikçi sukuk yapılarının teşvik edilmesinde ve referans getiri eğrilerinin oluşturulmasında sukuk savunucuları olarak hareket edecek uygun devlet teşekkülleri (DT’ler) ve devletle bağlantılı şirketlerin (DBŞ’ler) belirlenmesi.	- Finansal aracı kuruluşlar aracılığıyla yurt içi servetin verimli bir şekilde kullanımının teşvik edilmesi. - Yerli ve yabancı topluluklardan satış ve alım taraflarının oluşturulması. - Sağlam ve derin bir sermaye piyasasının oluşturulması.
Düzenleyici Kurumlar	- Sukuk piyasası için güçlü bir ekosistem oluşturulurken piyasa oyuncularına rehberlik etmek için ölçülebilir ana planlar ve yol haritalarının uygulanması. - Hukuki belgeleme, menkul kıymetler, iflas veya ödeme aczi kanunlarının uygulanabilirliği, anlaşmazlık kararları ve yatırımcı korumasına ilişkin uluslararası en iyi uygulamaların ve standartların teşvik edilmesi. - Ülkede yerli kuruluşlar ve yerel ofisleri olan yabancı kuruluşlar tarafından UP ve YP sukuk ihraçları gerçekleştirilmesinin teşvik edilmesi. - Yatırımcılara (hem kurumsal hem de bireysel) ve ihraççılara sukuk ve ilgili İSP ürünlerinin değer önerisi hakkında eğitim verilmesi. - İSP için sertifikalı yetenek havuzu oluşturulmasında piyasa/ürün derslerinin verilmesi.	- Yabancı yatırımcıların çekilmesi ve yerli sermaye piyasalarının likidite yapısının güçlendirilmesi. - Satış ve alım taraflarından katılımın teşvik edilmesi.

Borsalar	• Belgeler ve süreçler bakımından ihraççı dostu kotasyon şartları. • Kotasyon ücretleri ve giderler bakımından geleneksel tahvil ihracı teşviklerine benzer teşviklerin sukuk için sağlanması. • İyi kurumsal yönetişimin teşvik edilmesi.	• Mevcut ve potansiyel yatırımcılar arasında güven inşa edilmesi.
Hizmet sağlayıcıları (örneğin yatırım bankaları, menkul kıymet şirketleri, danışmanlık şirketleri, aracılar, tacirler, derecelendirme kuruluşları)	• Sukuk, ihraç süreçleri, vergiyle ilgili konular ve faydalar, zaman programları vb. hakkında piyasa farkındalığı oluşturulmasında düzenleyici kurumlarla işbirliği yapılması. • İSP ürünleri için potansiyel satış tarafı ve alım tarafı müşterilerini belirlemek ve piyasa katılımıyla likidite sağlamak için piyasa yapıcı olarak hareket edilmesi. • İSP yetenek yönetimini kolaylaştırmak için insan kaynaklarının geliştirilmesinde kapasite oluşturulması. • Piyasa oyuncularının çeşitli finansman hedeflerini gerçekleştirmek için ürünlerin çeşitlendirilmesi.	• Hem satış hem de alım taraflarında ürün geliştirme çalışmalarının teşvik edilmesi. • Uluslararası toplum için cazip olan yenilikçi ürünlerin geliştirilmesi adına güçlü yetenek tabanının sağlanması.
Banka dışı finansal aracı kuruluşlar (BDFAK'lar) (örneğin kuruluşlar, emeklilik fonları, varlık ve servet yöneticileri, özel bankerler)	• Uzun vadeli borçlanma senetlerine yönelik güçlü bir piyasa istahının geliştirilmesi ve proje bazlı finansmanın teşvik edilmesi. • Piyasa değeri orta düzey olan şirketlerin sermaye piyasalarına erişim sağlamasına olanak tanımak için düşük dereceli yatırım kredilerinin (yüksek risk, yüksek getiri mantığı) kabul edilmesi.	• Vadesi 7 yıldan uzun altyapı bazlı sukuk ihraçlarının kolaylaştırılması. • Tüm yatırım derecesi belirleme aralığında kurumlar için fiyat rehberliği geliştirilmesi.
Finansal kuruluş	• Potansiyel finansman ikameleri olarak sermaye piyasası araçlarının geliştirilmesinin teşvik edilmesi. • Sermaye yeterliliği şartlarını finanse etmek için sürdürülebilir bir sukuk arzının oluşturulması. • Müşterilere bilanço finansmanı ve sermaye piyasaları arasında değer bazlı rehberlik sunan bir strateji ve işletme modelinin tanımlanması.	• Hissedar değerini artırmak için sermaye piyasası faaliyetleriyle değer yaratımının teşvik edilmesi. • İş kolları arasında sermayenin verimli bir şekilde kullanılmasının teşvik edilmesi. • Hem satış hem de alım taraflarında sermaye piyasası faaliyetinin oluşturulması.

Kaynak: RAM

Tablo 3.1'de açıklandığı gibi BDFAK'lar, finansal kuruluşlardan ayrı olarak sukuk piyasasının büyümesini bir sonraki aşamaya taşıyabilecek kritik öneme sahip kurumsal yatırımcılardır. Kutu 3.2'de Dünya Bankası'nın BDFAK tanımı verilmektedir.

Kutu 3.2: BDFAK'ların Tanımı

BDFAK'lar, emeklilik fonları, sigorta şirketleri, yatırım fonları, finansal kiralama, faktoring ve girişim sermayesi şirketleri gibi çeşitli kuruluşları içerir. Bu kuruluşların ortak özelliği, tasarrufları seferber ederek farklı faaliyetlerin finanse edilmesini kolaylaştırmaları, ancak haktan mevduat kabul etmemeleridir. BDFAK'lar finansal sistemde önemli bir ikili rol oynamaktadır. Ticari bankaların hizmet yelpazelerindeki eksiklikleri gidererek bu bankaların rolünü tamamlarlar.

Buna ek olarak, ticari bankalarla rekabet ederler ve bankaları müşterilerinin ihtiyaçlarına karşı daha etkin ve duyarlı olmaya mecbur bırakırlar. BDFAK'ların çoğu aynı zamanda borç piyasalarına ve uzun vadeli finansal kaynakların seferber edilmesi ve tahsis edilmesine yönelik çalışmalara aktif olarak katılırlar. BDFAK'ların gelişmişlik durumu genellikle finansal sistemin ne durumda olduğuna dair iyi bir göstergedir.

Kaynak: World Bank Group (2015)

3.2 SUKUK PİYASASININ OLUŞTURULMASINDA KARŞILAŞILAN TEMEL GÜÇLÜKLER

Sukuk piyasası hızla gelişiyor olsa da bazı ülkeler hâlâ sukuk piyasasının büyümesi ve gelecekteki gelişimini engelleyebilecek birçok potansiyel güçlüklerle karşılaşmaktadır. Bu güçlükler arasında şunlar yer almaktadır:

- Mevzuat çerçevesi
- Vergi çerçevesi
- Şer'i standardizasyon
- Sürdürülebilir bir kurumsal sukuk arzının oluşturulması
- BDFAK'lar tarafından sağlanan finansal aracılık düzeyi ve yatırımcı tabanlarının çeşitlendirilmesi.

3.2.1 MEVZUAT ÇERÇEVESİ (İCTİHAT HUKUKU VE MEDENİ HUKUK)

Bir sukuk işleminde, "tröst" oluşturulması ve "yararlanma hakkının" tanınması, sukuk yatırımcılarının dayanak sukuk varlıklarına ve bu varlıklara bağlı nakit akışlarına ilişkin haklarını korumaya yönelik bir sözleşmenin özünü veya geçerliliğini vurgular. 2. Bölümde belirtildiği gibi, tröst ve faydalanma hakkı kavramı medeni hukukta tanınmazken içtihat hukukunda kabul edilmektedir. Dolayısıyla, medeni hukuku benimseyen ülkelerde, başarılı bir sukuk ihracının ticari olarak uygulanabilirliğini sağlamak için tröst ve faydalanma hakkı kavramları ülkenin hukuki çerçevesine dâhil edilmelidir. Bu sorunun üstesinden gelmek için, medeni hukukun benimsendiği Türkiye gibi bazı ülkelerde (Kutu 3.3'te açıklandığı gibi), varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye (VDMK) ilişkin mevzuat çerçevesine benzer bir çerçeve kapsamında bir menkul kıymetleştirme aracı olarak yapılandırılmış sukuk ihraçları gerçekleştirilmektedir.

Kutu 3.3: Türkiye'nin Varlık Kiralama Şirketleri ve Tröst Sertifikaları

Türkiye, tröst sertifikalarının tanınmasını taklit eden ülkelere iyi bir örnektir. Türk Hükümeti, sukuk ihracını kolaylaştırmak amacıyla varlık kiralama şirketlerinin (VKŞ'ler) veya ÖAK'lerin oluşturulmasına imkân tanımak için Şubat 2011'de vergi tarafsızlığı tedbirlerini de içeren önemli kanun ve düzenlemeler çıkarmıştır. VKŞ'ler, Türkiye Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği'nde sunulan bir çerçeve kapsamında sertifikaların ihraç edilmesine olanak tanımak için özel olarak kurulmuştur. İlk onaylanan Şer'i ilke, VKŞ'lerin varlıkları satın alarak yükümlüye geri kiralamasına olanak tanıyan icâre yapısı olmuştur.

VKŞ'ler sertifika ihracıyla toplanan fonları kullanarak bu varlıkların edinimini etkili bir şekilde finanse ederler. Yükümlüden alınan kira ödemeleri, sertifikalar kapsamında yapılması gereken kâr dağıtımlarını yansıtır. Kira ödemelerinden kaynaklanan nakit akışı, sukuk yatırımcılarına kâr dağıtımı yapmak için kullanılır.

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Maliye Bakanlığı, Gelir Düzenlemeleri Genel Müdürlüğü

3.2.2 VERGİ ÇERÇEVESİ

Uygulamada, bir sukuk işlemi için ÖAK'dan fon toplamak isteyen teşekküle (kaynak kuruluş/ yükümlü) çoklu varlık devri yapılması gerekir. Her bir devir, sukuku geleneksel tahvillere göre dezavantajlı bir konuma sokacak bir vergi yükümlülüğünün (örneğin damga vergisi ve sermaye kazançları vergisi) doğmasına yol açabilir. Sukukun varlığa dayalı veya varlık bazlı niteliği nedeniyle piyasa oyuncularının sukuk piyasasına daha fazla erişim sağlaması için vergi mevzuatında yapılması gereken değişiklikler ele alınmalıdır. Vergi mevzuatında gerekli değişiklikler yapılmazsa, ihracçılarındaki ağır vergi yükü nedeniyle sukuk güvenilir bir finansman kaynağı olmaktan çıkacaktır. Sukuk sertifikalarının menkul kıymetler olarak kabul edilmesi ve sukukun yatırım getirilerinin geleneksel bir tahvilin faiziyle aynı şekilde muamele görmesi için de mevzuat değişikliklerinin yapılması gerekmektedir.

Özellikle Malezya, sukuk ihracını kolaylaştırmak için uygulanan proaktif tedbirler bakımından tüm beklentileri aşmıştır. Ülkenin küresel sukuk ihracatlarının çoğunu gerçekleştirmeye devam etmesinin temel nedeni, vergi, arazi devri ve tescil kanunlarında geleneksel tahvillere kıyasla sukuk ihracatlarına herhangi bir dezavantaj öngörülmecek şekilde yapılan değişikliklerdir. İslami finansın cazibesini daha da artırmak için Malezya'nın vergi kanunlarında önemli teşvikler öngörülmekte ve bu, sukuku geleneksel tahvillere kıyasla avantajlı bir konuma getirmektedir. Malezya'da sukuk, vergi tarafsızlığından faydalanmanın yanı sıra bu teşvikler sayesinde aynı zamanda vergi avantajları sunmaktadır. Sonuç olarak, hükümet ve düzenleyici kurumlar, ülkeyi sukuk için bir kaynak ve yatırım noktasına dönüştürerek İslami finans için küresel bir merkez olarak itibarını güçlendirmekte başarılı olmuştur.

Sukukun başarılı olması için ekosistemin temel yapı taşları olarak gerekli hukuki ve vergisel çerçevelerin oluşturulması önemlidir. Sukuk küresel olarak ilgi gördüğünden daha fazla ülke, sukuku kendi hukuki ve vergisel çerçevelerine entegre etmeye başlamıştır. Birleşik Krallık, Fransa, Lüksemburg, Hong Kong, Japonya, Singapur, Senegal, Fas ve Umman, canlı bir İslami finans piyasasının gelişimi için önem arz eden gerekli vergi tarafsızlığı çerçevesinin oluşturulmasında aynı yolu izleyen ülkelerden bazılarıdır. Bu ülkeler tarafından gerçekleştirilen ilk devlet sukuku ihracatları, kurumsal ihracatçıların takip edebileceği bir karşılaştırma amaçlı getirisi eğrisini oluşturmaya yönelik ilk adım olarak değerlendirilmektedir.

3.2.3 ŞER'İ YÖNETİŞİMİN STANDARDİZASYONU

Kullanılan sukuk yapısının türüne yönelik yaklaşım, her bir ülkedeki/bölgedeki kabul edilmiş Şer'i ilkeler ve çerçeveye göre tanımlanmaktadır. Prensip olarak, AAOIFI tarafından onaylanmış standartlar, çoğu İslam ülkesinin uluslararası referans olarak en çok benimsediği ve tercih ettiği standartlardır. Ancak, AAOIFI'nin standartları üye ülkeler üzerinde bağlayıcı değildir. Uluslararası Şer'i ilkelerin varlığına rağmen, Şer'i danışmanların farklı görüşleri, herhangi bir standartlaştırılmış ya da uyumlulaştırılmış Şer'i çerçeveyi benimsemeyen ülkelerdeki piyasa uygulayıcıları için ortak bir sorundur.

Analizimize göre, her bir ülke/bölge kendisinin Şer'i ihtiyaç ve gereksinimlerini karşılamak için farklı bir şekilde evrimleşerek İslami finans ortamını sürekli olarak geliştirmektedir. Sukuk yapılarına ilişkin değerlendirmemizde, Tablo 3.2'de özetlendiği gibi AAOIFI'nin 'Yatırım Sukukuna' dair 17 numaralı Şer'i standardına atıfta bulunmaktadır.

Tablo 3.2: Yatırım Sukukuna Dair AAOIFI Şer'i Standartları Kapsamındaki Fıkhi Sözleşmeler

Satış bazlı	Kiralama bazlı	Acente bazlı	Ortaklık bazlı	Diğer
Murâbaha – Kâr ilaveli satış	İcâre –sözleşme uyarınca bir taşınmazın veya intifa hakkının kiralınması	Vekâle bi'l-istismâr – yatırım temsilcisi	Mudârebe – kâr paylaşımı ve zarara katlanma	Müzaraa – mahsul paylaşımı
İstisna – imalat satışı			Müşâreke – kâr ve zarar paylaşımı	Müşakat – sulama
Selem – vadeli satış	İcâre münthehiye bi'ttemlik İcâre–kiralayanın kiralanan taşınmazın mülkiyetini kiracıya devretmeye yönelik bir taahhüt içeren bir kiralama sözleşmesidir.			Müğarese – tarım

Kaynak: AAOIFI (2015)

Sukuk işleminin bir parçası olarak, ihracçılara ve yatırımcılara sukuk aracının gerçekten Şer'i uyumlu olduğu konusunda bilgi vermek için genellikle Fıkıh âlimleri tarafından fetva (veya resmi bir bildiri) verilir. Ancak, bu onaylamalar farklı yorumlamalara tâbidir ve görüş farklılıkları belirsizliğe yol açabilir. Şer'i uyumluluk hakkındaki şüphelerin pazarlanabilirliği etkilemesi muhtemel olduğundan Şer'i danışmanların çoğunluğunun üzerinde anlaşmaya varacağı rehber ilkeler oluşturulmalıdır. 7 Şubat 2017'de AAOIFI, merkezi bir Şer'i kurul için yeni bir taslak yayımlamıştır. Sektördeki uygulayıcıların daha fazla standardizasyon talep etmesiyle bu girişim, İslami finans ekosistemini daha da güçlendirecek ve Şer'i uyumlu ürünlere yönelik tüketici iştahını artıracak merkezi bir modelin benimsenmesinde başka bir dönüm noktası haline gelmiştir.

Malezya ve Endonezya hükümetleri, ihrac edilen her sukukun ulusal olarak kabul edilen Şer'i ilkelere tamamen uygun olmasını sağlamak için merkezi bir Şer'i denetleme kurulu oluşturarak bu sorunun ulusal düzeyde ele alınmasında ilerleme kaydetmiştir. Karşılaştırmak gerekirse KİK, her bir İslami finans kuruluşunun kendi Şer'i danışma kurulunun görüşlerine göre hareket ettiği sektör odaklı bir ortamda faaliyet göstermektedir. Piyasanın geri bildirimlerine göre, bir sukuk yapısının onaylanması başka bir fıkıh âliminin de aynı görüşü paylaşacağı anlamına gelmeyebilir. Bu yüzden, bu farklı yorum ve görüşler KİK'de sukuk ihracının gelişimini bir dereceye kadar etkilemektedir. 2016'da BAE Kabinesi, ürün geliştirmeye yönelik standartlaştırılmış bir yaklaşım sunmanın ve bankacılık işlemlerine ilişkin kural ve ilkelerin belirlenmesinin bir yolu olarak İslami finans ürünlerine ilişkin standartları belirlemek üzere bir Şer'i makamın oluşturulmasına onay vermiştir.

Sukuk yapılarının evrimini gösteren bir örnek, 2007 sonunda Şeyh Taqi Usmani (AAOIFI Şer'i Danışma Kurulu Başkanı) tarafından yapılan açıklamadır. Usmani, piyasadaki sukukların çoğunun (özellikle müşâreke veya mudârebe yapılarında ihrac edilenler) Şer'i ilkelere uygun olmadığını belirtmiştir. Sonuç olarak AAOIFI Şer'i Danışma Kurulu, Bahreyn'de bir dizi toplantı düzenlemiş ve daha sonra revize edilen AAOIFI Sukuk Kılavuz İlkeleri Kutu 3.4'te görüldüğü gibi 2008'de ilan edilmiştir.

Kutu 3.4: AAOIFI'nin Sukuka Dair Revize Edilmiş Şer'i Standartlar Hakkındaki Bildirisi (2008)



- **Birinci:** Şer'i kurallara uygunluğunun yanında, sukukun alınıp satılabilir olması için yasal olarak sahip olunabilen ve satılabilen, maddi veya maddi olmayan gerçek varlıkların mülkiyetinin, intifa haklarının veya hizmetlere ilişkin tüm hak ve yükümlülüklerin sukuk sahiplerine ait olması gerekir. Sukuku ihraç eden yönetici, sukuk defterlerinde bu varlıkların mülkiyetinin devrini belgelemek zorundadır ve bunları kendi varlıkları olarak tutmamalıdır.
 - **İkinci:** Sukukun alınıp satılabilir olması için, tüm varlıklarını satan bir alım-satım veya finans kurumu veya fiziksel varlıklarla veya intifa haklarıyla ilişkili bazı borçların istemeden dâhil edildiği geçerli bir finansal yükümlülüğü olan bir portföy örneği haricinde herhangi bir alacak veya borcu temsil etmemelidir.
 - **Üçüncü:** Sukuk yöneticisinin yatırıma ilişkin olarak bir mudârip (yatırım yöneticisi) veya şerik (ortak) veya vekil (temsilci) olarak görev yapmasından bağımsız olarak, gerçekleşen kazançların beklenen kazançlardan az olması durumunda sukuk sahiplerine kredi vermeyi taahhüt etmesine izin verilmez. Ancak, bilgilendirme belgesinde belirtilmesi kaydıyla, mümkün olduğunca bu tür açıkları kapatmak amacıyla bir yedek hesabı oluşturulmasına izin verilmektedir.
 - **Dördüncü:** Vade dolumunda sukuk itfa edildiğinde mudarip (yatırım yöneticisi), şerik (ortak) veya vekilin (temsilci) varlıkları sukuk sahiplerinden veya varlıkları elinde bulunduran kişiden nominal değeri üzerinden geri satın almayı taahhüt etmesine izin verilmez. Ancak, varlıkların net değeri, piyasa değeri, adil değeri veya fiili satın alım anında kararlaştırılacak bir fiyat üzerinden satın alınacağına taahhüt edilmesine izin verilmektedir. Bir sukuk yöneticisinin, ihmalkâr eylemlerde veya ihmallerde bulunması ya da yatırımcının koşullarına uymaması halinde, yöneticinin yatırımlara ilişkin olarak bir mudarip (yatırım yöneticisi), şerik (ortak) veya vekil (temsilci) olmasından bağımsız olarak sermayenin nominal değeri üzerinden garantörü olduğu bilinmektedir.
- Yatırım amaçlı müşâreke, mudârebe veya vekâlet sukuku varlıklarının “kiralama dönemi sonunda satın alma” sözleşmelerinin (icâre münthehiye bi'ttemlik) kiralanan varlıklarından daha az değerli olması durumunda sukuk yöneticisinin, sukukun itfa edildiği anda kalan varlıkların kalan kiralama değeri (çünkü bu aslında, varlıkların net değeridir) üzerinden bu varlıkları satın alma taahhüdü vermesine izin verilir.
- **Beşinci:** Bir icâre sukuku sözleşmesinde kiracının, aynı zamanda bir ortak, mudarip veya yatırım temsilcisi olmaması şartıyla, sukuk nominal değeri üzerinden itfa edildiğinde kiralanan varlıkları satın almayı taahhüt etmesine izin verilir.

Kaynak: AAOIFI (2008)

Süreç tamamlanma süresini azaltmak için süreçlerin kolaylaştırılmasını teşvik etmeye yönelik çalışmalar ve Şer'i uyumluluğa yönelik uyumlulaştırılmış bir küresel yaklaşımın benimsenmesi

için, sukuk piyasasının sonraki büyüme aşamasının gerçekleştirilmesinde ilerleme katedilmesi gerekecektir.

3.2.4 SÜRDÜRÜLEBİLİR BİR KURUMSAL SUKUK ARZININ OLUŞTURULMASI

Sukuk ihraççıları (devlet sukuku ve kurumsal sukuk ihraççıları), aşağıdakiler de dâhil olmak üzere çeşitli faydalar elde ederler:

1. Bir risk azaltma önlemi olarak finansman kaynaklarını çeşitlendirmektedir.
2. Şer'i uyumlu hareket eden yatırımcı tabanından hâlâ büyük oranda faydalanılamamaktadır ve arzı düşük olan sukuk gibi ürünler için yüksek talep söz konusudur.
3. Daha büyük bir yatırımcı tabanı nedeniyle rekabetçi finansman maliyeti sağlama potansiyeli vardır. Sukuk, hem İslami hem de geleneksel yatırımcılar tarafından satın alınabilir, ancak İslami yatırımcılar yalnızca Şer'i uyumlu araçlara yatırım yapabilirler.
4. Sermaye piyasası araçları, uluslararası ana akım piyasalara giriş yapmak ve yabancı yatırımcıların likiditesine erişim sağlamak için gerekli yolu sağlamaktadır.

Analizimize dayanarak, kurumsal sektörün (yarı devlet sukuku ihraçları dâhil) performansı, hâlâ yerel bir sukuk piyasasının nabzını tutmak için en iyi ölçüttür. Bu nedenle, özel sektör sukuku için sürdürülebilir bir arz sağlamanın yolu, kurumsal ihraççılar için devlet sukukuna ilişkin bir referans getiri eğrisi oluşturmaktır.

Malezya, Bahreyn, BAE ve Katar gibi ana sukuk piyasalarındaki hükümetler, UP ve YP'de ihraç edilen sukuk ile İSP'den başarılı bir şekilde faydalanmaktadır. Bu, kurumsal ihraç için gerekli referans getiri eğrisinin belirlenmesine yardımcı olmuştur. Sonuç olarak, Malezya, BAE ve Katar, çeşitli sektörlerde (örneğin finans kuruluşları, altyapı ve kamu hizmetleri, inşaat, gayrimenkul) sukuk ihraçları gerçekleştirerek dünyanın en aktif kurumsal sukuk sektörünü oluşturmuştur.

Endonezya, en büyük devlet sukuku ihraççılarından biri olmasına rağmen, henüz sürdürülebilir bir kurumsal sukuk arzı yaratamamıştır. Makroekonomik faktörler (örneğin, dalgalı bir ulusal para birimi ve yüksek enflasyon oranı) ve kamu sektörü ihraçlarının "dışlama etkisi" (Kutu 3.5'de belirtildiği gibi), yerli şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak için geleneksel YP tahvillerini tercih etmelerinin başlıca nedenleridir. Diğer yandan, Suudi Arabistan'ın gösterge devlet sukuku ihraç etmemesine rağmen çeşitli kurumsal sukuk ihraççılarından oluşan oturmuş bir düzeni mevcuttur. Suudi Arabistan, ilk kez Nisan 2017'de 9,0 milyar ABD doları değerinde uluslararası sukuk ihracı gerçekleştirmiş ve onun ardından Temmuz 2017'de 17,0 milyar SAR değerinde yerli sukuk ihraç etmiştir.

Kutu 3.5: Dışlama ve Yer Açma

Neoklasik "dışlama (*crowding out*)" teorisi, belirli koşullar altında devlet tahvili ihraçlarındaki bir artışın, yatırımların bir kısmının özel işletmelerden kamu borcunun finansmanına kaymasına sebep olacağını öne sürer. Çünkü devlet tahvili ihraçlarındaki ani bir artış, faiz oranlarını yükselterek özel sektör için borçlanma maliyetlerini arttırır ve devletin borçlanma senetlerini kurumsal yüksek getirili ihraçlardan bile daha cazip hale getirir. Bu etki, sıkı finansal piyasalar ve bankaların kurumlara verdiği kredilere yönelik azalan güvenle daha da kötüleşebilir. Devletin yüksek miktardaki dış borçları da bir kamu borcu krizine ilişkin artan riskten dolayı ülkedeki

Keynesyen “yer açma (*crowding in*)” teorisi ise ekonomiyi canlandırmaya yönelik devlet borcunun yatırımcı güvenini artırarak özel işletmelere yapılan yatırımı destekleyeceğini öne sürmektedir. Özellikle devlet borçlanma senetlerinin düzenli ve standartlaştırılmış bir şekilde ihracı, kurumsal sukuk piyasalarının geliştirilmesinde önemli bir oynayabilir. Yükselen ekonomilerde sağlam devlet tahvili piyasaları, kurumsal tahvil ihraççıların faydalanabileceği bir yatırımcı tabanını teşvik edip harekete geçirebilir.

Kaynak: Tendulkar & Hancock (2014)

3.2.5 FİNANSAL ARACILIK DÜZEYİ VE YATIRIMCI TABANININ ÇEŞİTLENDİRİLMESİ

Bir İSP’de güçlü BDFAK’ların bulunması, birincil ve ikincil piyasaların likiditesinin güçlendirilmesi için önemli bir unsurdur. BDFAK’lar, çeşitli piyasa koşulları altında devletin finansman stratejisini uygulamasına olanak tanınması bakımından önemli bir rol oynayarak uzun vadeli itfa ve yeniden finansman risklerini en aza indirir. BDFAK’ların aracılığıyla finansman verimliliği artırılarak, özel sektörün bankacılık kredilerine ilişkin olarak maruz kaldığı dışlama etkisi de dâhil olmak üzere yüksek kamu borcunun sebep olduğu olumsuz ekonomik ve finansal etkiler azaltılır. Olgun bir piyasada yatırımcı tabanı ideal olarak hem yerli ve yabancı yatırımcıları hem de ticari ve perakende bankalardan kurumsal hazinelere, sigorta şirketlerinden yatırım fonlarına, emeklilik fonlarından bireysel yatırımcılara her türlü kurumu içermelidir.

Dünya Bankası’nın sürdürülebilir kalkınma hedeflerine göre, mevcut kaynakların verimli kullanımına ve özel sektör harcamaları için daha fazla kaynak seferberliğine yönelik çalışmalar yapılmaktadır. Küresel finans krizi, uzun vadeli üretken yatırımların desteklenmesine ilişkin olarak geleneksel bankacılığın yaşadığı kısıtlılığı göstermişti. BASEL III’ün finans kuruluşları üzerindeki daha katı düzenleyici şartları, bankaların uzun vadeli finansman çözümlerini sürdürülebilir bir şekilde sunma imkânlarını daha da kısıtlamaktadır. Bu durum, sermaye sağlayıcıları olarak BDFAK’lara kapıların açılmasını sağlamaktadır.

3.3 SUKUK YAPILARININ KAPSAMLI DEĞERLENDİRMESİ

Sukuk yapıları, ihraçları ve yatırımlarına dair değerlendirmemize göre, her bir ülke/bölge yerel idari kurulların (örneğin Şer’i danışma kurulları ve menkul kıymet borsaları) onayladığı veya kabul ettiği Şer’i standartları ve düzenleyici çerçeveleri uygulamaktadır. Sukuk yapıları, ihraçları ve yatırımları arasındaki farklılıkların daha iyi bir şekilde anlaşılmasını sağlamak için analizimizi aşağıdaki coğrafi alanlara göre bölümlere ayırdık:

1. Arap ülkeleri
2. Asya ülkeleri
3. Afrika ülkeleri
4. İT üyesi olmayan ülkeler

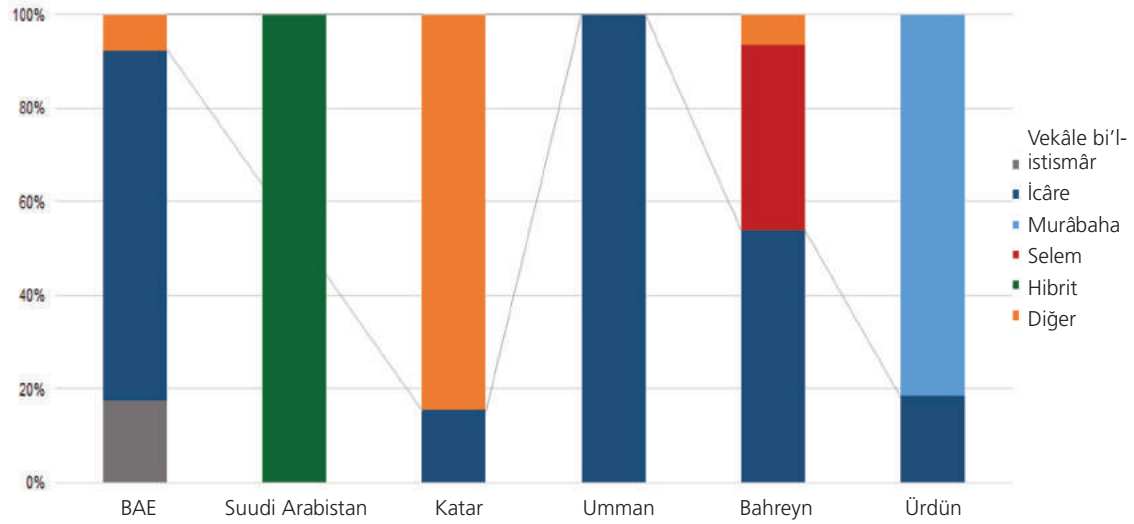
3.3.1 ARAP ÜLKELERİ

Arap ülkelerinde sukuk ihraçları, ağırlıklı olarak KİK ülkeleri (Suudi Arabistan, BAE, Bahreyn, Katar, Kuveyt ve Umman) tarafından gerçekleştirilmektedir. Ürdün gibi diğer Arap ülkeleri de sukuk ihracını desteklemede başarılı olmuştur.

Grafik 3.1’e göre, icare sözleşmeleri devlet sukuku ihraçlarının büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Özellikle, AAOIFI’nin Şer’i standartları bu bölgedeki sukuk ihraçlarında kullanılan

Şer'i ilkelerin türü üzerinde önemli bir etki yaratmaktadır. Tüm sukuk alım-satımlarının maddi duran varlıklar, intifa hakları/hizmetler veya maddi ve maddi olmayan duran varlıkların mülkiyeti ile desteklenmesine ilişkin AAOIFI şartı, icâreye yönelik belirgin bir tercihin oluşmasına neden olmuştur. Bununla birlikte, mevcut takyidsiz varlıkların teminat altına alınması zorunluluğu, hükümetlerin ve şirketlerin, murâbaha alacakları ve icâre varlıklarını ya da diğer maddi varlıkların bir karışımını içeren Vekâlet sözleşmelerini uygulamaya yönelik ticari kararı almalarına neden olmaktadır. Bu eğilim Grafik 3.2'de gösterilmiştir.

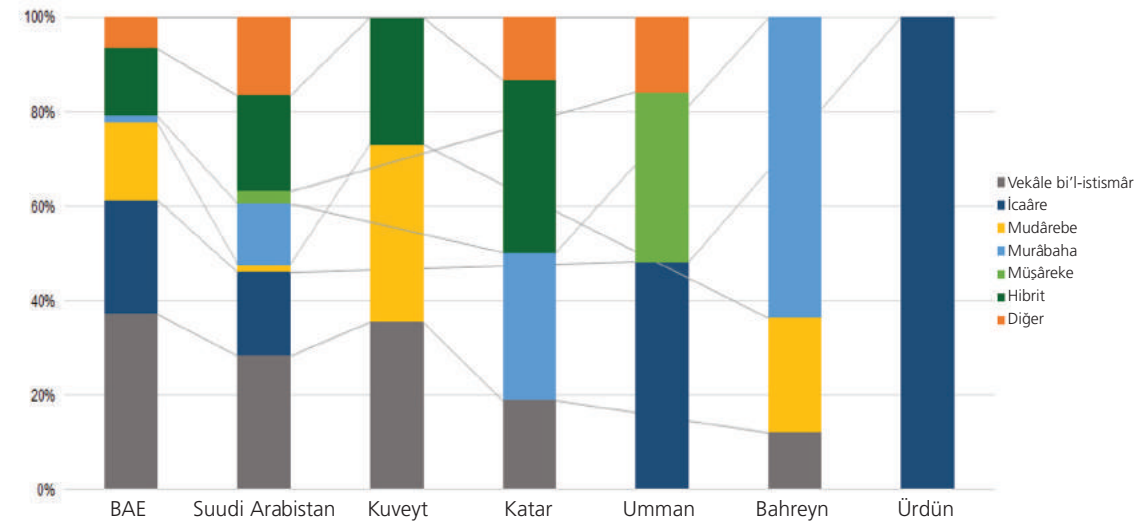
Grafik 3.1: Şer'i Sözleşmelere Göre Bazı Arap Devletleri Tarafından Gerçekleştirilen İhraçlar (2011-Haziran 2017)



Kaynaklar: Bloomberg, Eikon Thomson Reuters*

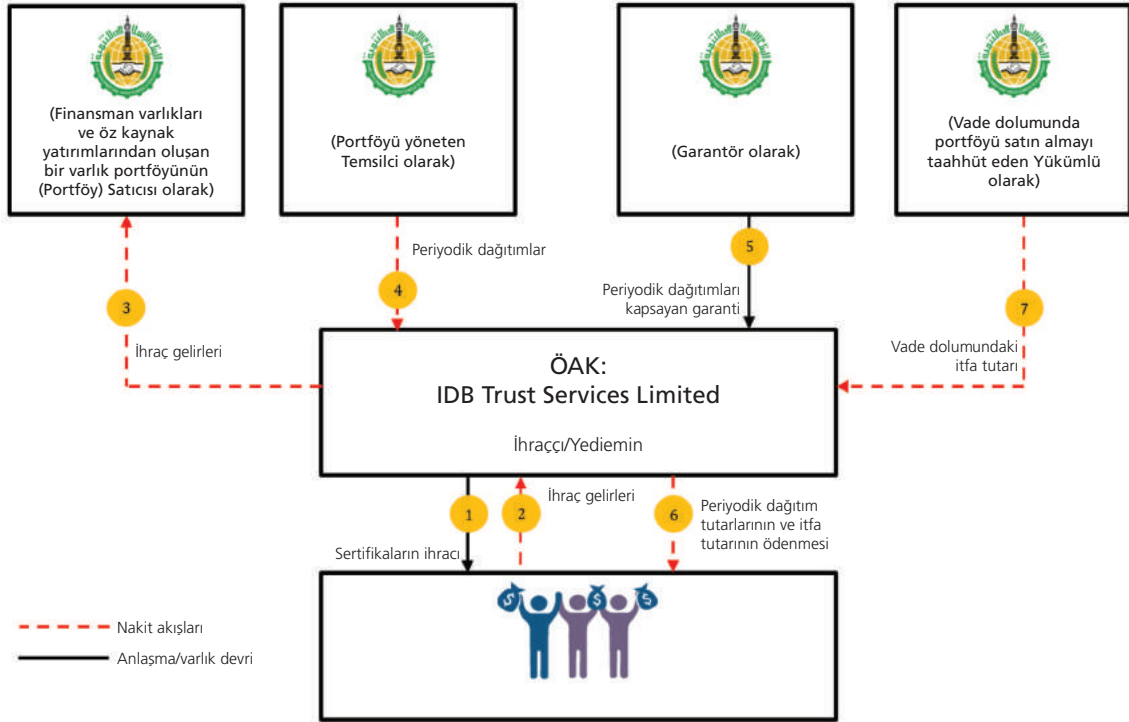
*Yalnızca Ürdün'ün verileri Eikon Thomson Reuters'ten alınmıştır.

Grafik 3.2: Şer'i Sözleşmelere Göre Yarı Devlet Sukuku ve Kurumsal Sukuk İhraçları (2011-Haziran 2017)



Kaynaklar: Bloomberg, Eikon Thomson Reuters*

*Yalnızca Ürdün'ün verileri Eikon Thomson Reuters'ten alınmıştır.

Şekil 3.2: IDB Trust Services Limited – Vekâle bi'l-istismâr Sukuk Yapısı


Kaynak: IDB Trust Services Limited Temel İzahnamesi (17 Ekim 2016)

Not: Portföy, IDB tarafından oluşturulan ve aşağıdakileri içeren ayrı ve bağımsız bir varlık portföyü anlamına gelmektedir:

1. Maddi varlıkların en az yüzde 33'ü, kiralanan varlıklardan, tediye istisna varlıklarından, hisselerden ve/veya sukuktan oluşmalıdır.
2. Maddi olmayan varlıkların en fazla yüzde 67'si istisna alacaklarından ve/veya murâbaha alacaklarından oluşmalıdır.

Bunun tipik bir örneği, IDB'nin 2003'te gerçekleştirdiği ilk vekâle bi'l-istismâr sukuku ihracıdır. Bu sukuk yapısında icâre varlıkları tüm portföyün yüzde 65,8'ini oluştururken kalan yüzde 34,2'lik kısım murâbaha ve istisna alacaklarıdır (Haneef, 2009). Şekil 3.2'de gösterildiği gibi IDB'nin sonraki sukuk ihracında maddi varlıkların oranı yüzde 33'e (AAOIFI'nin Şer'i standardında belirtilen düzeye) indirilmiştir. Bu emsal nedeniyle diğer ülkelerdeki piyasa uygulayıcıları, vekâlet sözleşmelerinin yapılandırılmasında benzer karşılaştırma ölçütleri uygulamaktadır.

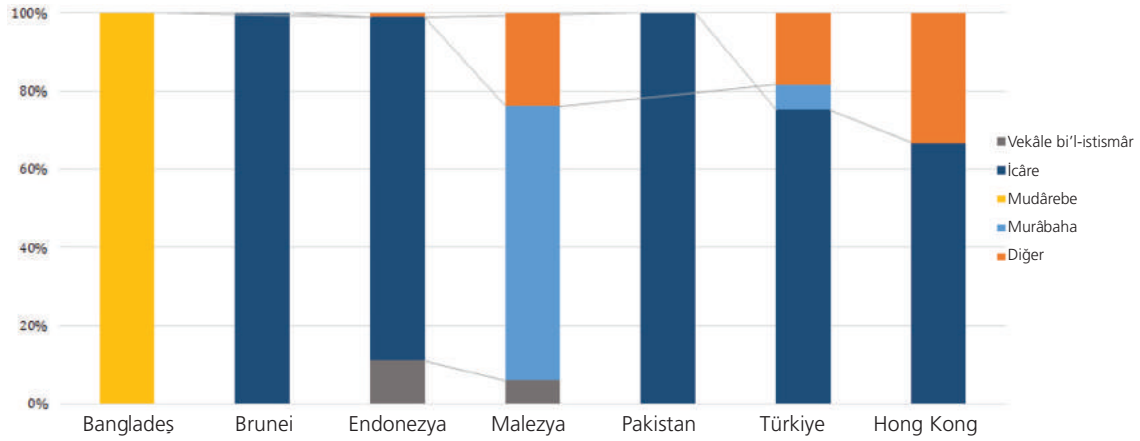
3.3.2 ASYA ÜLKELERİ

Asya bölgesinde Malezya ve Endonezya sukuk ihracı bakımından en büyük paya sahiptir. Temel farklılık, Malezya'nın sürdürülebilir kurumsal sukuk ihraççıları arzı ile desteklenen güçlü konumudur. Endonezya'nın devlet sukuku ihraçları ise sukuk ihraçlarının geçmiş hacmi ve sayısı için ana itici güç olmuştur. Eylül 2014'te Çin Halk Cumhuriyeti'nin özel idari bölgesi olan Hong Kong, Temmuz 2013'te vergi mevzuatında yapılan değişikliklerden sonra 16,0 milyar ABD doları değerinde bir devlet sukuku ihracı gerçekleştiren ilk İLT üyesi olmayan Asya ülkesi olmuştur. Japonya ve Singapur, sukuk ve geleneksel tahvillere ilişkin vergi uygulamalarındaki asimetriklikleri ortadan kaldırmak için benzer reformların gerçekleştirilmesinde aynı yolu izlemiştir. Bu, sukukun geleneksel borçlanma senetleri ile rekabet edebilmesi için eşit şartlar oluşturma amacına yöneliktir. Bu gruplandırmada İLT dışı ülkelerden yalnızca Hong Kong, sukuk için referans getiri eğrilerinin oluşturulmasında İslami finansın erişim alanını genişletmek için borç piyasasına üç kez başvurmuştur.

Malezya’da SC’nin ŞDK kararları, Şer’i ilkelerin yorumlanması bakımından kapsayıcı rehberlik sağlamakta ve bu, ürün geliştirme çalışmalarını ve İSP’de yenilikçi finansal araçların yapılandırılmasını kolaylaştırmaktadır. SC bünyesinde merkezi bir ŞDK’nın görev yapmasında hükümetin ve düzenleyici kurumların yukarıdan aşağıya yaklaşımı, Malezya’nın finansal ortamını başarılı bir ikili bankacılık modeline dönüştürmüştür. Kararlar ve İslami Menkul Kıymetlere İlişkin Kılavuz İlkeler, daha yenilikçi ve sofistike bir İSP sağlanması ve geliştirilmesinin yanı sıra daha geniş bir yelpazede İslami araçların hayata geçirilmesini kolaylaştırmaya yöneliktir.

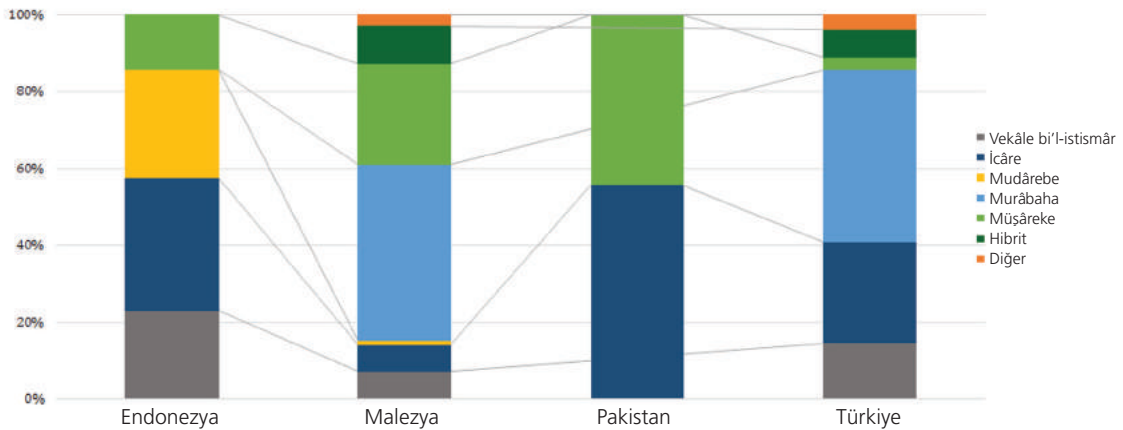
Grafik 3.3’te devlet sukuku ihraçları gösterilmektedir. Malezya’da gerçekleştirilen devlet sukuku ihraçlarında murâbaha en büyük paya sahiptir. Asya bölgesindeki diğer devlet sukuku ihraçlarında ağırlıklı olarak icâre yapıları kullanılmaktadır. Bu – bize göre-, borçların alım-satımına dair AAOIFI şartına uygundur.

Grafik 3.3: Sözleşmelere Göre Bazı Asya Devletleri Tarafından Gerçekleştirilen İhraçlar (2011-Haziran 2017)



Kaynak: Eikon-Thomson Reuters

Grafik 3.4: Şer’i Sözleşmelere Göre Yarı Devlet Sukuku ve Kurumsal Sukuk İhraçları (2011-Haziran 2017)

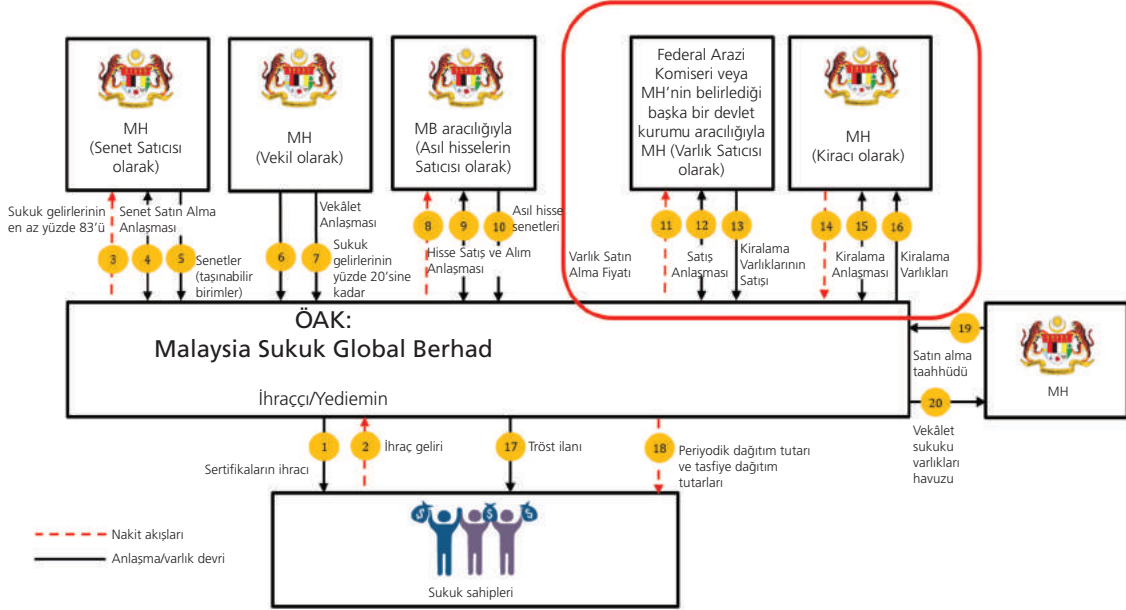


Kaynaklar: Bloomberg*, Eikon Thomson Reuters

*Yalnızca Endonezya’nın verileri Bloomberg’den alınmıştır.

Şekil 3.3'te Malezya Hükümeti'nin (MH) küresel sukuk ihraçlarında uygulanan vekâlet sukuku yapısı açıklanmaktadır. MH'nin 2002'de gerçekleştirdiği ilk küresel icâre sukuku ihracından sonra Şer'i sözleşmeleri icâre ve vekâlet yapılarını birleştiren hibrit bir yapı uygulanacak şekilde gelişim göstermiştir. Diğer yandan, Şekil 3.4'te Endonezya'nın küresel sukuk ihracında kullanılan icâre sukuku yapısı gösterilmektedir.

Şekil 3.3: Malaysia Sukuk Global Berhad – Vekâlet Sukuku Yapısı



Kaynak: Malaysia Sukuk Global Berhad Offering Memorandum (20 Nisan 2016)

Şekil 3.4: Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia III – İcâre Sukuku Yapısı



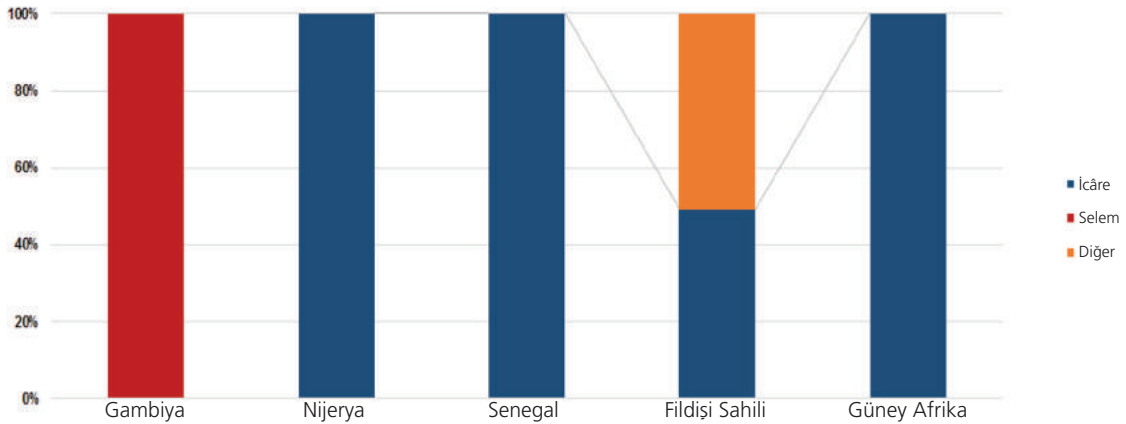
Kaynak: Ministry of Finance, Republic of Indonesia

3.3.3 AFRIKA ÜLKELERİ

Afrika bölgesinde Gambiya, Sudan, Nijerya, Senegal, Güney Afrika, Togo ve Fildişi Sahili başarılı bir şekilde sukuk ihraç etmektedir. Altyapı finansmanına yönelik gereksinimin yoğun olduğu Afrika bölgesinde alternatif bir finansman aracı olarak sukuk ilgi görmekte ve bu konuda bilinçlilik artmaktadır. Dünya Bankası'na göre kıtanın altyapı eksiklerinin giderilmesi için 93,0 milyar ABD doları değerinde yatırım yapılması gerekmektedir (International Financial Law Review, 2015). Dünyanın her yerinde hükümetler, kalkınma ve altyapı bütçelerini genellikle vergi ve diğer gelirlerle (sermaye piyasalarından çeşitli türlerde finansal senetlerin ihracıyla borçlanma dâhil) finanse etmektedir. Madencilik endüstrisini etkileyen sürekli fiyat düşüşleri sebebiyle Afrika hükümetleri artık geleneksel doğal kaynaklarından önemli oranda daha az gelir elde etmektedir. Sonuç olarak ekonomik büyümeyi teşvik etmek ve ekonomiyi çeşitlendirmek için gereken projelerini finanse etmek üzere alternatif finansman kaynaklarına ihtiyaç duyulmaktadır.

Gambiya'da kısa vadeli likidite yönetimi için Gambiya Merkez Bankası tarafından ağırlıklı olarak selem sukuku ihraç edilmektedir. Seçilen diğer Afrika ülkelerinde sukuk ihracı gelirleri altyapı projelerinin finanse edilmesi için kullanıldığından tamamlayıcı sukuk yöntemi icâredir. Piyasa oyuncularının buna ilişkin olarak bildirdiği gerekçeler arasında inşaat projelerinin finanse edilmesinde esneklik, alınıp satılabilirlik ve uygunluk bakımından basit özellikler yer almaktadır. Murâbaha yapısının aksine icâre yapısı, bir borsada sukuk aracının ikincil işlem görmesine olanak tanır ve bu, yatırımcıların işleme katılımının artırılmasına yardımcı olur. Ayrıca, icâre sözleşmesi yapısı gereğince otomatik olarak sukuk yatırımcılarına kupon ödemeleri şeklinde gerçekleşen periyodik kira ödemeleri oluşturmak üzere tasarlanır. Grafik 3.5'te seçilen Afrika ülkelerindeki devlet sukuku yapılarında kullanılan ana Şer'i sözleşmeler gösterilmektedir.

Grafik 3.5: Şer'i Sözleşmelere Göre Bazı Afrika Devletleri Tarafından Gerçekleştirilen İhraçlar (2013-Haziran 2017)



Kaynak: Eikon-Thomson Reuters

3.3.4 İİT DIŞI ÜLKELER

2014 yılında Birleşik Krallık hükümeti, Batıda sukuk piyasasına giren ilk hükümet olmuştur. O zamandan beri başka İİT üyesi olmayan ülkeler de (örneğin Fransa ve Lüksemburg) sukuk ihracını desteklemeye yönelik vergi düzenlemeleri yaparak Birleşik Krallık ile aynı yolu izlemiştir. Bu sukuk ihraçlarının altında yatan mantık, İslami finans hizmetleri sektörüne ilgili pazarlardaki uluslararası merkezler olarak mevcut konumlarını tamamlayıcı bir faaliyet olarak finansal aracılık ve destek

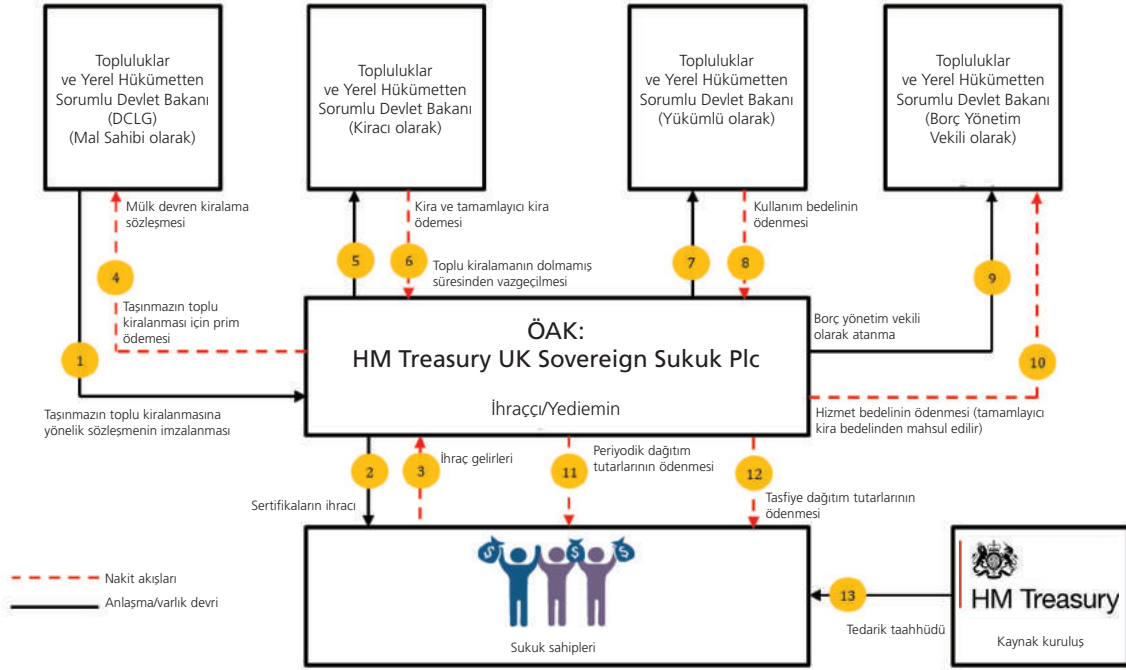
sağlamaktır. Tablo 3.3'te seçilen İİT üyesi olmayan ülkeler tarafından gerçekleştirilen devlet icâre sukuku ihraçlarının detayları gösterilmektedir. Bu arada, Şekil 3.5'te Birleşik Krallık'ın devlet sukuku ihraçlarında kullanılan icâre sukuku yapısı gösterilmektedir.

Tablo 3.3: Seçilen İİT Üyesi Olmayan Ülkelerin Gerçekleştirdiği Devlet İcâre Sukuku İhraçlarının Detayları

	Birleşik Krallık	Lüksemburg	Saksonya-Anhalt (Almanya)
Sukuk ihraççısı	HM Treasury UK sovereign sukuk PLC	Luxembourg Treasury Securities SA	Stichting Sachsen-Anhalt Trust
Kaynak kuruluş	Birleşik Krallık Hükümeti	Lüksemburg Büyük Dükliği	Saksonya-Anhalt Federal Devleti (Maliye Bakanlığı aracılığıyla)
Para birimi	Sterlin	Avro	Avro
Yapı	İcâre	İcâre	İcâre
Yükümlü/sukuk derecelendirme notları	Derecelendirilmemiş	AAA (S&P), Aaa (Moody's)	AAA (Fitch), AA- (Standard & Poor's)
Sukuk varlıkları	Devlet binaları ve arazileri	Devlet binaları ve arazileri	Maliye Bakanlığının sahip olduğu belirli binalar
Amaç	Sukuktan elde edilen gelirlerin bina ve arazilerin 99 yıllığına kiralanması için prim olarak ödenmesi	Hükümet harcamalarının finanse edilmesi	Genel bütçe amaçları
İhraç tarihi	2 Temmuz 2014	7 Ekim 2014	Ağustos 2004
Vade	5 yıl	5 yıl	5 yıl
Vade dolum tarihi	22 Temmuz 2019	7 Ekim 2019	Ağustos 2009
Miktar	200 milyon GBP	200 milyon Avro	100 milyon Avro
Periyodik dağıtım	%2,036	%0,436	6 aylık EURIBOR + 1 baz puan
Kotasyon	Londra Borsası	Lüksemburg Borsası	Lüksemburg Borsası
Yatırımcıların coğrafi dağılımı	Orta Doğu, Asya ve Britanya	-	-

Kaynaklar: HM Treasury UK Sovereign Sukuk PLC'nin İzahnamesi, Luxembourg Treasury Securities SA'nın İzahnamesi, Stichting Sachsen-Anhalt Trust'ın Yapı Belgesi

Şekil 3.5: HM Treasury UK Sovereign Sukuk Plc – İcâre Sukuku Yapısı



Kaynak: HM Treasury UK Sovereign Sukuk Plc İzahnamesi (30 Haziran 2014)

3.3.5 İİT ÜLKELERİ VE İİT ÜYESİ OLMAYAN ÜLKELER TARAFINDAN İHRAÇ EDİLEN SUKUK YAPILARININ ANALİZİ

Malezya’da sıklıkla kullanılan Şer’i sözleşmelerin türlerinin (ağırlıklı olarak murâbaha) diğer ülkelerdekinden farklı olması, fıkıh uzmanların farklı görüşlerinden kaynaklanmaktadır. Örneğin, Ağustos 1996’da Malezya’nın İSP araçlarının geliştirilmesine yönelik kavramlardan biri olarak bey’u’d-deyn’in (borcun satılması) SC’nin ŞDK’sı tarafından kabul edilmesinin ardından Malezya’da borç alım-satımı veya bey’u’d-deyn yaygın bir uygulama haline gelmiştir (Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu, 2007).

Bir varlık veya öz kaynak girişimine dair intifa haklarını temsil eden icâre veya öz kaynağa dayalı Şer’i sözleşmelerin aksine, satışa dayalı sukuk, sukuk sahiplerinin esasen bir borç olan murâbaha satış bedeli kapsamında ödemeler alma hakkını ifade eder. SC’nin ŞDK tarafından dile getirilen bey’u’d-deyn’in caizliğine dair savı, ŞDK’nın Kararlarında (resolutions) açıklanmaktadır ve bunu yasaklamak için genel bir nas veya İslam hukukçuları arasında fikir birliği (icma) olmadığı belirtilmektedir. Bu proaktif yaklaşım, sukuk kılavuz ilkelerine uymak için gerekli varlıkların teminat altına alınmasında sorunlarla karşılaşan kurumsal ihraççıların piyasaya çekilmesi bakımından Malezya’nın başarısını artırmıştır.

Bazı fıkıh âlimleri Malezya’nın yaklaşımını ‘uyum sağlayıcı’ olarak değerlendirmektedir. Ancak piyasa uygulayıcıları, güçlü bir İSP için gerekli temelin oluşturulması bakımından ticari mantık ile Şer’i şartlar arasında bir denge sağlanması gerektiğine inanmaktadır. Yerli bir sukuk piyasası, küresel olarak kabul edilen Şer’i şartları karşılayan uluslararası en iyi uygulamalara uygun olarak geliştiğinden, Şer’i yönetişimin sıkılaştırılması her zaman devam eden bir gelişim süreci olacaktır.

Daha önce Kutu 3.4’te verilen AAOIFI’nin sukuka dair Şer’i standartlarında açıklandığı gibi her

türlü sukuk işlemi somut varlıklara dayalı olmalıdır. Buna göre, neredeyse tüm devlet sukuku ihraçlarında, İslam hukukçuları arasında yaygın olarak kabul edilmesi nedeniyle icâre sözleşmesi tercih edilmektedir. Ancak, takyidsiz ve Şer'i uyumlu varlıkların teminat altına alınması, uyulması beklenen varlık fiyatlandırma kılavuz ilkeleri bakımından sınırlandırıcı bir faktör olarak tanımlanmaktadır. Bu yüzden yıllar içinde daha fazla sukuk ihracında varlıkların verimli kullanımına ilişkin ticari mantığı karşılamak için birden fazla Şer'i sözleşmenin karışımı olan hibrit bir yapı kullanılmaya başlamıştır (örneğin Şekil 3.3.- Malezya'nın küresel vekâlet sukuku ihracı).

Tarihsel sukuk ihraçlarına göre vekâlet veya vekâle bi'l-istismâr sukuku, aşağıda açıklandığı gibi dayanak varlıklar bakımından çeşitli farklılıklara sahiptir.

(i) İcâre ve mevcut borçların birleşimi

Yukarıdaki Şekil 3.2'de, IDB'nin yüzde 33'ü maddi duran varlıklardan ve yüzde 67'si maddi olmayan duran varlıklardan (istisna alacakları ve/veya murâbaha alacakları) oluşan portföyü gösterilmektedir. Portföyde uygulanan oranlar, diğer ülkelerde gerçekleşecek icâre sukuku yapıları için emsal teşkil etmektedir.

(ii) İcâre ve yeni oluşan borçların birleşimi

Cagamas'ın sukuku'l-emanet li'l-istismar yapısında icâre ile 2010'daki 5,0 milyar MYR'lik İSP ve OVBS programlarında oluşturulan yeni borçların bir birleşimi kullanılmıştır. İcâre sözleşmeleri portföyün yüzde 50'sini oluşturuyordu.

(iii) Mudârebe ve yeni oluşan borçların birleşimi

Gulf Investment Corporation'ın 2011'deki 3,5 milyar MYR'lik OVBS sukuk programında mudârebe sözleşmeleri ve yeni oluşan borçları içeren bir yapı uygulanmıştır.

(iv) İcâre, hisseler ve yeni oluşan borçların birleşimi

Bu yapı, MH'nin 2011'deki 2,0 milyar ABD doları değerinde vekâlet sukuku ihracında kullanılmıştır. Bu sukuk ihracı, o zamana kadar gerçekleştirilen ABD doları birimindeki en büyük devlet sukuku ihracı, uluslararası ABD doları piyasalarında Malezya tarafından gerçekleştirilen en büyük ihrac ve ABD doları biriminde gerçekleştirilen ilk 10 yıllık devlet sukuku ihracı olarak bir dönüm noktası olmuştur.

(v) Maddi olmayan duran varlıklar (örneğin belirli sayıda taşınabilir birimi kullanma hakkı veren senetler), hisseler ve kiralama varlıklarının birleşimi

Yukarıdaki Şekil 3.3'te Malezya'nın bu tür bir varlık kombinasyonu ile gerçekleştirilen küresel sukuk ihracı gösterilmektedir.

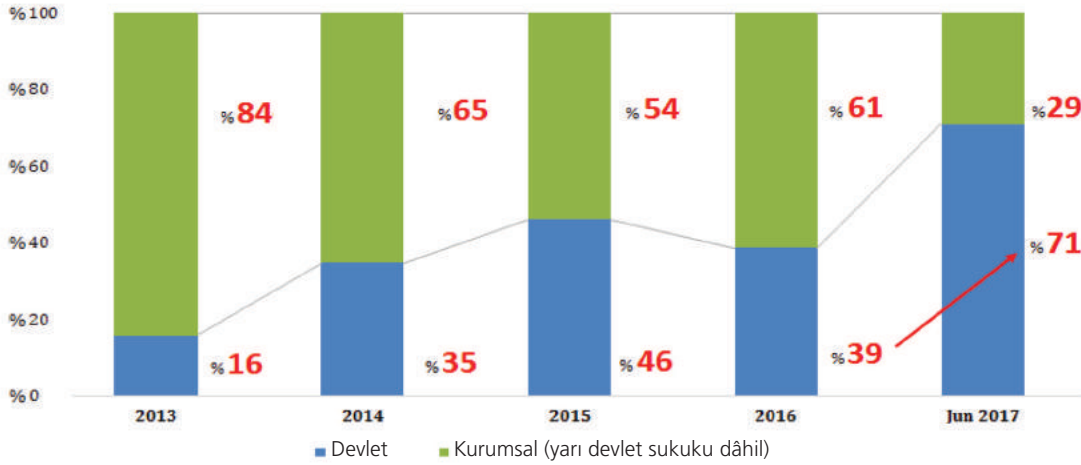
3.4 SUKUK İHRAÇLARININ KAPSAMLI BİR DEĞERLENDİRMESİ – ARZ (SATIŞ TARAFI)

3.4.1 ARAP BÖLGESİ

2016 sonu itibarıyla Arap ülkelerindeki tüm ihraçların yüzde 61,0'i kurumsal sukuk ihraçlarından oluşurken kalan yüzde 39,0'u kamu sektörü ihraçlarıdır. 2017'nin ilk yarısında Suudi Arabistan'ın Nisan ayındaki 9,0 ABD doları değerinde ilk uluslararası sukuk ihracı nedeniyle devlet sukuk ihraçları artmıştır. Bu segment, Suudi Arabistan'ın Temmuz 2017'deki 3 transhik toplam 17 milyar SAR değerindeki yerli sukuk programı ile paralel olarak büyümüştür. Grafik 3.6'da KİK ülkeleri ve

Ürdün tarafından 2013-Haziran 2017 arasında gerçekleştirilen devlet sukuku, yarı devlet sukuku ve kurumsal sukuk ihraçlarının oranları gösterilmektedir.

Grafik 3.6: KİK ve Ürdün'ün Devlet Sukuku ve Kurumsal Sukuk İhraçları (2013-Haziran 2017)



Kaynaklar: Bloomberg, Eikon Thomson Reuters*

*Ürdün'ün verileri Eikon Thomson Reuters'ten alınmıştır.

Petrol fiyatlarındaki düşüşün ardından son 5 yıldır Bahreyn, BAE ve Katar hükümetleri bütçe finansmanı amacıyla aktif bir şekilde ulusal para veya yabancı para birimlerinde sukuk ihraç etmektedir (KİK'nin bütçe açıklarına dair Tablo 3.4'e bakınız). Umman ve Suudi Arabistan, düşen petrol fiyatları nedeniyle oluşan bütçe açıklarını finanse etmek için son yıllarda geleneksel tahviller ihraç ettikten sonra 2017'de ilk sukuk ihraçlarını gerçekleştirmiştir. Nisan 2017'de Kuveyt de borç toplamak için komşuları ile aynı yolu izlemiş, ancak ilk referans getiri eğrisini oluşturmak için geleneksel bir uluslararası tahvil kullanmayı seçmiştir (Euromoney, 2017). Düşük seyreden petrol fiyatları ve bütçe açıklarını finanse etme gerekliliği göz önünde bulundurulduğunda KİK devletlerinin sukuku geleneksel finansman yöntemleriyle birleştirmeye devam edeceğine inanıyoruz. KİK'de devletlerin tahvil veya sukuk ihraç etme kararı, ilk olarak hedef yatırımcı tabanına, daha sonra da sukuk yapısının kolaylığı ve İslami finans stratejisine göre belirlenmektedir; çünkü sukukun yapılandırılması geleneksel tahvillere kıyasla daha karmaşık ve zaman alan bir süreçtir (Gulf News Banking, 2017).

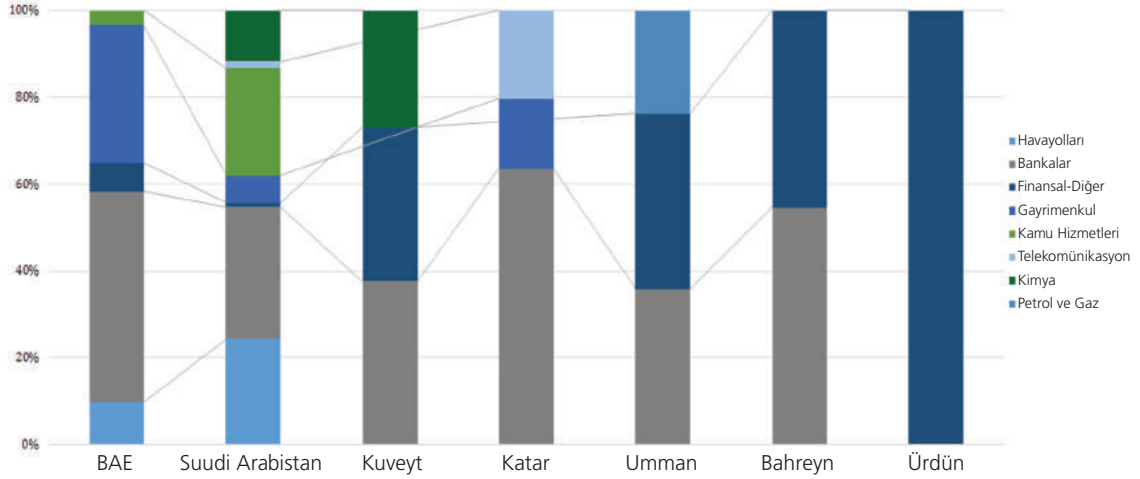
Tablo 3.4: KİK Ülkelerinin Bütçe Açıkları (2014-2017ö/milyar ABD doları)

Ülke	2014	2015	2016	2017ö
Suudi Arabistan	(25,9)	(102,9)	(84,5)	(56,4)
Katar	25,3	1,9	(11,9)	(18,3)
Kuveyt	13,7	(19,6)	(15,0)	(9,6)
BAE	19,7	(7,7)	(14,4)	(7,8)
Umman	(2,7)	(11,6)	(12,5)	(7,5)
Bahreyn	(1,2)	(4,0)	(4,6)	(4,2)
Toplam	28,9	(143,9)	(143,0)	(103,8)

Kaynak: RAM (Mart, 2017)

KİK ülkeleri, ağırlıklı olarak İslami finans kuruluşları ve devletle ilişkili teşekküller tarafından yürütülen sağlıklı bir kurumsal sukuk ihraç mekanizmasına sahiptir. Yalnızca Suudi Arabistan, diğer kurumsal sektörlerde bir miktar çeşitlendirme sağlamıştır (havacılık, kimya, gıda işleme, endüstriyel ve petrol ve gaz). Grafik 3.7’de KİK ülkeleri ve Ürdün tarafından gerçekleştirilen kurumsal sukuk ihraçları sektörlere göre gösterilmektedir. Tablo 3.5 ve 3.6’da Arap ülkelerinin 2001’den 2006’ya kadar gerçekleştirdikleri yerli ve uluslararası sukuk ihraçlarının sayısı gösterilmektedir.

Grafik 3.7: Sektörlere Göre Yarı Devlet Sukuku ve Kurumsal Sukuk İhraçları (2011-Haziran 2017)



Kaynaklar: Bloomberg, Eikon Thomson Reuters*

*Yalnızca Ürdün’ün verileri Eikon Thomson Reuters’ten alınmıştır.

Tablo 3.5: Arap Ülkeleri – Ülkelere Göre Yerli Sukuk İhraçlarının Sayısı (2001-2016)

Ülke	Sukuk ihracı sayısı	Miktar (milyon ABD doları)	Toplam değer içindeki payı (%)
Bahreyn	265	14.748	19,3
Ürdün	3	272	0,4
Kuveyt	1	332	0,4
Umman	3	825	1,2
Katar	16	14.416	18,9
Suudi Arabistan	52	37.179	48,7
BAE	14	8.251	10,8
Yemen	2	253	0,3
Toplam	356	76.276	100,0

Kaynak: IIFM (Temmuz, 2017)

Tablo 3.6: Arap Ülkeleri – Ükelere Göre Uluslararası Sukuk İhraçlarının Sayısı (2001-2016)

Ülke	Sukuk ihracı sayısı	Miktar (milyon ABD doları)	Toplam değer içindeki payı (%)
Bahreyn	101	9.310	8,5
Kuveyt	15	2.577	2,4
Umman	2	582	0,5
Katar	12	10.185	9,3
Suudi Arabistan	43	26.305	24,1
BAE	90	60.244	55,2
Toplam	263	109.203	100,0

Kaynak: IIFM (Temmuz, 2017)

Tablo 3.7’de seçilen Arap ülkeleri tarafından gerçekleştirilen bazı önemli ihraçların detayları verilmektedir.

Tablo 3.7: Arap Ülkelerinin Gerçekleştirdiği Bazı Sukuk İhraçları

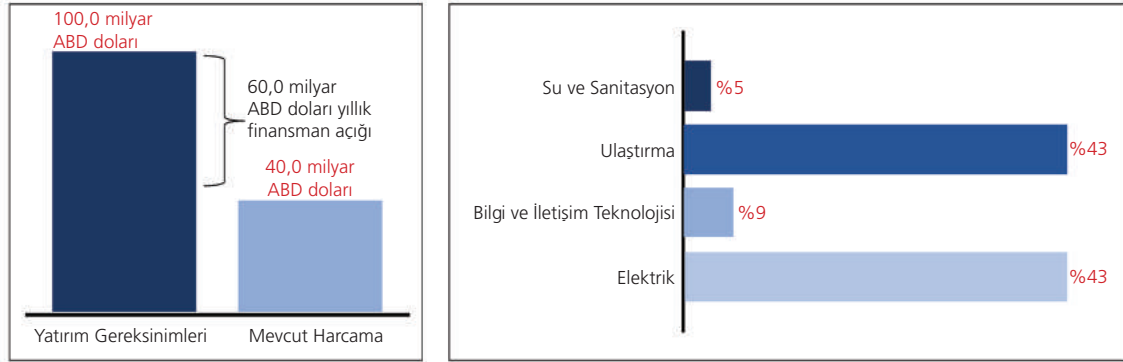
İhraç adı	Zam Zam Tower Sukuk 2003	SABIC 1 Sukuk 2006	Dubai İslam Bankası Sukuku 2015	Ürdün Devlet Sukuku 2016	Suudi Devlet Sukuku 2017
Sukuk ihraççısı	Munshaat Real Estate Projects KSC	Saudi Arabia Basic Industries Corporation (SABIC)	DIB Tier 1 Sukuk (2) Ltd	Jordan 2021	KSA Sukuk Limited
Kaynak kuruluş/ yükümlü	Mekke El- Mukarramah Kral Abdul Aziz Vakfı Projesi	Saudi Arabia Basic Industries Corporation (SABIC)	DIB Tier 1 Sukuk (2) Ltd	Ürdün Haşimi Krallığı	Suudi Arabistan Krallığı Maliye Bakanlığı
Para birimi	ABD doları	Suudi Riyali	ABD doları	Ürdün Dinarı	ABD doları
Yapı	İcâre (İntifa)	İstismar	Mudârebe	İcâre	Hibrit (mudârebe ve murâbahanın birleşimi)
Sukuk dere- celendirme notları	-	Standard & Poor’s: A-	Derecelendiril- memiş	-	Moody’s: A1(P) Fitch Ratings: A+
Sukuk varlıkları	Zaman paylaşımı konseptine göre bina kompleksini (Zem Zem Kulesi) kullanma hakkı	SABIC’nin pazarlama işleri için yapılan pazarlama anlaşmaları kapsamında 20 yıl boyunca belirtilen hak ve yükümlülükler	DIB’nin genel kurumsal işletmesi	Şer’i uyumlu varlık	Şer’i uyumlu varlık

Amaç	Vakfın belirli amaçlarını yerine getiren hacılar için kaliteli bir hizmet tesisi kurmak	SABIC'nin sermaye harcamaları programının bir kısmını finanse etmek ve genel kurumsal amaçlar	DIB'nin sermaye pozisyonunu geliştirmek	Maliye Bakanlığının yeni ofislerini tamamlamak	Bütçe açığını finanse etmek
İhraç tarihi	Aralık 2003	29 Temmuz 2006	20 Ocak 2015	17 Ekim 2016	20 Nisan 2017
Vade	24 yıl	5-20 yıl	Vadesiz, altı yıldan sonra geri çağrılabilir	5 yıl	5 yıl ve 10 yıl
Vade dolum tarihi	Aralık 2027	İlk satım opsiyonu 15 Temmuz 2011'de	-	17 Ekim 2021	20 Nisan 2022 ve 20 Nisan 2027
Miktar	390 milyon ABD doları	3 milyar SAR	1 milyar ABD doları	34 milyon JOD	9 milyar ABD doları
Periyodik dağıtım	Yatırımın yüzde 26 düzeyinde iç verim oranı	3 aylık SIBOR + 40 baz puan	%6,75	%3,01	Sırasıyla %2,894 ve %3,628
Kotasyon	-	Suudi Borsası	İrlanda Borsası ve NASDAQ Dubai	-	İrlanda Borsası
Yatırımcıların coğrafi dağılımı	-	-	-	-	-

Kaynaklar: Bloomberg, Thomson Reuters, sukuk.com

Arap ülkelerinin sukuk piyasalarının geliştirilmesinde, tarihsel olarak hükümetler ve ticari bankalar tarafından finanse edilen büyük altyapı finansman açığına dikkat edilmelidir. Arap hükümetleri ekonomik reform (sübvansiyonların ve hükümet harcamalarının azaltılması) olasılıklarını araştırdığından, petrol gelirlerine olan bağımlılığı azaltma ihtiyacının olumlu tarafı, ekonomi için yayılma etkisi (örneğin inşaat faaliyetlerinin, üretimin ve iş imkânlarının artması) oluşturacak özel sektör ve kamu sektörü ilişkileriyle ekonomik büyümenin desteklenmesidir. Şekil 3.6'da gösterildiği gibi Arap ülkeleri yıllık 60 milyar ABD doları finansman açığı yaşamaktadır.

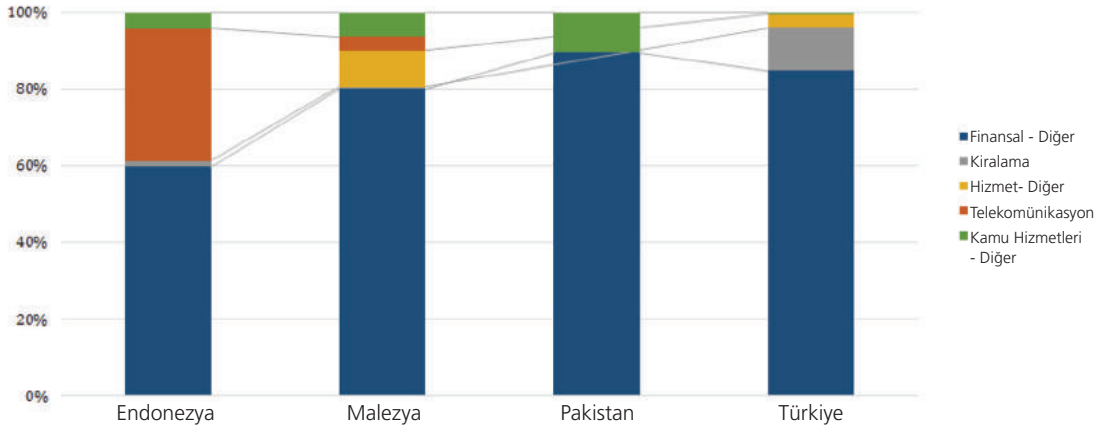
Araştırmalar, KİK ülkelerinin dalgalanan petrol fiyatları karşısında kamu ulaştırma altyapısı geliştirme çalışmalarından kaynaklanan bütçe açıklarını kapatmak için kamu-özel sektör ortaklıklarına (KÖO'lar) daha fazla başvurduğunu göstermektedir. Yakın dönemde en çok gelecek vadeden 2 önemli piyasa olarak değerlendirilen Kuveyt ve BAE'de (yani Dubai) bir süre önce KÖO'lara ilişkin bir mevzuat çerçevesi uygulamaya konmuştur. Suudi Arabistan Hükümeti de KÖO modeline göre çeşitli ulaştırma altyapısı projelerini uygulamaya karar vermiştir (Gulf Traffic, 2017).

Şekil 3.6: Arap Ülkelerinin Altyapı Harcamaları


Kaynak: Arab Monetary Fund Hesaplaması (2016)

3.4.2 ASYA BÖLGESİ

Sektörlere bakıldığında, finansal kuruluşlar sermaye yeterliliği şartlarını karşılamak için sukuk ihraç eden ana sektördür. Endonezya ve Malezya'nın yarı devlet ve kurumsal sukuk ihraçlarında sektörel çeşitlilik gözlemlenebilir (Grafik 3.8'e bakınız). Ancak ihraç sayısı ve miktarı bakımından Malezya, Tablo 3.8 ve 3.9'da gösterildiği gibi diğer ülkelerin ilerisindedir. Diğer ülkelere bakıldığında, Bangladeş, Hong Kong ve Brunei'nin sukuk ihraçları hükümetler ve merkez bankaları tarafından gerçekleştirilmektedir.

Grafik 3.8: Sektörlere Göre Yarı Devlet Sukuku ve Kurumsal Sukuk İhraçları (2011-Haziran 2017)


Kaynak: Eikon-Thomson Reuters

Tablo 3.8: Asya Ülkeleri – Ülkelere Göre Yerli Sukuk İhraçlarının Sayısı (2001-2016)

Ülke	Sukuk ihracı sayısı	Miktar (milyon ABD doları)	Toplam değer içindeki payı (%)
Bangladeş	4	37	0,0
Brunei Darussalam	137	8.829	1,6
Endonezya	195	31.822	5,6
İran	1	144	0,0

Malezya	5.106	515.662	90,6
Maldivler	1	3	0,0
Pakistan	71	12.006	2,1
Singapur	12	788	0,1
Sri Lanka	1	3	0,0
Toplam	5.528	569.295	100,0

Kaynak: IIFM (Temmuz, 2017)

Tablo 3.9: Asya Ülkeleri – Ükelere Göre Uluslararası Sukuk İhraçları (2001-2016)

Ülke	Sukuk ihracı sayısı	Miktar (milyon ABD doları)	Toplam değer içindeki payı (%)
Hong Kong	4	2.196	3,6
Endonezya	13	10.503	17,2
Japonya	3	190	0,3
Malezya	73	44.854	73,3
Pakistan	3	2.600	4,2
Singapur	4	711	1,2
Toplam	101	61.151	100,0

Kaynak: IIFM (Temmuz, 2017)

MH'nin İslami bankacılık ve İslami finansı politika araçları olarak ekonomi gündemine dâhil etmeye yönelik uyumlu çalışmaları, ülkenin ana akım finansal piyasalardaki yükselişini sağlayan itici güç olmuştur. İslami finansın ekonomi gündemine başarılı bir şekilde dâhil edilmesi, yalnızca hükümetin bütçe gereksinimlerinin karşılanması için değil aynı zamanda yarı devlet teşekkülleri ve kurumları tarafından sürdürülebilir bir sukuk ihraç mekanizmasının oluşturulmasına yönelik olarak önemli derecede güçlülük sağlamaktadır. Malezya'nın finans kuruluşları ve altyapı sektörünün, yerli kurumsal yatırımcıların uzun vadeli varlıklara yönelik iştahı ile daha iyi eşleşen finansman ihtiyaçları nedeniyle gelecekteki daha büyük sukuk işlemleri için kilit rol oynadığına inanılmaktadır.

Malezya dışında başta Endonezya ve Pakistan olmak üzere diğer Asya ülkeleri de ihraç hacimlerini sürekli olarak artırmaktadır. Tablo 3.10'da bazı Asya ülkeleri tarafından gerçekleştirilen çeşitli sukuk ihraçlarına genel bir bakış sunulmaktadır.

Tablo 3.10: Asya Ülkelerinin Gerçekleştirdiği Bazı Sukuk İhraçları

	Malezya	Endonezya	Pakistan	Brunei	Japonya
Sukuk ihraççısı	Axiata SPV2 Bhd	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk PT	Neelum Jhelum Hydropower Company (Private) Limited	Brunei Darussalam April 2017	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ (Malaysia) Berhad ("BTMUM")
Kaynak kuruluş/ Yüklümlü	Axiata Group Berhad	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk PT	Neelum-Jhelum Hydropower Company (NJHPC)	Brunei Hükümeti	The Bank of Tokyo-Mitsubishi (UFJ)
Para birimi	Amerikan doları	Endonezya rupisi	Pakistan rupisi	Brunei doları	Japon yeni

Yapı	Vekâlet	İcâre	Müşâreke	İcâre	Vekâlet
Sukuk derecelendirmeleri	Baa2 (Moody's), Baa2 (S&P) – Uluslararası derecelendirme	idA (Pefindo)- Yerel derecelendirme	AAA (JCR-VIS)- Yerel derecelendirme	AAA (RAM ²)	AAA (RAM)
Sukuk varlıkları	Telefon Kontörü	-	-	-	Şer'i uyumlu varlık
Amaç	Sermaye verimliliğini artırmak	Ödenmemiş borcunu yeniden finanse etmek ve çeltik işleme tesisi inşasını fonlamak	Hidroelektrik santral projesini finanse etmek	Portföyünü çeşitlendirmek	Finansman kaynaklarını çeşitlendirmek
İhrac tarihi	13 Kasım 2015	19 Temmuz 2016	21 Nisan 2016	28 Nisan 2016	25 Eylül 2014
Vade	5 yıl	5 yıl	10 yıl	1 yıl	10 yıl
Vade dolum tarihi	13 Kasım 2020	19 Temmuz 2021	21 Nisan 2026	13 Nisan 2017	25 Eylül 2024
Miktar	500 milyon ABD doları	1,5 trilyon IDR	100 milyar PKR	100 milyon BND	2,5 milyar JPY
Periyodik dağıtım	%3,466	%10,0-10,75	6 aylık KIBOR +0,113 baz puan	%1,03	-
Kotasyon	Malezya Borsası, Singapur Borsası	-	-	-	-
Yatırımcıların coğrafi dağılımı	Asya (%58), Avrupa (%22), Orta Doğu (%20)	-	-	-	-

Kaynaklar: Islamic Finance News, Thomson Reuters, RAM

3.4.3 AFRIKA BÖLGESİ

Geçmişte Afrika hükümetleri, altyapı maliyetlerini karşılamak için ihracat kredisi kurumları, çok taraflı kurumlar, kalkınmaya yönelik finans kuruluşları, ticari bankalar ve özel katılımcılar gibi geleneksel finansörlerle işbirliği yapıyordu. Ancak, geleneksel finansman kaynakları sınırsız değildir ve altyapı dışında başka sektörler de fon sağlanmalıdır. Kıtanın büyük altyapı açığı göz önünde bulundurulduğunda, alternatif finansman kaynaklarını aktif olarak arama ihtiyacı daha acil hale gelmiştir. Sonuç olarak, birçok Afrika ülkesi altyapı geliştirme ve diğer amaçlarla Avrupa tahvil pazarına yönelmiştir. Kıtanın önemli Müslüman nüfusu ve Asya ile Orta Doğu'nun kayda değer finansal gücü dikkate alındığında, sukuk ihracı için hukuki çerçeveler hazırlayan Afrika ülkelerinin sayısı, bu ekonomilerden yatırım çekmek için diğer çok sayıda Şer'i uyumlu araçla birlikte artmaktadır. Petrol fiyatlarındaki sürekli düşüşün etkilerine rağmen KİK ülkelerinin çoğu, yıllar boyunca, geleneksel finansal ürünler ya da Şer'i uyumlu araçlarla da kullanılabilecek önemli bir servet biriktiren devlet varlık fonlarına sahiptir.

Bu gelişmeler ışığında Osun Eyaleti (Nijerya), Güney Afrika, Senegal ve Nijerya altyapı varlıklarına dayalı devlet sukuku ihrac etmektedir. Bu durum, bütçe gereksinimlerinin karşılanmasında stratejik bir borç yönetim aracı olarak sukukun Afrika hükümetleri nezdinde artan etkisini göstermektedir.

2 RAM'in Brunei için ülke kredi notu, 13 Aralık 2016 itibarıyla.

Tablo 3.11’de bu ihraçların detayları verilmektedir.

Tablo 3.11: Afrika Ülkelerinin Gerçekleştirdiği Bazı Sukuk İhraçları

	Nijerya- Osun	Nijerya	Senegal	Güney Afrika	Côte d'Ivoire	Japonya
Sukuk İhraççısı	(Fildişi Sahili)	Togo	FCTC Sukuk Etat du Senegal	ZAR Sovereign Capital Fund Proprietary Ltd	FCTC	FCTC
Kaynak kuruluş/ Yükümlü	Osun Eyalet Hükümeti, Nijerya	Nijerya Federal Hükümeti	Senegal Hükümeti	Güney Afrika Hükümeti	Fildişi Sahili Hükümeti	Togo Hükümeti
Para birimi	Naira	Naira	CFA	ABD doları	CFA	ABD doları
Yapı	İcâre	İcâre	İcâre	İcâre	İcâre	İcâre
Sukuk derece- lendirme notları	Bb+ (Agusto & Co), A (Agusto & Co)	Derecelendi- rilmemiş	Derecelendi- rilmemiş	BBB- (S&P), Baa1 (Moody’s), BBB (Fitch)	-	-
Sukuk Varlıkları	İlkokul, ortaokul ve liseler	Umumi yollar	3 binanın intifa hakkı	Devlet arazisi intifa hakkı	Abidjan’daki 2 bina kompleksinin intifa hakkı	-
Amaç	Okullar inşa etmek	Yol projelerini finanse etmek	Ekonomik ve sosyal kalkınma projelerini finanse etmek	Vadesi gelen borçları ödemek	Kalkınma projelerini finanse etmek	Kalkınma projelerini finanse etmek
İhraç Tarihi	10 Ekim 2013	22 Eylül 2017	18 Temmuz 2014	Eylül 2014	21 Aralık 2015	10 Ağustos 2016
Vade	7 yıl	7 yıl	4 yıl	5 yıl 9 ay	5 yıl	10 yıl
Vade dolum tarihi	10 Ekim 2020	22 Eylül 2024	18 Temmuz 2018	17 Haziran 2020	21 Aralık 2020	10 Ağustos 2026
Miktar	11,4 milyar naira	100,0 milyar naira	100,0 milyar CFA	500,0 milyon ABD doları	150,0 milyar CFA	150,0 milyar CFA
Periyodik dağıtım	%14,75	%16,47	%6,25	%3,90	%5,75	%6,50
Kotasyon	Nijerya Borsası	Nijerya Borsası, FMDQ Tezgâh Üstü Menkul Kıymetler Borsası	Bölgesel Menkul Kıymetler Borsası	Lüksemburg Borsası	Batı Afrika Borsası	Bourse Régionale des Valeurs Mobilières
Yatırım- cılarının Coğrafi Dağılımı	Yerli yatırımcılar	Yerli yatırımcılar	Batı Afrika (%74), Orta Doğu (%24), Orta Afrika (%1), Avrupa (%1), Kuzey Afrika (%0,1)	Orta Doğu ve Asya (%59), Avrupa (%25), ABD (%8), Diğer (%8)	Batı Afrika (%56), Orta Doğu (%38), Kuzey Afrika (%8)	-

Kaynaklar: Islamic Finance News (Mart, 2016), Thomson Reuters (Ekim, 2016), Lexology (Ocak, 2017)

3.4.4 İİT ÜYESİ OLMAYAN ÜLKELERDEKİ SUKUK İHRAÇLARI

Devlet sukuku ihraçlarına olanak tanımak için ülkelerin vergisel ve hukuki çerçevelerinde değişiklikler yapılmıştır. Örneğin, Birleşik Krallık'ın 21 Temmuz 2009'da kraliyet onayı alan 2009 tarihli Finans Yasası'yla, Şer'i uyumlu finansal ürünleri geleneksel finansal ürünlere kıyasla vergi bakımından daha az verimli hale getiren vergi engellerini ortadan kaldırmıştır. Bu mevzuatla Birleşik Krallık'ın İslami finans için önde gelen uluslararası bir merkez olma hedefinin desteklenmesi öngörülmüştür. İslami finansa olanak tanımak için Birleşik Krallık'ın benimsediği temel bileşenlerden biri, birincil mevzuata gerek olmadan yasal araçlarla (veya diğer rehberlik biçimleriyle) gelecekte düzenlemeler yapabilme imkânının sağlanmasıdır (SEDCO Capital, 2014). Bu yaklaşım, hükümetin diğer ihraç türlerini kolaylaştırmak için her türlü düzenlemeyi yapmaya yönelik istekliliğini ve bu konuda gereken yasama yetkisine ve araçlara sahip olduğunu göstermektedir. Ancak maalesef, Birleşik Krallık'ın sukuk piyasasında bugüne kadar başka hiçbir gelişme olmamıştır.

Fransa ve Lüksemburg da İslami finansal ürünlerin kendi vergi kanunlarına göre nasıl muamele göreceğini gösteren vergi düzenlemeleri oluşturmuşlardır. Singapur ise İslami bankacılığın nasıl ele alınacağını detaylı bir şekilde açıklığa kavuşturmak için gelir vergisi düzenlemelerinde ek değişiklikler yapmıştır. Hükümetler ve düzenleyici kurumlar tarafından gerekli altyapıyı oluşturmak için çalışmalar yapılmış olsa da ihraç sayısı düşük kalmıştır. Tablo 3.12'de yurt içi sukuk ihraçlarının toplam sayısı, Tablo 3.13'te ise İİT üyesi olmayan ülkelerin (Arap, Asya ve Afrika bölgeleri dışı) uluslararası sukuk ihraçlarının sayısı gösterilmektedir.

Tablo 3.12: Ülkelere Göre Yurt İçi Sukuk İhraçlarının Sayısı (2001-2016)

Ülke	Sukuk ihracı sayısı	Miktar (milyon ABD doları)	Toplam değer içindeki payı (%)
Fransa	1	1	0,0
Almanya	2	83	2,8
Lüksemburg	3	280	9,0
Birleşik Krallık	9	1.368	44,1
ABD	5	1.367	44,1
Toplam	20	3.099	100,0

Kaynak: IIFM (Temmuz, 2017)

Tablo 3.13: Ülkelere Göre Uluslararası Sukuk İhraçlarının Sayısı (2001-2016)

Ülke	Sukuk ihracı sayısı	Miktar (milyon ABD doları)	Toplam değer içindeki payı (%)
Almanya	1	123	100,0

Kaynak: IIFM (Temmuz, 2017)

3.4.5 İİT ÜLKELERİ VE İİT ÜYESİ OLMAYAN ÜLKELER TARAFINDAN GERÇEKLEŞTİRİLEN SUKUK İHRAÇLARININ ANALİZİ

İslami Fiyatlandırma Ölçütünün Olmaması

Sukukun sorunlarından biri, getirilerinin genellikle Londra Bankalar Arası Faiz Oranı (LIBOR) veya Avro Bankalar Arası Faiz Oranı (EURIBOR) gibi geleneksel piyasanın gösterge faiz oranlarına dayalı

olmasıdır. Fiyatlandırmada bu faize dayalı ölçütlerin kullanılması, getirinin ribâ (faiz) ile eşdeğer olduğunu öne süren âlimler arasında endişeye yol açmaktadır. Bir uygulayıcı açısından bakıldığında -Şer'i uyumluluk bakımından kendine has olmasına rağmen- sukuk, genellikle borca dayalı araçlar olarak yapılandırılmaktadır ve bu bakımdan geleneksel menkul kıymetlere benzer özelliklere sahiptir. Tahvillere benzer özellikleri ve yatırımcıların geleneksel fiyatlandırma mekanizmasına aşına olduğu geleneksel bir ortamda faaliyet gösterilmesi göz önünde bulundurulduğunda bu, geleneksel fiyatlandırma ölçütünün benimsenmesi için sukuk fiyatlandırmasını etkilemektedir. Ayrıca, sukukun fiyatlandırılmasında karşılaşılan başlıca güçlükler şunlardır:

- Nispeten yeni bir araç olarak henüz kendi fiyatlandırma mekanizması geliştirilmemiştir.
- Uygun bir İslami gösterge oranının ne olabileceğine dair ihraççılar arasında fikir birliği yoktur.
- Sukuk piyasası hâlâ düşük likidite, piyasa derinliğinin olmaması ve ihraçlar için kritik hacmin mevcut olmaması gibi sorunlarla karşı karşıyadır. Sukuk piyasası daha da geliştikçe İslami bir gösterge oranının doğal olarak oluşacağına inanılmaktadır.

Alternatif bir fiyatlandırma ölçütünün kullanılması konusu en çok, sukuk sahiplerinin dayanak varlıkların kirasına göre getiri elde ettiği icâre sukukunda dile getirilmektedir. Faize dayalı bir ölçüt kullanmak yerine çoğunlukla icâre sukukunun fiyatlandırmasının dayanak varlıklardan kaynaklanan kiralari yansıtmaları gerektiği öne sürülmektedir.

Ekonomik Kalkınma

Geçmişteki devlet sukuku ihraçlarına bakıldığında, sukuk ihracının temel amacı, bütçe açıklarını veya altyapı projelerinin inşası da dâhil olmak üzere ilgili bütçe gereksinimlerini finanse etmektir. Temel sukuk piyasalarına (örneğin Malezya, KİK ve Endonezya) bakıldığında, diğer İİT üyesi ülkeler ve İİT üyesi olmayan ülkeler tarafından sukuk ihraçlarının gerçekleştirilmesi, sukukun alternatif bir finans çözümü olarak sisteme dâhil edilmesinin faydalarını göstermektedir.

Sukukun, uzun vadeli kurumsal fonların altyapı projelerine yönelik sermaye harcamalarıyla eşleştirilmesine dair kendine özgü değer önerisi sebebiyle, özel sektörü büyümenin itici gücü olarak belirlemiş olan Malezya gibi ülkeler için sukuk çok faydalı bir araç olarak değerlendirilmektedir. Diğer ülkelerin de benzer bir eğilim gösteriyor olmasına rağmen yerli sukuk piyasalarının doğasından kaynaklanan güçlükler, piyasanın gelişimini etkilemektedir (örneğin Endonezya ve Türkiye'de BDFAK'ların desteğinin olmaması).

Düzenleyici ve Şer'i Standardizasyon

Düzenleyici ve Şer'i yönetişime standardize edilmiş bir yaklaşımın olmaması, sukuk piyasalarının gelişimini etkilemektedir. İslami finansın gelişiminde uluslararası standart belirleyici kuruluşlar AAOIFI ve IFSB'dir. Her bir ülkenin benimsediği standartlar, yurt içi sukuk piyasalarını yönetmek için oluşturulan politika ve çerçevelere göre değişiklik göstermektedir. Merkezi bir yaklaşım uygulayan ülkeler, ürün geliştirme ve küresel sukuk ihracının pazar payı bakımından ilerleme kaydetmektedir.

Değer Önerisi

Özel sektörün sıklıkla iştirak ettiği yerel para biriminde sukuk ihraç edilen bir piyasanın oluşturulması, sukuk piyasasının gelişiminin sürdürülebilirliği için çok önemlidir. Özel sektörü çekmek için sukuka ilişkin olarak ülkenin yol haritasında veya ana finans planında yer alan güçlü bir değer önerisinin oluşturulması gerekir. Sukuk piyasasının gelişim aşamasının belirlenmesinde

makroekonomik faktörlerin istikrarı önemli bir rol oynamaktadır. Tüm bu faktörlerin birleşimi, bir ülkenin İslami sermaye piyasasının büyümesi için bir ön şart niteliğindedir.

3.5 SUKUK YATIRIMLARININ KAPSAMLI BİR DEĞERLENDİRMESİ – TALEP (ALIM TARAFI)

3.5.1 ARAP BÖLGESİ

Dünya Bankası'na göre KİK'deki finans sektöründe genellikle bankacılık hâkim durumdadır. BDFAK'lar KİK'de sınırlı bir mevcudiyete sahiptir. Yatırım fonları, çeşitli ülkelerde hızlı bir şekilde artmaktadır, ancak büyük oranda yerli hisse senetleri ve gayrimenkule odaklanmaktadır. Sigortacılık sektörü hâlâ küçüktür ve can ve mal kaybı risklerini hedef almaktadır. Anlaşmalı tasarruflar yeterli düzeyde gelişmemiştir ve çoğunlukla "gelirin tahakkuku anında yapılan kesinti" planları olarak tanımlanan kamu emeklilik sistemlerinin hâkimiyeti görülmektedir (Dünya Bankası Grubu, 2015). Bunlar, yatırım için uzun vadeli kaynakların biriktirilmesine çok az katkıda bulunmaktadır. Çoğu yatırım fonu bankalara ait olduğundan KİK'deki yerli yatırımcıların büyük oranda yerli finans kuruluşlarından oluşuyor olması şaşırtıcı değildir. Tablo 3.14'te KİK ülkelerinde finans piyasalarının GSYH'nin yüzdesi olarak bileşimleri, Tablo 3.15'te ise GSYH'nin yüzdesi olarak BDFAK'ların finansal aracılığının temel göstergeleri sunulmaktadır.

Tablo 3.14: Ülkelere Göre GSYH'nin Yüzdesi Olarak Finans Piyasalarının Bileşimi

Tarihsel veriler				En güncel tarihe göre veriler		
Ülke	İtfası gelmemiş tahviller	Devam eden krediler	Piyasa değeri	İtfası gelmemiş tahviller	Devam eden krediler	Piyasa değeri
Bahreyn	%25,7 (2012)	%40,0 (1990)	%77,2 (1996)	%94,5 (2016)	%91,1 (2014)	%60,9 (2016)
Kuveyt	%0,4 (2012)	%96,5 (1995)	%43,9 (1993)	%6,2 (2016)	%70,8 (2014)	%105,4 (2006)
Umman	%0,8 (2012)	%13,9 (1980)	%12,9 (1993)	%22,8 (2016)	%49,0 (2014)	%35,1 (2016)
Katar	%23,3 (2012)	%77,6 (1993)	%119,8 (2007)	%49,3 (2016)	%67,7 (2014)	%101,5 (2016)
Suudi Arabistan	%1,7 (2012)	%24,7 (1988)	%74,2 (2009)	%10,8 (2016)	%55,8 (2014)	%69,4 (2016)
BAE	%9,7 (2012)	%18,4 (1980)	%20,4 (2003)	%29,6 (2016)	%90,3 (2014)	%61,1 (2016)

Kaynaklar: World Bank, Bloomberg, The Global Economy

Not: Devam eden krediler, kamu sektörüne ve özel sektöre verilmiş banka kredileri olarak tanımlanmaktadır.

Tablo 3.15: GSYH'nin Yüzdesi Olarak BDFAK'ların Finansal Aracılığının Temel Göstergeleri

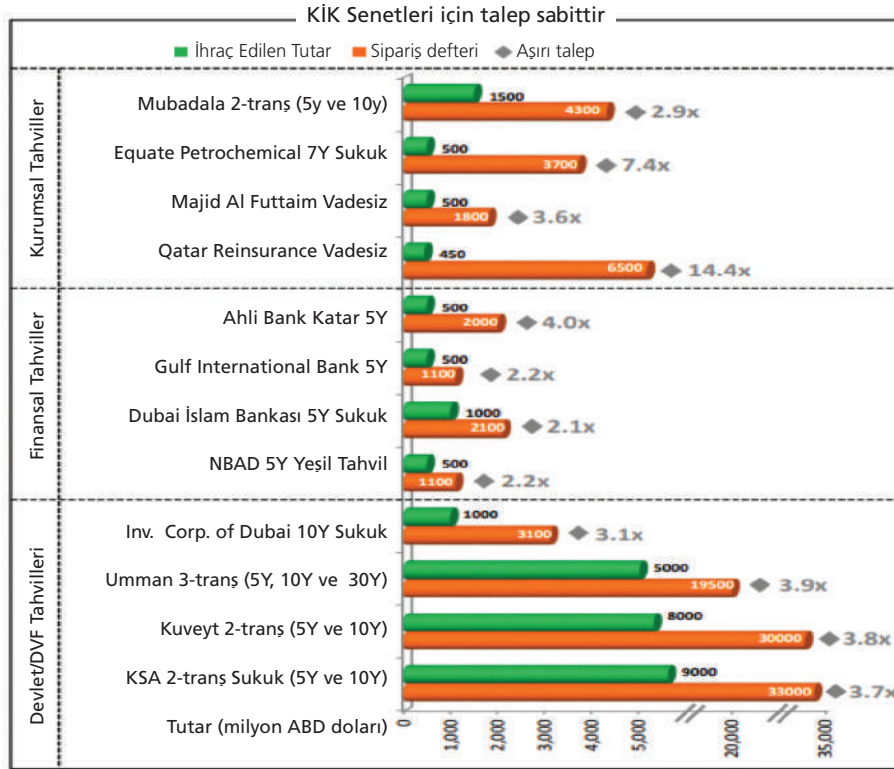
Ülke	GSYH'nin yüzdesi olarak BDFAK varlıkları	GSYH'nin yüzdesi olarak emeklilik fonu varlıkları
Bahreyn	%31,5 (2014)	%20,5 (2006)
Kuveyt	%2,4 (2014)	-
Umman	-	-

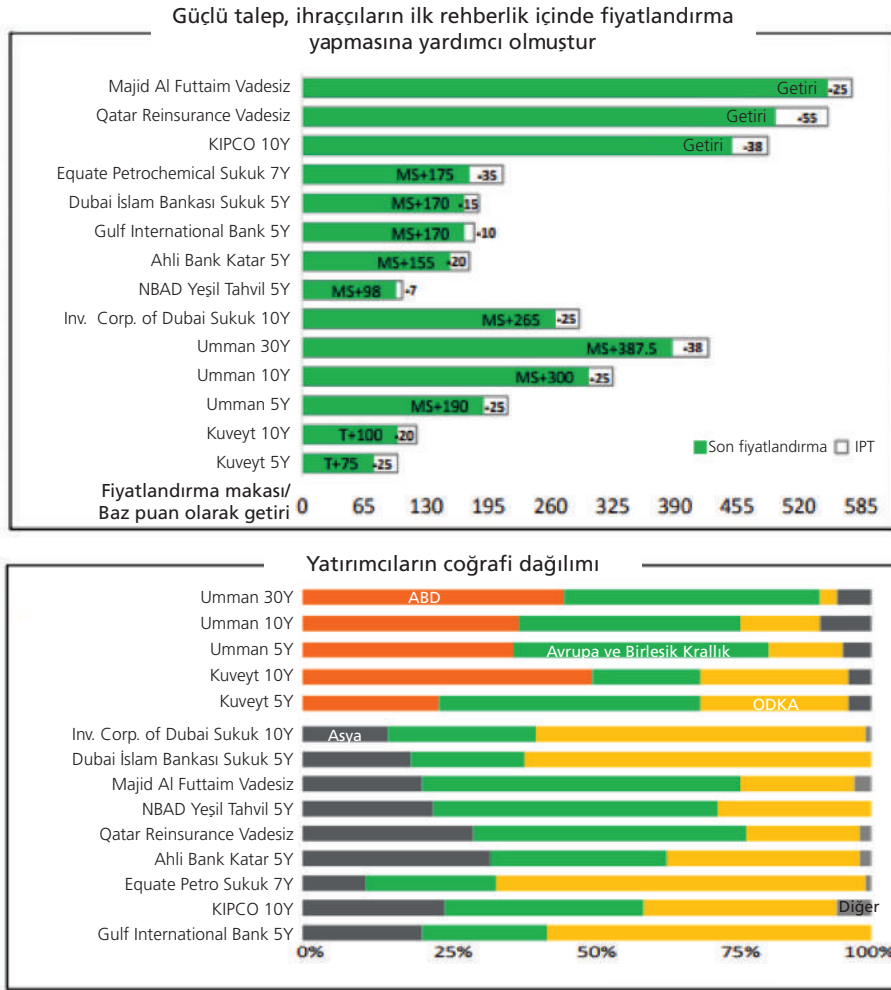
Katar	-	-
Suudi Arabistan	%14,4 (2014)	%26,0 (2016)
BAE	-	%2,7 (2007)

Kaynak: The Global Economy

KİK'nin son tahvil (sukuk dâhil) ihraçlarındaki yatırımcılara ilişkin yapılan bir değerlendirmede yatırımcıların çoğunun yabancı olduğu görülmüştür. Birleşik Krallık, avro bölgesi ve Japonya'da tahvil getirilerinin negatif veya sıfıra yakın olması nedeniyle bu yatırımcılar Körfez bölgesindeki tahvil getirilerine yönelmektedir. Bu durum, seçilen 2017 tarihli KİK tahvil ihraçlarının sipariş defterlerinin boyutuna ve fiyatlandırma düzeylerine bakılarak da teyit edilebilir (Şekil 3.7'ye bakınız).

Şekil 3.7: Seçilen KİK Kredilerinin Sipariş Defterleri, Fiyatlandırma Dinamikleri ve Yatırımcı Profilleri





Kaynak: Bloomberg (Nisan, 2017)

3.5.2 ASYA BÖLGESİ

Hong Kong ve Malezya, finans piyasalarının bileşimi bakımından sağlıklı gelişmeler kaydetmektedir. Endonezya hâlâ tahvil piyasasının GSYH'sine göre yüksek bir yüzdeye sahip olmasını sağlamaya çalışmaktadır. Endonezya hükümeti ve düzenleyici kuruluşlar ülkenin finansman kaynaklarını etkili bir şekilde çeşitlendirme ihtiyacını kabul etmektedir ve bu amaçla çeşitli tedbirlere başvurmaktadır. Yine de başarılı bir uygulama için bu çalışmalara kararlılıkla devam edilmesi gerekmektedir. Tablo 3.16'da Asya ülkelerinde finans piyasalarının GSYH'nin yüzdesi olarak bileşimleri, Tablo 3.17'te ise GSYH'nin bir oranı olarak BDFAK'ların finansal aracılığının temel göstergeleri verilmektedir. Bunun yanında Kutu 3.6'da Malezya pazarında BDFAK'ların derinliği açıklanmaktadır.

Tablo 3.16: Seçilen Asya Finans Piyasalarının GSYH'nin Yüzdesi Olarak Bileşimi

Ülke	Tarihsel veriler			En güncel tarihe göre veriler		
	İtfası gelmemiş tahviller	Devam eden krediler	Piyasa değeri	İtfası gelmemiş tahviller	Devam eden krediler	Piyasa değeri
Hong Kong	%6,0 (1997)	%163,5 (1990)	%80,6 (1975)	%66,5 (2016)	%271,5 (2014)	%995,1 (2016)
Endonezya	%17,0 (2008)	%12,6 (1980)	%32,9 (1995)	%25,0 (2016)	%36,2 (2014)	%45,7 (2016)
Malezya	%51 (1997)	%75,9 (1980)	%61,2 (1981)	%102,0 (2016)	%135,0 (2014)	%121,4 (2016)
Pakistan	%4,2 (2012)	%32,3 (1980)	%24,6 (1993)	%18,2 (2016)	%36,0 (2014)	%15,3 (2011)

Kaynaklar: The Global Economy, BNM, SC, Asia Bond Online

Tablo 3.17: GSYH'nin Yüzdesi Olarak BDFAK'ların Finansal Aracılığının Temel Göstergeleri

Ülke	GSYH'nin yüzdesi olarak BDFAK varlıkları	GSYH'nin yüzdesi olarak emeklilik fonu varlıkları
Hong Kong	-	%37,4 (2014)
Endonezya	%3,3 (2014)	%1,7 (2011)
Malezya	-	%57,9 (2014)
Pakistan	-	%0,02 (2012)

Kaynak: The Global Economy

Kutu 3.6: Malezya'nın BDFAK'larının Derinliği

Malezya'nın BDFAK'larının gelişimine yönelik çalışmaları, daha güçlü bir sermaye piyasasının oluşturulmasında çok katlı bir etki yaratmıştır. 2016 sonu itibarıyla BDFAK'ların toplam varlıkları, tüm finansal sistem varlıklarının yaklaşık yüzde 39,4'ünü (2015: yüzde 38,8) oluşturuyordu. Yardım ve emekli sandıkları, fon yönetimi sektörü ile birlikte BDFAK'ların varlıklarının çoğunu (yüzde 83) oluşturuyordu. En büyük 7 BDFAK, toplam varlıkların yüzde 68'ine sahipti. BDFAK'ların finansal aracılık faaliyetleri çoğunlukla finansman ve bir değişiklik gerektirmeyen borç ve öz kaynak araçlarına yatırım şeklinde gerçekleşmektedir. Bunlar, 2016'da GSYH'nin yüzde 98,6'sı değerindeydi (2015: yüzde 101,9) ve bu değer, yatırım fonlarının daha yavaş bir şekilde büyüdüğünü (2016: yüzde 4,3; 2015: yüzde 6,0) ve daha zayıf bir hisse senedi piyasası olduğunu göstermektedir. Daha büyük BDFAK'lar arasında hisse senetlerine yapılan yatırımların payı çoğunlukla aynı düzeyde seyrederek varlık tabanlarının yüzde 29-72'sini oluşturmaktadır. Benzer şekilde, borca dayalı menkul kıymetlere yapılan yatırımların payı da düzeyini korumuştur ve toplam varlıkların yüzde 4'ü ile yüzde 41'i arasında değişiklik göstermektedir. Bu kuruluşlar, yabancı yatırımcıların artan satış baskısı gibi durumlar karşısında yerli finans piyasalarının likiditesinin desteklenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Son yıllarda BDFAK'lar getirilerini artırmak ve yatırım riskini çeşitlendirmek için gayrimenkul, altyapı projeleri ve özel sermayeye yönelik yatırımlarını kademeli olarak artırmaktadır. Ancak, bu yatırımlar nispeten sınırlı düzeyde olup BDFAK'ların toplam varlıklarının yüzde 10'undan

azdır. Yine de artırma niyetinin duyurulmasının ardından bu trendin daha da yükselmesi beklenmektedir. Yurt dışındaki varlıkların payı da büyük oranda değişmeden kalmış olup BDFAK'ların toplam varlıklarının yüzde 7,3'ü ile yüzde 28,4'ü arasında değişiklik göstermektedir.

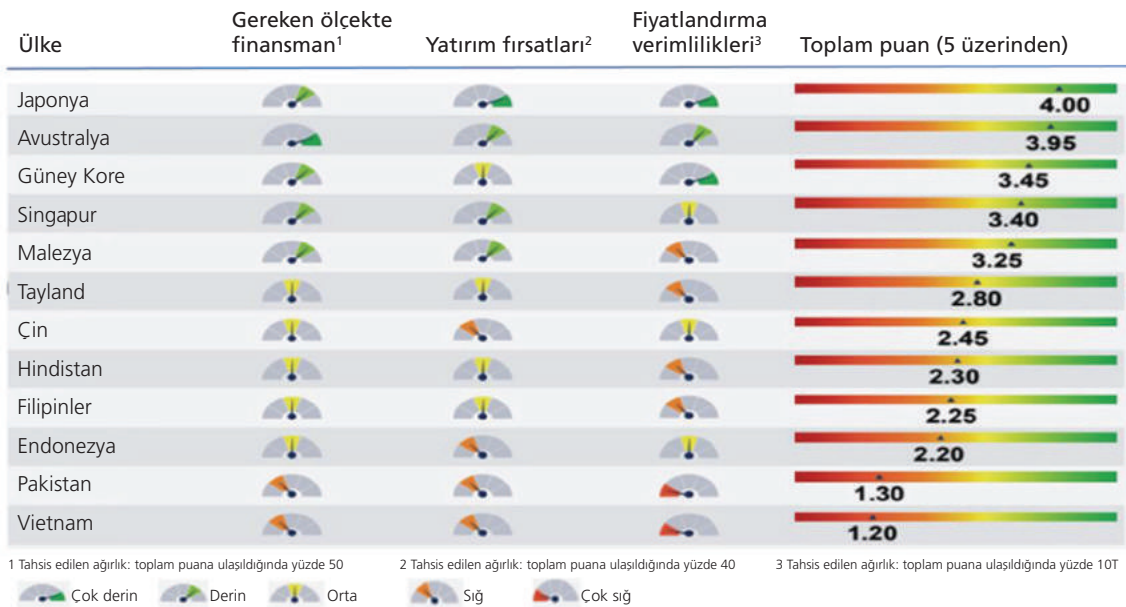
Kaynak: BNM (2016)

Seçilen Asya ülkelerinin alım tarafına dair analizimizde, aracılık düzeyini değerlendirmek için, geçmişte sukuk ile fon toplayan ülkelere odaklanılarak McKinsey Asya Sermaye Piyasaları Gelişim Endeksi'ne atıfta bulunmaktadır (Şekil 3.8 ve 3.9'a bakınız). Malezya, (i) gereken ölçekte finansman, (ii) yatırım fırsatları ve (iii) fiyatlandırma verimliliği bakımından 3,25 puanla (5 üzerinden) benzer ülkeler arasında en üst sırada yer almaktadır. Endonezya ve Pakistan'ın puanları ise sırasıyla 2,20 ve 1,30'dur.

Puanlar oluşturulurken kullanılan önemli veri puanları arasında şunlar yer almaktadır:

1. Birincil piyasanın finansal derinliği – Malezya, Endonezya (sığ) ve Pakistan'a (çok sığ) kıyasla orta derecede derin olarak sınıflandırılmaktadır.
2. Uzun vadeli borç kullanılabilirliği – Malezya, Endonezya (çok sığ) ve Pakistan'a (sığ) kıyasla derin olarak sınıflandırılmaktadır.
3. GSYH'ye karşı ödenmemiş yabancı portföy yatırımlarının (YPY'ler) kullanılabilirliği ve istikrarı – Endonezya'nın YPY düzeyi yüzde 25'in üzerindedir ve onu Malezya (YPY < yüzde 25) ve Pakistan (YPY < yüzde 10) izlemektedir.
4. Varlık sınıflarında yatırım fırsatlarının mevcut olması – Malezya "derin" (> yüzde 240) olarak değerlendirilirken Pakistan ve Endonezya "çok sığdır" (< yüzde 80).

Şekil 3.8: McKinsey Asya Sermaye Piyasaları Gelişim Endeksi



Kaynak: McKinsey & Company (Nisan, 2017)

Sekil 3.9: McKinsey Asya Sermaye Piyasaları Gelişim Endeksinin Bileşenleri

Konu	Alt Konu	Ölçü	Açıklama
 Büyük ölçekli fonlama	Kullanılabilirlik	1. Birincil piyasanın finansal derinliği	GSYH'nin yüzdesi olarak 3 yıllık ortalama hisse senedi, devlet tahvili (>1 yıl), kurumsal tahviller ve FK tahvilleri ve menkul kıymetleştirilmiş ürün ihraçları
		2. Uzun vadeli borçlanabilirlik	Uzun vadeli (>10 yıl) ve kısa vadeli (1-3 yıl) borçlanma senedi ihraçlarının oranına karşı borç piyasasının toplam büyüklüğü
	Kaynakların çeşitliliği	3. Yabancı yatırımların kullanılabilirliği ve stabilitesi	GSYH'nin yüzdesi olarak Yabancı Portföy Yatırımları (YPY) stokuna karşı YPY akışlarının 5 yıllık standart sapması
	Mali olarak karşılanabilirlik	4. Sermaye maliyetinin rekabet gücü	Enflasyona göre düzeltilmiş borç ve öz sermaye maliyeti
 Yatırım fırsatları	Kullanılabilirlik	5. Varlık sınıflarında yatırım fırsatlarının kullanılabilirliği	GSYH'nin yüzdesi olarak tüm semaye piyasası varlıkları [ödenmemiş öz kaynak, kurumsal tahviller ve FK tahvilleri, devlet tahvilleri ve menkul kıymetleştirilmiş ürünler) stoku
	Getiri	6. Uygun riske göre ayarlanmış getiriler	Nakdi öz kaynak ürünlerine yönelik yatırımlar için 2008-2015 arası 7 yıllık Sharpe oranı
 Piyasa etkinliği	Fiyatlandırma etkinliği	7. Fiyatlandırma bilgilerinin niteliği	Şunlardan oluşan etkinlik endeksi: - Uzun vadeli serilerde korelasyonu ölçen uzun vadeli bellek/ Hurst Üstel Katsayısı. - Önceki uzun vadeli serilerin daha kısa bölümlerindeki korelasyonu ölçen kesirsel boyut. - Piyasa trendlerini korumak için kullanılabilecek bilgilerin elde edilebilirliğini ölçen yaklaşık entropi.

Kaynak: McKinsey & Company (Nisan, 2017)

3.5.3 AFRIKA BÖLGESİ

Finans piyasasının gelişimi bakımından Afrika ülkeleri, 1980'lerin sonunda ve 1990'larda IMF ve Dünya Bankası tarafından desteklenen yapısal uyum programları kapsamında finans sektörlerini serbestleştirmiştir. Yapılan reformlar arasında kredi tavanlarının kaldırılması, faiz oranlarının serbestleştirilmesi, devlete ait bankaların yeniden yapılandırılması ve özelleştirilmesi ve özel bankacılık sistemleri ve finans piyasalarının gelişimini teşvik etmek için çeşitli tedbirlerin uygulanması yer almaktaydı (Review of Development Finance, 2015). Bu tedbirlerle birlikte, belirli ülkelerde mevduat sigortasının uygulamaya konulması da dâhil olmak üzere bankaları denetleyici ve düzenleyici programlar da uygulanmıştır (Cull ve diğerleri, 2005). Tedavüldeki tahviller ve piyasa değerinin GSYH'nin yüzdesi olarak artmasına bakılarak, Güney Afrika'nın finans piyasasının, diğer Afrika ülkelerine kıyasla en gelişmiş piyasa olduğu söylenebilir. Genel olarak, Afrika'nın finans sistemi büyümüş olmasına rağmen diğer gelecek vadede yükselen piyasalara kıyasla hâlâ az gelişmiş olarak sınıflandırılmaktadır. Tablo 3.18'de GSYH'nin yüzdesi olarak finans piyasalarının bileşimi gösterilmektedir.

Tablo 3.18: GSYH'nin Yüzdesi Olarak Seçilen Afrika Finans Piyasalarının Bileşimi

Ülke	Tarihsel veriler			En güncel tarihe göre veriler		
	İtfası gelmemiş tahviller	Devam eden krediler	Piyasa değeri	İtfası gelmemiş tahviller	Devam eden krediler	Piyasa değeri
Gambiya	%0 (2012)	%42,4 (1980)	%17,0 (2003)	%0,2 (2016)	%40,4 (2014)	-
Nijerya	%5,5 (2012)	%18,2 (1980)	%14,0 (2003)	%12,4 (2016)	%18,3 (2014)	%7,4 (2016)
Senegal	%8,4 (2012)	%38,4 (1980)	-	%30,0 (2016)	%38,8 (2014)	-
Fildişi Sahili	%50,9 (2012)	%40,8 (1980)	%12,0 (2003)	%120,4 (2016)	%26,3 (2014)	%34,2 (2016)
Güney Afrika	%34,0 (2012)	%49,6 (1980)	%161,6 (2003)	%82,7 (2016)	%77,2 (2014)	%322,7 (2016)
Sudan	-	%17,0 (1980)	-	-	%9,8 (2014)	-

Kaynak: The Global Economy

* - : mevcut değil

Yatırımcı karışımına bakıldığında, Afrika'nın borca dayalı menkul kıymetleri çoğunlukla yabancı yatırımcıların elinde bulunmaktadır. Afrika hükümetleri, BDFAK'ların gelişimini desteklemek için tedbirler uygulasa da finansal tabana yayılma ve düşük tasarruf oranı gibi güçlükler, Tablo 13.9'da gösterildiği gibi gelişimi sekteye uğratmaktadır.

Tablo 3.19: GSYH'nin Yüzdesi Olarak BDFAK'ların Finansal Aracılığının Temel Göstergeleri

Ülke	GSYH'nin yüzdesi olarak BDFAK varlıkları	GSYH'nin yüzdesi olarak emeklilik fonu varlıkları
Gambiya	-	-
Nijerya	-	%4,4 (2012)
Senegal	-	-
Fildişi Sahili	-	-
Güney Afrika	%120,3 (2014)	%40,8 (2014)
Sudan	-	-

Kaynak: The Global Economy

* - : mevcut değil

3.5.4 İT ÜLKELERİNDEKİ SUKUK YATIRIMLARININ ANALİZİ

Sukuk piyasalarına dair gözlemlerimize göre, sukuk ihraçlarının azlığı, yatırımcıların satın alıp elde tutma davranışına yol açmaktadır ve bu da ikincil bir piyasanın oluşumunu engellemektedir. Örneğin Malezya'da sukuk piyasasının hacmi ve ihraç sayısı nedeniyle ikincil işlemler diğer sukuk piyasalarından daha aktif bir şekilde gerçekleştirilmektedir. Ancak, ülkenin Çalışan Yardım Sandığı tarafından 2017'nin başında 100,0 milyar MYR'lik bir ilk yatırım ile Şer'i uyumlu bir fonun hayata geçirilmesi, sukuk ihraç mekanizması üzerinde baskı oluşturmıştır. İslami bankaların yüksek likidite gereksinimleri de hesaba katıldığında bu, piyasa koşullarını daha fazla etkileyecektir. İslami

bankaların likit varlıklara yönelik gereksinimlerinin karşılanmasını desteklemek amacıyla, piyasa talebini karşılamak için hükümet ve yerel merkez bankaları tarafından ihraç edilen İslami menkul kıymetler ve seçilen yüksek dereceli sukuk kullanılmaktadır.

Ürün geliştirme çalışmalarının devamlı gelişimi ve yerli sukuk piyasalarındaki potansiyel sukuk ihraççıların belirlenmesi, Şer'i uyumlu varlıklara yönelik artan talebin desteklenmesi yönünde iyiye işarettir. Daha önce de vurgulandığı gibi altyapı projelerinin finanse edilmesinde sukukun faydalı bir araç olduğu anlaşılmıştır. Hem ticari ihtiyaçları hem de Şer'i şartları destekleyen sürekli gelişimin yanı sıra tüm piyasa katılımcılarının işbirliği, bir ülkenin İslami sermaye piyasalarını ayakta tutan sütunları güçlendirir.

4. VAKA ÇALIŞMALARI

4.1 GİRİŞ: SEÇİM KRİTERLERİ VE METODOLOJİ

Seçim kriterleri ve metodolojinin belirlenmesinde çeşitli faktörler analiz edilmiştir. İncelenen ülkeleri kategorize etmek için gelişim aşaması matrisi (Tablo 4.1’de gösterilen) oluşturulmuştur.

Tablo 4.1: Sukuka İlişkin Gelişim Aşaması Matrisi



Yüksek



Orta



Düşük

	Olgun	Gelişmekte olan				Emekleme dönemi
	Malezya	BAE	Endonezya	Türkiye	Hong Kong	Nijerya
Makroekonomik istikrar düzeyi (jeopolitik gerilim, yerel para biriminin oynaklığı, enflasyon oranı gibi çeşitli faktörlere göre ülke derecelendirme notları)	A- (S&P), A3 (Moody's), A- (Fitch), A2 (RAM)	AA (S&P), Aa2 (Moody's), AA (Fitch), AA2 (RAM)	BBB- (S&P), Baa3 (Moody's), BBB (Fitch), BBB2 (RAM)	BB (S&P), Ba1 (Moody's), BB+ (Fitch), BBB3 (RAM)	AA+ (S&P), Aa2 (Moody's), AA+ (Fitch)	B (S&P), B2 (Moody's), B+ (Fitch)
Müslüman nüfusun toplam nüfusa oranı	%61,3	%76,0	%87,2	%99,8	%1,4	%50,0
İslami bankacılık varlıklarının toplam bankacılık varlıklarına oranı	> %20	> %20	< %5	< %5	< %1	< %1
Toplam küresel sukuk ihracının pazar payı	> %40	%10-%20	%10-%20	< %10	< %1	< %1
Hukuki çerçeve: - İçtihat hukuku veya medeni hukuk - Yerel kanunlarda değişiklikler - Anlaşmazlıkların çözümü, bankacılık kanunu, tahkim prosedürlerinin netliği	İçtihat hukuku 	Medeni hukuk, piyasa odaklı 	Medeni hukuk, piyasa odaklı 	Medeni hukuk, açık ve net süreçler 	İçtihat hukuku 	İçtihat hukuku 
Düzenleyici çerçeve: - Tahvil piyasasının tâbi olduğu güçlü ve tek düzenleme - Sukuka dair özel kılavuz ilkeler - Tahvil piyasası için düzenleyici koruma - Derecelendirme	Kapsamlı çerçeve ve kılavuz ilkeler 	Minimal çerçeve nedeniyle korunmasız 	Devlet sukuku ve kurumsal sukuk arasındaki farklar 	Sukukun tâbi olacağı bir Tebliğ yayımlanması 	Küresel finans merkezi 	Az gelişmiş 
Şer'i yönetim çerçevesi: - Merkezi Şer'i Kurul - Sukuk yapılarına dair kararlar - Danışmanlık, kontrol ve denetim gibi temel işlevler						
Vergi tarafsızlığı: - Varlık devri ile ilgili vergilerin kaldırılması						

Vergi teşvikleri: - Vergilerin ve/veya ihrac maliyetlerinin uygulanmaması veya düşülmesi						
Ürün inovasyonu: - Sukuk yapıları ve ürünlerinde çeşitlilik						
Altyapı: - İşlem platformları - Kotasyon ve onay süreçleri - İslami para piyasasının faaliyet düzeyi						
Yatırımcı tabanının çeşitlendirilmesi: - BDFAK'ların aracılığı - Bireysel yatırımcıların dâhil edilmesi						
İhraçların çeşitlendirilmesi ve sıklığı: - Devlet sukuku ihracı - Kurumsal sukuk ihracı						
Maliyet bakımından rekabet gücü: - Hukuki, fiyatlandırma ile ilgili ve ihrac ile ilgili zaman programı bakımından tüm maliyetler						
Devlet sukuku için bir referans getiri eğrisinin oluşturulması						
Kurumsal sukuk için bir referans getiri eğrisinin oluşturulması						

Kaynaklar: RAM ve ISRA

Gelişim aşaması matrisine dair diğer detaylar aşağıda Tablo 4.2’de verilmektedir.

Tablo 4.2: Gelişim Aşaması Matrisinin Açıklanması

Ülke	Sukuk Piyasasının Gelişim Aşaması	Açıklama
Malezya	Olgun	Malezya’nın sukuk piyasası hızla büyümektedir ve pazar payı bakımından dünyada liderliğini sürdürmektedir. 2016 sonu itibarıyla Malezya, dünyadaki tüm sukuk ihracatlarında yüzde 41,1 (29,9 milyar ABD doları) paya sahiptir. Ülkenin sukuk piyasasının ‘olgun’ olarak sınıflandırılması, kamu sektörü (yüzde 34,6) ve özel sektör (yüzde 65,4) tarafından düzenli olarak sukuk ihracı gerçekleştirilmesine olanak tanıyan sağlıklı ihracat kanallarına, canlı ekosistemine (örneğin vergi teşvikleri, BDFAK’lar tarafından yapılan aracılık) ve sukuku geleneksel tahvillere kıyasla avantajlı bir konuma getiren güçlü değer önerisine dayanmaktadır.

BAE	Gelişmekte olan (ileri düzey)	BAE, 2016 sonu itibarıyla çoğunluğu özel sektörden olmak üzere dünyadaki tüm sukuk ihraçlarında yüzde 10,7 (8,05 milyar ABD doları) pazar payına sahiptir. Ortalama olarak KİK'nin kurumsal sukuk ihraç arzına katkı bakımından BAE, Suudi Arabistan'ın ardından ikinci sırada yer almaktadır. Ülkenin ekosisteminde daha fazla iyileştirme yapılması gerekse de kurumsal sukuk ihracına ilişkin sağlıklı kanallar, piyasanın rekabet gücüne destek olmaktadır.
Endonezya	Gelişmekte olan (orta düzey)	Endonezya hükümetinin İSP'yi büyültmeye yönelik gayretleri, ülkenin sukuk piyasası için iyiye işarettir. 2016 sonu itibarıyla Endonezya, küresel sukuk ihraçlarında yüzde 16,3 (11,9 milyar ABD doları) paya sahiptir ve bu ihraçların yüzde 97,2'si kamu sektörü, yüzde 2,8'i ise özel sektör tarafından gerçekleştirilmektedir. Sukuk ekosistemi kamu sektörünü tercih etmektedir ve kurumsal ihraççılar için gerçek bir değer önerisi oluşturulmamıştır. Ancak Endonezya, küresel sukuk pastasından bir dilim alma potansiyeli ve artan nüfuzu nedeniyle 'gelişmekte olan' kategorisine dâhil edilmiştir.
Türkiye	Gelişmekte olan (başlangıç düzeyi)	Türkiye'nin sukuk piyasası, devlet tarafından yapılan ihraçlar ve katılım bankalarının gelişimi sayesinde büyümektedir. Düzenleyici kurumun sukuk tebliğini yayımlandığı tarihten beri ihraç sayısı hızla artmış ve 2016 sonu itibarıyla tüm küresel sukuk piyasasında yüzde 4,0 (3,0 milyar ABD doları) paya sahip olmuştur. Ülkenin sukuk piyasasının 'gelişmekte olan' şeklinde tanımlanan statüsü, sukuk sektörünün bir sonraki gelişim aşamasına taşınmasına yönelik olarak temel paydaşların destekleyici rolü ile desteklenmektedir.
Hong Kong	Gelişmekte olan	Hong Kong, köklü bir uluslararası finans merkezi olarak bilinmektedir. Hong Kong'un İslami finansı kendi finans sistemine dâhil etmeye yönelik çalışmaları, şu anda hizmet verdiği İslami finans toplumuna ilişkin tamamlayıcı bir rolü desteklemek için gerçekleştirilmektedir. Sukuk piyasasına erişim sağlamak için üç kez teşebbüste bulunan İİT üyesi olmayan bir millet olarak Hong Kong, hükümetin finansman kaynaklarını ve yatırımcı tabanını genişletme konusundaki ilgisinin üzerinde durmaktadır. "Gelişmekte olan" kategorisinde sınıflandırılması, Londra, New York ve Singapur gibi diğer küresel finans merkezleriyle karşılaştırıldığında hükümetin bu girişimiyle ilgilidir.
Nijerya	Emekleme dönemi	Nijerya, İSP'nin gelişimini kolaylaştırmak için İslami finansı ana planına proaktif bir şekilde dâhil etmiştir. Ancak, ülkenin az gelişmiş finans sistemi, döviz kuru dalgalanmaları gibi durumlar, yerli tahvil piyasasının geliştirilmesine ilişkin bazı zorluklar doğurmaktadır. Bu nedenle, piyasa altyapısını güçlendirme ve iç tahvil piyasasının büyümesini kolaylaştırmak için makroekonomik istikrar sağlama gerekliliğini göstermek için 'emekleme dönemi' kategorisinde yer almaktadır.

Kaynaklar: RAM ve ISRA

4.2 MALEZYA

4.2.1 MALEZYA SERMAYE PİYASALARINA GENEL BAKIŞ

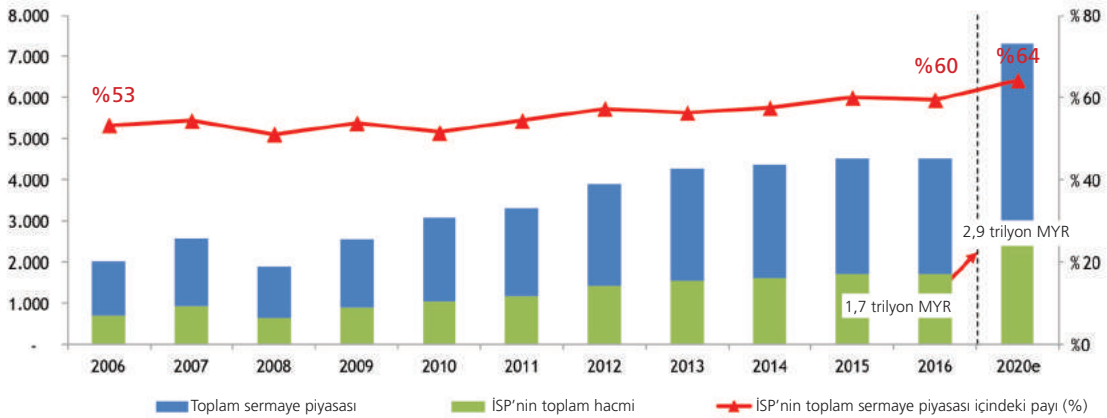
Finansal hizmetler sektörü, Malezya'nın ekonomik kalkınmasının ana itici güçlerinden biridir. Sektör, Malezya Hükümeti'nin ülkeyi 2020'ye kadar gelişmiş ülkeler sınıfına sokmak için hazırladığı ulusal stratejik girişim olan Ekonomik Dönüşüm Programı (EDP) kapsamında 12 ulusal önemli ekonomik alandan biridir. Ayrıca, Malezya'nın yüksek katma değerli ve yüksek gelirli bir ekonomiye dönüşümünün yönetilmesi için Malezya Merkez Bankası (BNM) tarafından uygulanan 10 yıllık ana plan olarak açıklanabilecek Finans Sektörü Planının (FSP) temelini oluşturmaktadır. FSP kapsamında sunulan tavsiyelerden biri, Malezya'nın İslami finans için önde gelen uluslararası

bir merkez olarak konumunu ve başarısını pekiştirmesidir. Malezya Hükümeti, İslami finans sektörünün 2020'ye kadar tüm finans sektörü içinde yüzde 40 paya ulaşmasını hedeflemektedir.

Malezya Hükümeti ve düzenleyici kurumların (BNM ve SC) ortak çalışmalarının sonucu olarak Malezya, dünyanın en gelişmiş ve önde gelen İslami sermaye piyasalarından birine dönüşmüştür. Bu rapora yönelik metodolojimize dayanarak, Malezya'yı kapsamlı İslami finans ekosistemi nedeniyle "olgun" kategorisine yerleştirdik. Bu kategori, ülkenin toplam küresel sukuk ihracı bakımından dünyanın en büyük sukuk piyasasına sahip ülke konumunu yansıtmaktadır. Malezya'nın 1990'da gerçekleştirdiği ilk sukuk ihracından beri bu finansman aracı, yerli finansal kaynakları altyapı geliştirme projelerine aktararak ve Malezya Hükümeti'nin bütçe yönetiminin önemli bir bileşeni olarak ülkenin ekonomik büyümesini canlandırmıştır.

Malezya'nın İslami sermaye piyasası, 2016 sonu itibarıyla tüm sermaye piyasasında yüzde 60 gibi büyük bir paya sahipti. Grafik 4.1'de gösterildiği gibi bu oran 10 yıl önce yüzde 53'tü.

Grafik 4.1: Malezya İslami Sermaye Piyasasının 10 Yıllık Dönemdeki Büyümesi



Kaynaklar: BNM, SC

Not: SC'nin tanımına göre İSP'nin hacmi, Ser'i uyumlu menkul kıymetlerin toplam piyasa değeri ile tedavüldeki sukuk miktarına eşdeğerdir.

Malezya'nın sermaye piyasaları, SC'nin Sermaye Piyasası Ana Planı 1 (2001-2010) ve Sermaye Piyasası Ana Planı 2'de (2010-2020) verilen tavsiyelere uyularak geliştirilmiştir. SC, Malezya'nın İslami sermaye piyasasının 2020'ye kadar 2,9 trilyon MYR (670,4 milyar ABD doları) hacme ulaşacağını tahmin etmektedir (bu iki Ana Planın detayları için Kutu 4.1 ve 4.2'ye bakınız). Geçmiş veriler üzerinde yaptığımız analize göre Malezya'da İslami finansa yönelik teşvikler ve sektörün küresel düzeyde kabul görmesi, Malezya Hükümeti'nin kamu sektörü faaliyetlerini güçlendirmeye ve özel sektörü büyümenin itici gücü olarak teşvik etmeye yönelik çalışmalarının ardından özel sektör tarafından gerçekleştirilen sukuk ihracılarına dayanmaktadır.

Kutu 4.1: Malezya'nın Sermaye Piyasası Planı 1 (SPP 1)

Malezya'nın sermaye piyasasına ilişkin 4 önemli sorunun ele alınması için 152 tavsiye içeren ve stratejik odak ve eylemlerin ana hatlarıyla açıklandığı 10 yıllık bir plandır (2001-2010).

Hedefler:

1. Malezyalı şirketler için tercih edilen fon toplama merkezi haline gelmek.
2. Etkili bir yatırım yönetim sektörünü ve yatırımcılar için daha elverişli bir ortamı teşvik etmek.
3. Piyasa kurumlarının rekabetçi konumunu ve verimliliğini geliştirmek.
4. Aracılık hizmetleri için güçlü ve rekabetçi bir ortam oluşturmak.
5. Daha güçlü ve kolaylaştırıcı bir düzenleyici rejim sağlamak.
6. Malezya'yı uluslararası bir İSP haline getirmek.

1. Aşama**3 yıl (2001-2003)**

- ▶ Yerel kapasitenin güçlendirilmesi ile stratejik ve yeni sektörlerin geliştirilmesi

2. Aşama**2 yıl (2004-2005)**

- ▶ Önemli sektörlerin daha da güçlendirilmesi ve piyasaya erişimin kademeli olarak serbestleştirilmesi.

3. Aşama**5 yıl (2006-2010)**

- ▶ Tam gelişmiş bir sermaye piyasası oluşturmak için piyasa süreçlerinin ve altyapısının daha da güçlendirilmesi ve karşılaştırmalı üstünlüğün ve rekabet üstünlüğünün olduğu alanlarda uluslararası konumun geliştirilmesi.

*Kaynak: SC***Kutu 4.2: Malezya'nın Sermaye Piyasası Planı 2 (SPP 2)**

Malezya'nın sermaye piyasasının rekabetçi dinamiklerini gelecek 10 yılda dönüştürmeye yönelik yol haritasıdır (2010-2020). Yapısal sorunları ele almak için büyüme stratejilerinin ve daha çeşitli ve yenilikçi bir aracılık ortamını teşvik etmek ve yeni büyüme fırsatlarını oluşturmak için kritik bağlantıların açıklandığı bir plandır.

A. Büyüme stratejileri:

1. Sermaye oluşumunu teşvik etmek.
2. Aracılık verimliliğini ve kapsamını genişletmek.
3. Likidite ve risk aracılığını derinleştirmek.
4. İçselleştirmeyi kolaylaştırmak.
5. Kapasite geliştirmek ve bilgi altyapısını güçlendirmek.

B. Yönetişim stratejileri:

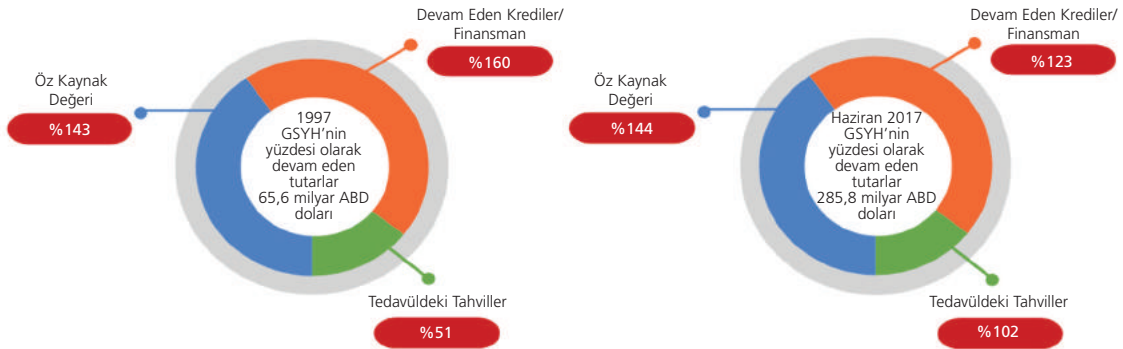
1. Riskleri yönetmek için ürün düzenleme çalışmalarını artırmak.
2. Aracılık kapsamı genişledikçe sorumlulukları artırmak.
3. Değişen bir piyasa görünümü için güçlü bir düzenleyici çerçeve oluşturmak.
4. Risklerin etkili bir şekilde gözetiminin yapılmasını kolaylaştırmak.
5. Kurumsal yönetişimi güçlendirmek.
6. Yönetişime katılımı artırmak.

Kaynak: SC

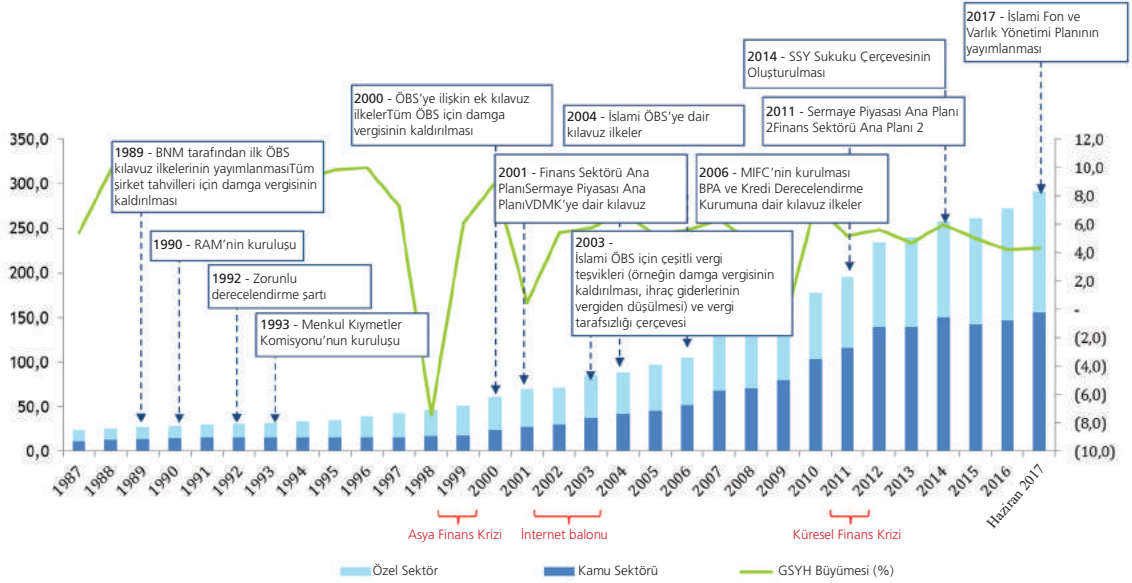
1980'lerin ortasından beri Malezya ekonomisinin stratejik gelişiminde özel sektör etkili bir yol oynamaktadır. Güçlü ekonomik genişleme ve Malezya Hükümeti, düzenleyici kurumlar ve piyasa katılımcılarının ortak çalışmaları ve desteği sayesinde kurumsal tahvil piyasası yukarı yönlü bir büyüme grafiği çizmektedir. Bu dikkate değer genişlemenin katalizörü, finansman vade dolum tarihlerindeki uyumsuzlukları ve banka finansmanından başka finansman yöntemleriyle çeşitlendirme yapılması ihtiyacını gösteren 1997 tarihli Asya finans krizi olmuştur. Tahvil piyasasının aracılığı, uzun vadeli, sermaye yoğun harcamaların kuruluşlar, emekli sandıkları, sigorta şirketleri vb. tarafından sağlanan uzun vadeli likidite ile eşleştirilmesine olanak tanımaktadır. Sonuç olarak, Malezya'nın yerli para birimindeki tahvillerinin tedavül değeri katlanarak artıp Aralık 1997 sonundaki 143,7 milyar MYR'den Haziran 2017 sonunda 1.251,6 milyar MYR'ye yükselmiştir.

Grafik 4.2'de gösterildiği gibi 1997'de Malezya'nın sermaye piyasası ve GSYH'sine karşı bankacılık kredileri/finansman pozisyonu, az gelişmiş bir tahvil piyasasının ve banka finansmanına aşırı bağımlılığının olduğunu göstermektedir. Vade uyumsuzlukları ve ani bir sermaye kaçıışı 1997'de Malezya'yı Asya finans krizinin tam ortasına itmiştir. Haziran 2017 sonu itibarıyla yerli finans sistemi, sermaye piyasaları ile bankacılık sistemi arasında oldukça çeşitli bir finansman karışımına sahiptir ve bu durum, küresel finans krizi sırasında test edilmiştir. Başlıca finans piyasalarına kıyasla Malezya, Asya finans krizi sonrasında SPP 1 ve SPP 2 ile oluşturulan güçlü temeli sayesinde küresel finans krizinden nispeten zarar görmeden kurtulmuştur. Grafik 4.3'te 1987'den beri istikrarlı bir şekilde genişleyen ve gelişen Malezya'nın tahvil piyasasının gelişim süreci gösterilmektedir.

Grafik 4.2: Malezya'nın GSYH'sine Nazaran Sermaye Piyasaları ve Banka Finansmanı



Kaynaklar: BNM, SC

Grafik 4.3: Malezya'nın Tahvil Piyasasının Gelişimi


Kaynak: Bond Info Hub, BNM

VDMK = Varlığa dayalı menkul kıymetler

MIFC = Malezya Uluslararası İslami Finans Merkezi

KDK = Kredi derecelendirme kuruluşu

BPA = Tahvil fiyatlandırma kurumu

ÖBS = Özel borçlanma senetleri

Kutu 4.3'te açıklandığı gibi Asya'daki diğer borç piyasalarına kıyasla Malezya'nın tahvil piyasası diğer büyük ekonomilere karşı rekabet gücünü korumaktadır.

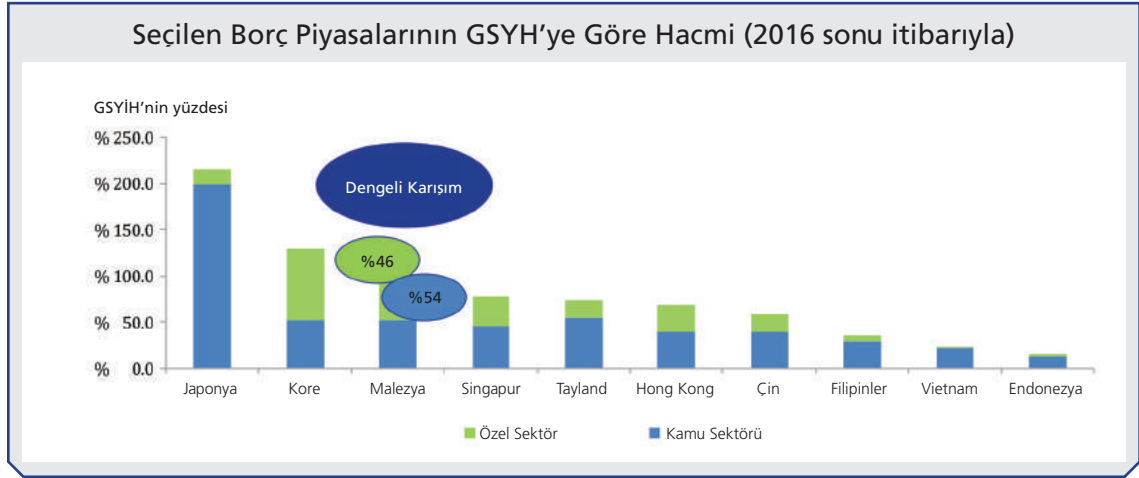
Kutu 4.3: 2016 sonu itibarıyla Seçilen Asya Borç Piyasalarının Hacmi (milyar ABD doları)

Malezya'nın büyük kurumsal tahvil piyasası

GSYH'nin yüzdesi olarak bakıldığında, 2016 sonu itibarıyla Malezya'nın tahvil piyasasının hacmi, Japonya ve Güney Kore'ninkinden sonra üçüncü sırada yer almaktadır. Mutlak değer olarak, 2016 sonu itibarıyla Malezya'nın 260,2 milyar ABD doları değerinde tahvil piyasası, Japonya, Çin, Güney Kore ve Tayland'ın ardından beşinci sıradadır.

Malezya Hükümetinin yerli tahvil piyasasını geliştirmeye yönelik pragmatist yaklaşımı, 2020'ye kadar "gelişmiş ülke" statüsünü kazanma hedefi ile uyum içindedir.

	Kurumsal tahvil piyasası	Devlet tahvili piyasası	Toplam
Japonya	670,8	8.965,8	9.636,6
Çin	2.155,0	4.974,0	7.129,0
Kore	1.010,9	702,0	1.713,7
Tayland	81,5	221,5	303,0
Malezya	119,0	141,2	260,2
Singapur	99,0	137,0	236,0
Hong Kong	97,0	133,0	230,0
Endonezya	23,0	139,0	163,0
Filipinler	18,0	80,0	98,0
Vietnam	2,0	42,0	44,0



Kaynak: Asian Bonds Online

4.2.2 MALEZYA SUKUK PİYASASININ GELİŞİMİ

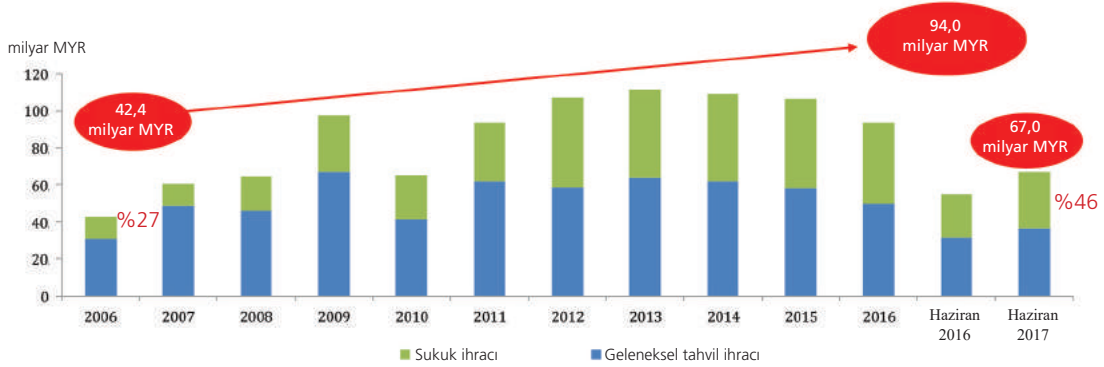
Kurumsal tahvil piyasasının başarısı karşısında Malezya Hükümeti ve düzenleyici kurumlar, İslami finans ekosistemini güçlendirmek için tedbirler almış ve böylelikle Malezya, uluslararası finans piyasalarında sukuk ihracı bakımından bir dünya lideri olarak yer edinmiştir. Hali hazırda aktif olan bir kurumsal tahvil piyasasını teşvik etmek için, sukukun geleneksel tahvillere göre rekabet üstünlüğünü artıran bir vergi tarafsızlığı çerçevesi ve sukuk ihrac giderleri için vergi indirimleri gibi ek mali ve finansal teşvik yöntemlerine başvurulmuştur.

Sonuç olarak, Malezya'da ihrac edilen sukukun tedavül değeri, son on yılda yıllık olarak ortalama yüzde 13'lük bir büyüme oranı yakalarken bu oran geleneksel tahviller için yüzde 4 olarak gerçekleşmiştir. Haziran 2017 sonu itibarıyla ulusal para biriminde ihrac edilen tedavüldeki sukuk değeri 718,4 milyar MYR iken geleneksel tahviller için bu değer 534,0 milyar MYR olarak gerçekleşmiştir. 2014'ten beri tedavüldeki sukuk, itfası gelmemiş tahvillerin iki katından fazladır ve yarı devlet ve kurumsal sektörler, geleneksel tahviller yerine sukuk ihrac etmeyi tercih ettiği için bu oran sürekli olarak artmaktadır.

İç Piyasa – Kamu Sektörü İhracı

Malezya'yı uluslararası bir İSP'ye dönüştürme amacı doğrultusunda Malezya Hükümeti, yıllar içinde DYS'ler oranını Malezya'nın devlet iç borçlanma senetlerine (MDT) kıyasla sürekli olarak artırmıştır (Kutu 4.4'te açıklandığı gibi). Grafik 4.4'te Haziran 2017 itibarıyla toplam 67,0 milyar MYR'lik devlet iç borçlanma senedinin ihrac edildiğini, bunun yüzde 46'sının sukuk ihracı olduğunu ve bu oranın 2006 sonunda yalnızca yüzde 27 olduğunu göstermektedir.

Grafik 4.4: Malezya'nın Devlet Sukuku ve Geleneksel Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)



Kaynak: Bond Pricing Agency Malaysia (BPAM)

Kutu 4.4: Malezya DYS Piyasası

1983'te Malezya Parlamentosu, Malezya Hükümeti'nin DYS olarak bilinen faiz getirmeyen sertifikaların ihracıyla fon toplamaya olanak tanımak için Devlet Yatırım Yasası'nı çıkarmıştır. İlk DYS ihracı Temmuz 1983'te gerçekleşmiştir. DYS'nin hayata geçirilmesinin ana nedeni, İslami bankaların zorunlu likidite şartlarını karşılamak ve ayrıca yatırım yapmak için birinci sınıf likit varlıkları/araçları elinde bulundurmasına olanak tanımaktır.

DYS ilk olarak karz-ı hasen (güzel borç) olarak adlandırılan Şer'i sözleşmeye dayalı olarak ihraç edilmiştir. 22 Temmuz 2014'ten beri DYS ihraçlarında murâbaha yapısı uygulanmaktadır. 2016 sonu itibarıyla Malezya Hükümeti'nin borçlanma senetleri içinde DYS'nin oranı, on yıl önceki yüzde 10,0'dan 2016'da yüzde 39,6'ya çıkmıştır. Bu, hükümetin İslami finansın büyümesini desteklemeye yönelik kararlılığını göstermektedir.

	DYİ (milyar MYR)	MDİBS (milyar MYR)	Toplam ihraçlar içinde DYS'nin oranı (yüzde)
2006	19,6	174,3	10,0
2007	28,0	191,7	12,7
2008	42,5	231,8	16,6
2009	66,0	242,3	21,4
2010	81,5	261,0	23,8
2011	110,0	277,7	28,4
2012	143,5	292,1	%32,9
2013	172,5	305,1	36,1
2014	185,5	329,6	36,0
2015	214,0	340,1	38,6
2016	234,5	357,4	39,6

Kaynak: BNM

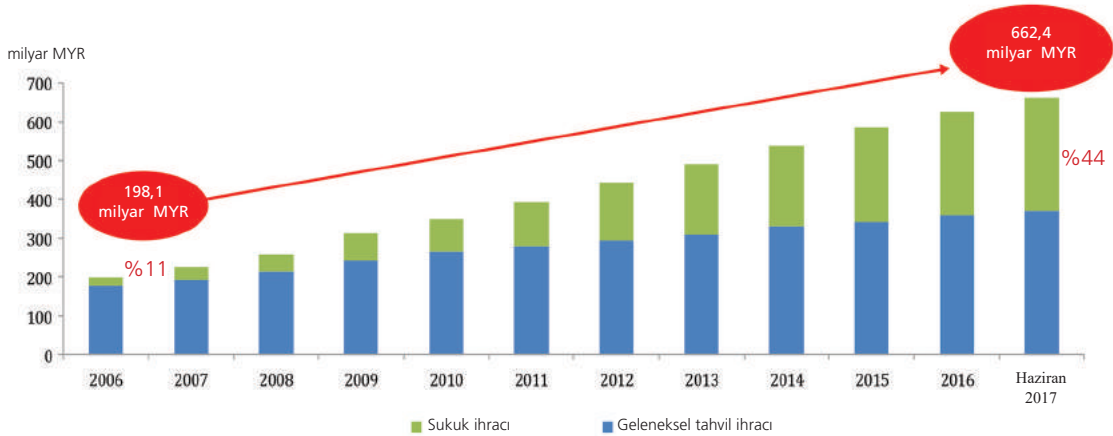
Geçmişten beri, Malezya Hükümeti'nin bütçe açığının büyük bir kısmı sermaye piyasası araçlarıyla finanse edilmiştir. Bu yüzden, 2017 için daha büyük bir bütçe açığının öngörülmesi (Tablo 4.3'te gösterildiği gibi) nedeniyle analizimizde Malezya Hükümeti'nin bütçe açığını finanse etmek için İslami menkul kıymetlerin ihraç edilmesini desteklemeye yönelik kararlılığını devam ettireceği sonucuna varılmıştır.

Tablo 4.3: Malezya'nın Bütçe Açıkları (2014-2017ö)

Milyar MYR	2014	2015	2016t	2017ö
Devlet gelirleri	220,6	219,1	212,6	219,7
Devlet harcamaları	259,1	257,8	252,1	260,8
Bütçe açığı	(38,5)	(38,7)	(39,5)	(41,1)

Kaynak: Ministry of Finance, Malaysia

İslami devlet iç borçlanma senetlerinin ihrac hızının son on yılda artması nedeniyle tedavüldeki İslami devlet iç borçlanma senetlerinin toplam değeri, Grafik 4.5'te gösterildiği gibi 2006 sonu itibarıyla toplam ihracıların yüzde 11'inden (21,6 MYR) Haziran 2017 sonu itibarıyla toplam ihracıların yüzde 44'üne (291,4 milyar MYR) yükselmiştir.

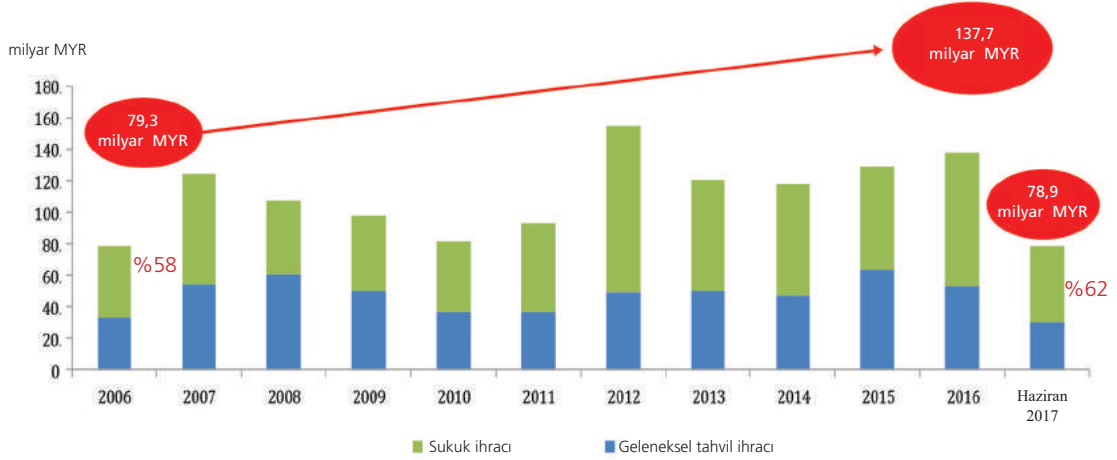
Grafik 4.5: Malezya'nın Tedavüldeki Devlet Sukuku ve Geleneksel Tahvilleri (2006-Haziran 2017)


Kaynak: BPAM

İç Piyasa – Özel Sektör İhracı

Malezya'nın altyapı projeleriyle gerçekleştirdiği ekonomiyi canlandırıcı kamu harcamaları, özellikle yarı devlet sektörü ve kurumsal sektörde sukuk piyasası için yararlı olmuştur. Yarı devlet teşekkülleri ve kurumlar tarafından gerçekleştirilen toplam tahvil ihracı 2006 sonunda 79,3 milyar MYR değerinden on yıl sonra 137,7 milyar MYR gibi rekor bir değere çıkmıştır. Grafik 4.6'da gösterildiği gibi yarı devlet ve kurumsal sukuk ihracı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 17 artarak 78,9 milyar MYR'ye (yüzde 62'si sukuk olmak üzere) çıkınca bu pozitif momentum 2017'nin 1. yarısına da taşınmıştır.

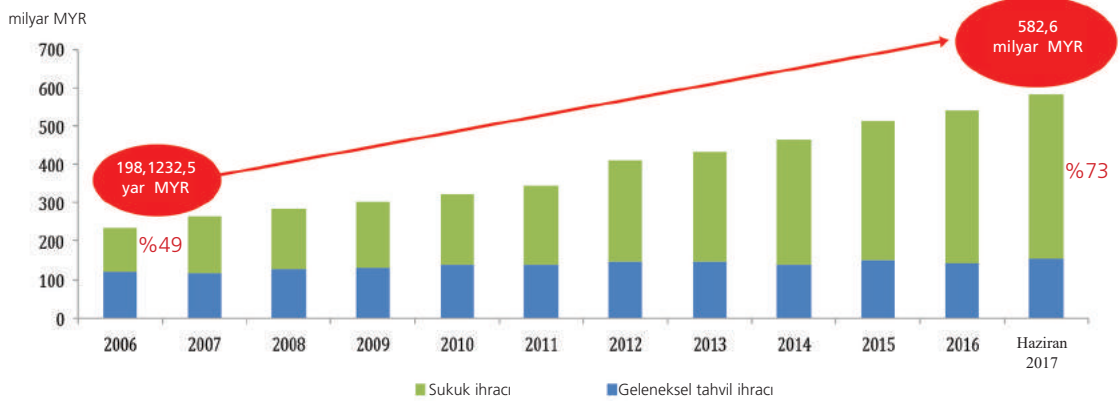
Grafik 4.6: Malezya'nın Kurumsal Sukuk ve Geleneksel Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)



Kaynak: BPAM

Haziran 2017 sonu itibarıyla sukuk ihracı, toplam yarı devlet ve kurumsal tahvil ihracılarının yüzde 73'ünü oluşturmaktadır (Grafik 4.7'ye bakınız). Analizimize göre özel sektörün sukuku tercih etmesi, değer önerisine dayanmaktadır.

Grafik 4.7: Malezya'nın Tedavüldeki Kurumsal Sukuk ve Geleneksel Tahvilleri (2006-Haziran 2017)



Kaynak: BPAM

4.2.3 SUKUK YAPILARI, İHRAÇLARI VE YATIRIMLARININ ANALİZİ

Sukuk Yapılarının Analizi

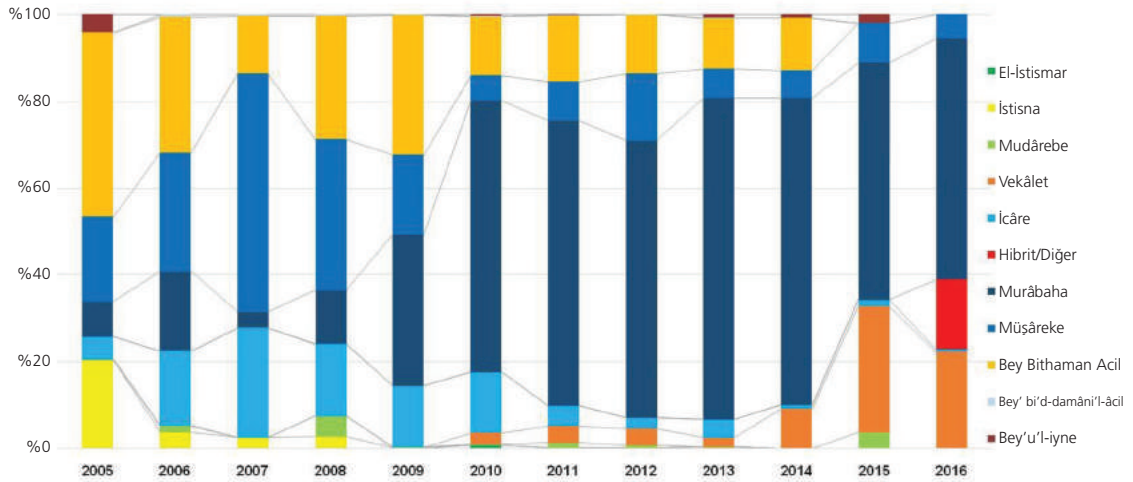
Sukuk piyasası, 2005'te ağırlıklı olarak borca dayalı Şer'i sözleşmelerden (Grafik 4.8'e bakın) oluşurken son on yılda bu durum değişim göstermiştir. Başlıca gelişmeler arasında Ağustos 2009'da Bursa Suq Al Sila (BSAS) adlı platformun kurulması ve 2010'da AAOIFI Şer'i Standartların yayımlanması yer almaktadır.

BSAS, murâbaha, müsâveme ve teverruk olarak anılan Şer'i ilkeler kapsamında emtia bazlı İslami finansman ve yatırım işlemlerini kolaylaştıran uluslararası bir emtia platformudur.

BSAS'nin kurulmasının ardından 2010'da murâbaha sukuku ihraçlarında hızlı bir artış yaşanmış ve daha sonra murâbaha, sukuk ihracı için tercih edilen sözleşmelerden biri olmaya devam etmiştir. Analizimiz, bu artışın sebeplerinin, uygulama kolaylığına ve ihraççıların, SC'nin varlık fiyatlandırmaya dair kılavuz ilkelerine uymak için mevcut veya kıt varlıkları kullanmama tercihinin işaret ettiğini göstermektedir. Piyasada AbleAce Raakin'in 2006'da kurulan platformu veya Sedania As Salam Capital Sdn Bhd'nin 2009'da kurulan As-Sidq platformu gibi benzer hizmetler sunan başka platformlar (birlikte "onaylı platformlar" olarak anılmaktadır) da vardır. Yine de BSAS, emtia murâbahası sukuku ihracı için hâlâ en çok tercih edilen platformdur.

2010'da AAOIFI'nin Şer'i Standartlarının yayımlanmasının ardından bazı ülkeler (Malezya dâhil) faaliyetlerini ve uygulamalarını uluslararası standartlara uygun hale getirmiştir. Sonuç olarak, kullanılan Şer'i sözleşmelerin türleri hâlâ çeşitlilik gösterse de Grafik 4.8'de görüldüğü gibi 2016 sonu itibarıyla Malezya'nın sukuk ihraçlarının çoğunda murâbaha, vekâlet ve hibrit sözleşmeler kullanılmaktadır.

Grafik 4.8: Şer'i Sözleşmelerin Türlerine Göre Malezya'nın Kurumsal Sukuk İhraçları (2005-2016)

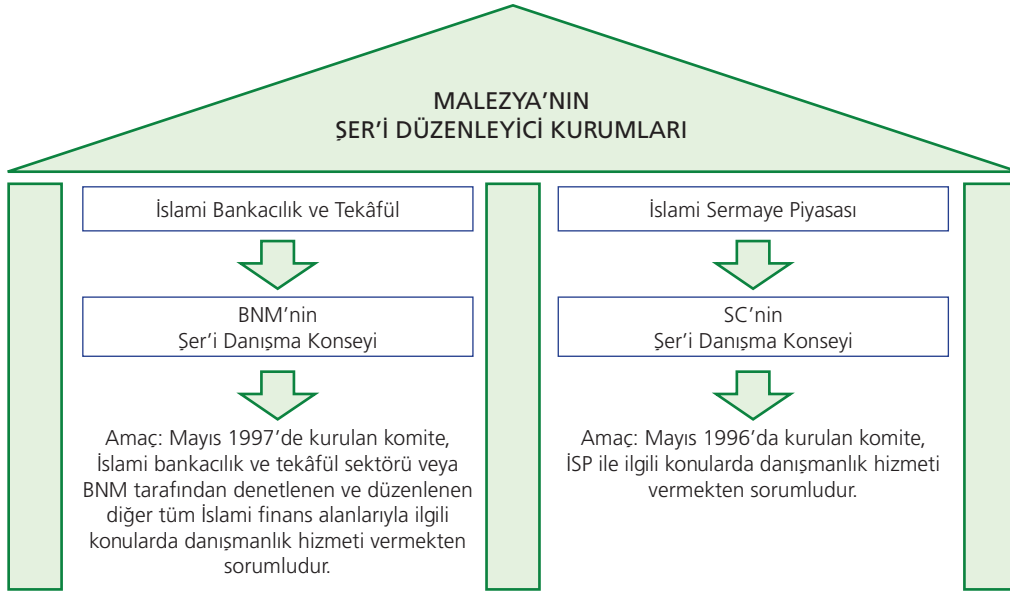


Kaynaklar: Eikon-Thomson Reuters, RAM

Sukuk yapılandırmasında SC'nin aşağıdaki kılavuz ilkeleri dikkate alınmaktadır:

1. İSP'ye İlişkin Şer'i Kararlar

Düzenleyici kurumların Malezya'nın İslami sermaye piyasasının temelini sağlamlaştırmaya yönelik girişimleri arasında İSP ile ilgili tüm Şer'i konulara hüküm vermek üzere SC'nin merkezi bir Şer'i Danışma Konseyinin (ŞDK) kurulması da yer almaktadır. Benzer şekilde, İslami bankacılık ve tekâfûl ile ilgili tüm konularda danışmanlık hizmeti vermek üzere Malezya Merkez Bankası (BNM) bünyesinde de ayrı bir ŞDK kurulmuştur. ŞDK'lar, yetki alanlarındaki konular ile ilgili olarak zaman zaman Şer'i hükümleri ve kararları yayımlamaktadır. ŞDK'ların kararları halkın erişimine açıktır ve tüm dünyada sektör ve akademi çevreleri tarafından bir referans noktası olarak kullanılmaktadır. ŞDK'ların proaktif yaklaşımı, Şer'i ilkelere uygunluğu sağlarken ürün inovasyonu ve esneklik için elverişli bir ortam oluşturarak İSP'nin yanı sıra bankacılık ve tekâfûl sektörlerinin gelişmesine olanak tanımaktadır. Şekil 4.1'de bu iki Şer'i otoritenin rolleri özetlenmektedir.

Sekil 4.1: Malezya'nın Şer'i Yönetişim Kurumları


Kaynaklar: BNM, SC

Gözlemlerimize göre bazı ŞDK kararları diğer ülkelerdeki Şer'i uzmanların fikirlerinden farklılık göstermektedir. Menkul Kıymetler Komisyonu Şer'i Danışma Konseyi Kararları'na (ikinci Sürüm) göre, bu farklılıklar zaman ve mekân farklılıklarından ve diğer ülkelerin gereksinimleri ve arka planının farklı olmasından kaynaklanmaktadır. Farklılıklardan bağımsız olarak her bir ülke (örneğin Malezya ve KİK ülkeleri), kendi gereksinimlerini karşılayacak şekilde gelişmiş ve İslami finansın görünümünün geliştirilmesinde yıllar içinde hızla ilerleme kaydetmiştir.

2. Tanımlanan Varlıklar, Girişimler ve/veya Yatırımlar Şartı

Başvur ve Piyasaya Sür Çerçevesi Kapsamındaki Kote Olmayan Sermaye Piyasası Ürünlerine Dair Kılavuz İlkeler'de (2015) bey' bi'd-damâni'l-âcil (BBA), murâbaha, istisna ve icâre sözleşmeleri ile ilgili sukuk ihracına ilişkin olarak maddi ve maddi olmayan varlık şartları belirtilmektedir.

- Tanımlanan varlık ve kullanımı, Şer'i kurallara uygun olmalıdır.
- Tanımlanan varlık üzerinde takyidat varsa veya başka bir taraf da ortak olarak varlığın sahibiyse borçlu olunan kişiden veya ortak sahipten ön izin alınmalıdır.
- Tanımlanan varlığın bir alacak şeklinde olduğu durumlarda varlık mustakir (yerleşik ve kesin) olmalı ve nakit veya mal şeklinde derhal işlem görmelidir.

Müşâreke, mudârebe ve vekâle bi'l-istismâr sözleşmelerine dayalı sukuk ihraçlarına ilişkin olarak girişimler ve/veya yatırımlar da SC'nin Şer'i kurallarına uygun olmalıdır.

3. Sukuk Yapılarının Satışı ve Alımına Dair Varlık Fiyatlandırma Kılavuz İlkeleri

Bir sukuk yapısında kullanılan varlıklar (maddi veya maddi olmayan) da varlık fiyatlandırma ile ilgili kılavuz ilkelere uygun olmalıdır. BBA, murâbaha, istisna ve icâre olarak bilinen sukuk yapıları kapsamında tanımlanan bir varlığın satışı ve alımına ilişkin satın alım fiyatı aşağıdaki sağlamalıdır³:

3 Kılavuz ilkeler, tanımlanan varlıkların satışı ve alımını içermeyen icâre sukuku için geçerli değildir.

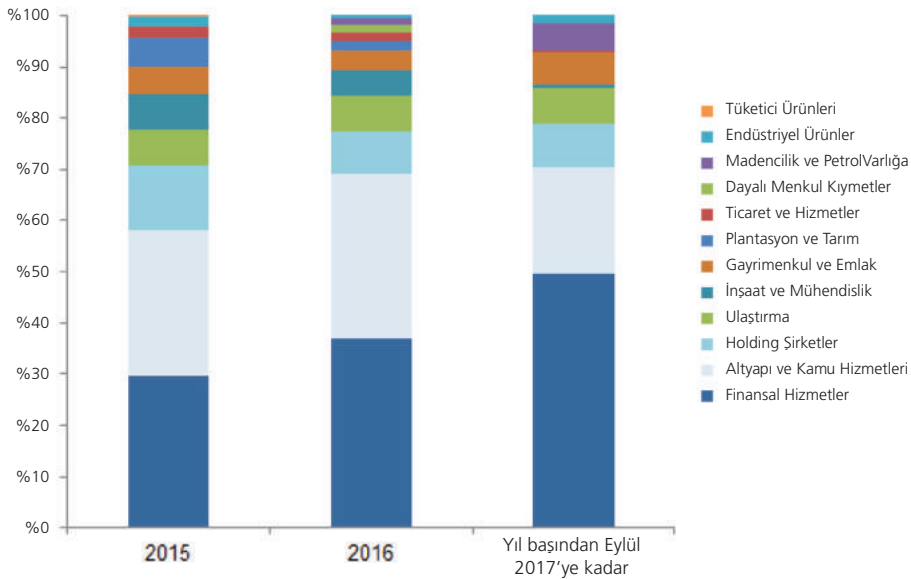
- a) Satın alım fiyatı, varlığın piyasa değerinin 1,51 katından fazla olmamalıdır.
- b) Belirli bir varlığın piyasa değerinin tespit edilemediği durumlarda adil değer veya başka bir değer uygulanmalıdır.

Varlık fiyatlandırma ile ilgili kılavuz ilkelerin mantığı, dayanak varlığın piyasa değerinin yatırımcıların ana para/yatırım değeri ile orantılı olması sağlanarak yatırımcıların çıkarlarının korunmasıdır. Varlıkların kullanılabilir olmadığı durumlarda (örneğin üzerinde taksit olması, varlık fiyatlandırma kılavuz ilkelerine uygunluk için yetersiz varlık olması, ticari sebepler), ihraççılar bir murâbaha (bir teverruk düzenlemesi aracılığıyla) yapısı kapsamında satış ve alım şartlarını kolaylaştırmak üzere Şer'i uyumlu varlıkları satın almak için onaylı platformlardan herhangi birini kullanma seçeneğine sahip olurlar.

Sukuk İhraçlarının Analizi – Arz (Satış Tarafı)

2000'lerin başından beri özel sektör ülkenin ekonomik büyümesinin itici gücü olarak tanımlanmaktadır. Ülkenin altyapısının özelleştirilmesi, ülkenin sermaye piyasalarının temelini oluşturulmasında önemli bir rol oynamıştır. 2003'te İslami finansa ilişkin yıllık bütçelerle mali teşvikler uygulamaya konmuştur. Bunlar, özel sektörün geleneksel tahviller yerine sukuku tercih etmesinin teşvik edilmesinde başarılı olmuştur. Şekil 4.2'de gösterildiği gibi İSP çok fazla sektöre ev sahipliği yapmaktadır ve finans kuruluşları ve altyapı ve kamu hizmetleri, yüksek finansman tutarları nedeniyle pastadan büyük bir pay almaktadır.

Şekil 4.2: Sektörlere Göre Malezya'nın Kurumsal Sukuk İhraçları (2015-Eylül 2017)



Kaynaklar: BPAM, RAM

Tablo 4.4'te Malezya'da gerçekleştirilen referans kurumsal sukuk ihraçlarının dökümü verilmektedir.

Tablo 4.4: Malezya’da Gerçekleştirilen Referans Kurumsal Sukuk İhraçlarının Dökümü

	Malaysia Building Society Berhad (İlk teminatlı sukuk)	Ihsan Sukuk Berhad (İlk SSY sukuku)	Tadau Energy Sdn Bhd (İlk yeşil sukuk)
Sukuk ihraççısı	Jana Kapital Sdn Bhd	Ihsan Sukuk Berhad	Tadau Energy Sdn Bhd
Yükümlü:	Malaysia Building Society Berhad	Khazanah Nasional Berhad	Tadau Energy Sdn Bhd
Para birimi	Ringgit	Ringgit	Ringgit
Yapı	Murâbaha	Vekâlet	İcâre, İstisna
Yükümlü/sukuk derecelendirme notları	AA1 (RAM Ratings)	AAA (RAM Ratings)	AA3 (RAM Ratings)
Sukuk varlıkları	Menkul kıymetleştirilen varlıklar portföyü	Maddi varlıklar ve emtia murâbahası yatırımı	Güneş enerjisi santralleri
Amaç	İşletme sermayesi olarak	Şer’i uyumlu SSY projelerinin finanse edilmesi	Büyük ölçekli güneş enerjisi projelerinin finanse edilmesi
İhraç tarihi	24 Aralık 2013	18 Haziran 2015	27 Temmuz 2017
Vade	15 yıl	25 yıl	16 yıl
Vade dolum tarihi	22 Aralık 2028	16 Haziran 2040	27 Temmuz 2033
Miktar	3 milyar MYR	1 milyar MYR	250 milyon MYR
Periyodik dağıtım	%4,4	%4,2 - %4,6	%5,0
Kotasyon	Kote değil	Kote değil	Kote değil
Yatırımcıların coğrafi dağılımı	Yerli	Yerli	Yerli

Kaynak: SC

Sukuk ihraç maliyetlerinin vergiden düşülmesi, Malezya bütçesi kapsamında sağlanan vergi teşviklerinden biridir. Zaman içinde ve uluslararası düzeyde kabul gören Şer’i sözleşmelerin uygulanmasına ilişkin piyasa şartına uygun olarak, ihraç maliyetlerinin vergiden düşülmesine ilişkin uygulama, satış bazlı sözleşmelerden (özellikle BBA ve bey’u’l-iyne) ortaklık, kiralama, temsilcilik ve seçilen satış bazlı sözleşmelere (yani icâre, müşâreke, mudârebe, teverruka dayalı murâbaha) kaymıştır. Şekil 4.3’te Malezya’nın 2018 Bütçesi’ne göre İslami finansal işlemlere tanınan bazı vergi teşvikleri açıklanmaktadır.

Sekil 4.3: 2018 Bütçesi'ne Göre İslami Finans Tanınan Vergi Teşvikleri

Malezya Bütçesi 2017/2018	
Damga Vergisi	• SC tarafından onaylanan borç senetleri veya İslami menkul kıymetlerin ihracıyla ilgili tüm araçlara, iştiraki ve satın alınmasına ilişkin tekliflere veya iştiraki ve satın alınması için yapılan davetlere ilişkin damga vergisi muafiyeti. • 1 Ocak 2016'dan 31 Aralık 2017'ye kadar bir konutun satın alınmasına ilişkin olarak Şer'i ilkelere uygun bir şekilde kullanılan asıl veya birincil finansman aracı için uygulanan damga vergisinde yüzde 20 indirim. • 1 Ocak 2007'den 31 Aralık 2020'ye kadar uygulanan MIFC'yi desteklemeye yönelik bir program kapsamında İslami bankacılık, tekâfül faaliyetleri ve İslami sermaye piyasası ile ilgili belirli araçlar için damga vergisi muafiyeti.
İhraç Maliyetinin Vergiden Düşülmesi	• Mudârebe, müşâreke, istisna, murâbaha ve teverruk, icâre ve vekâlete dayalı BBA ilkeleri kapsamında perakende sukuk ihracı için ek giderlerin vergiden düşülmesi (2016-2018). • İcâre ve vekâlet ilkeleri kapsamında sukuk ihracına ilişkin ek giderlerin vergiden düşülmesi (2016-2018)
Sukuk İhracı İçin Özel Amaçlı Şirket	• SSY sukukunun ihraç maliyetlerinin vergiden düşülmesi (2016-2020). • Bir ÖAŞ tarafından gerçekleştirilen İslami menkul kıymet ihracının maliyetinin bir kereliğine olmak üzere vergiden düşülmesi.

Kaynak: Malezya Vergi ve İşletme Kitapçığı (2016/2017).

Ülkenin yalnızca yerli değil aynı zamanda küresel ihraççı ve yatırımcıları çeken canlı bir sukuk merkezine dönüştürülmesini kolaylaştıran vergiyle ilgili diğer destekleyici girişimler aşağıda belirtilmektedir. Bu mali tedbirler, Malezya'nın, Malezya Uluslararası İslami Finans Merkezi (MIFC) olarak bilinen uluslararası bir İslami merkez olma hedefi doğrultusunda uygulamaya konmuştur:

1. Malezya'nın bir finansal kaynak oluşturma noktası olarak tanıtılması:

- Sukuk ihracı yapan ÖAK'lar, 1967 tarihli Gelir Vergisi Yasası kapsamında idari vergi prosedürlerine tâbi değildir.
- ÖAK'leri kuran şirketlere, sukuk ihracı için ÖAK'nın yaptığı masraflara ilişkin olarak vergi indirimleri yapılır.
- SC tarafından onaylanan tüm İslami menkul kıymetlere ilişkin ihraç maliyetleri için vergi indirimleri uygulanır.
- 2020'ye kadar MIFC kapsamında ihraç edilen İslami menkul kıymetlere ilişkin araçlar damga vergisinden muaftır.

2. Malezya'nın bir yatırım merkezi olarak tanıtılması:

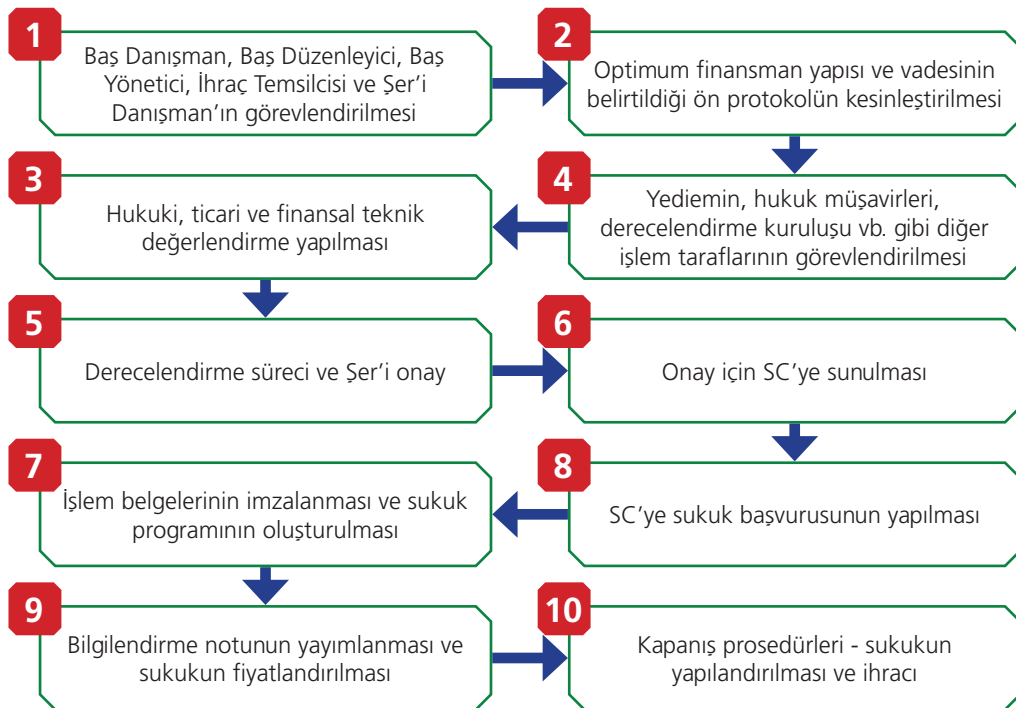
- Malezya'da oluşturulan ve SC tarafından onaylanan yabancı para birimindeki sukuktan elde edilen kâr veya gelire ilişkin olarak ülkede yerleşik olmayan yatırımcılara stopaj vergisi uygulanmamaktadır.

- Malezya'daki yabancı yatırımcıların, yatırım getirileri, temettüleri ve kârların ülkelerine gönderilmesi ve Malezya'da ringgit ile varlıkların satın alınması gibi fon akışlarına ilişkin olarak normal vergi uygulanan pazarlarda yerleşik bankalarla pozisyonlarını finansal korumaya (hedging) almalarına izin verilmektedir.
- Hem doğrudan yabancı yatırımlar hem de portföy sermaye yatırımlarına ilişkin olarak içeriye ve dışarıya serbest fon hareketleri.

Arz tarafını şekillendiren başka bir önemli unsur da bir ihracçının kredi değerliliğine dair bilgi veren ve fiyatların karşılaştırılmasını kolaylaştıran kredi derecelendirmesidir. Kredi derecelendirmesi, yatırımcıların yatırım portföylerinin sürekli olarak izlenmesi ve gözetime tâbi tutulması zorunluluğu nedeniyle ağırlıklı olarak yatırımcılar için birçok fayda sağlamaktadır. BNM'nin 1989'da ilk ÖBS kılavuz ilkelerini yayımlamasından sonra 2016'nın sonuna kadar Malezya'da kredi derecelendirmesi zorunlu olmuştur. Gelişmiş ülkelerde uygulandığı gibi, piyasa güçlerinin bağımsız kredi görüşlerinin ek avantajını belirlemesine olanak tanımak için 2017'den itibaren zorunlu kredi derecelendirme şartı kaldırılmıştır.

Yatırımcı ve ihracçılar, tahvil/sukuk ile ilgili kararlarını değerlendirirken enflasyon, faiz oranları, likidite, kredi, endüstri ve piyasa performansı da dâhil olmak üzere birçok riski dikkate almalıdır. Tahvillerin/sukukun derecelendirilmesi gerektiğini düşünenler, kredi derecelendirmesinin, kredi değerliliğinin bağımsız ve karşılaştırılabilir bir şekilde değerlendirilmesiyle piyasa şeffaflığını artırdığını öne sürmektedir. Sonuç olarak, yatırımcılar riskleri sürekli olarak izlemeye ve değerlendirmeye ilişkin sorumlulukları kapsamında yatırımlarının olumlu ve olumsuz yanlarını tartmalıdır. Şekil 4.4'te kredi derecelendirmesi veya kredi sürecinin kritik bir bileşen olduğu Malezya'daki sukuk ihracına ilişkin süreç akışı gösterilmektedir.

Şekil 4.4: Malezya'da Sukuk İhracına İlişkin Süreç Akışı



Kaynak: RAM

Sukuk Yatırımlarının Analizi – Talep (Alım Tarafı)

Malezya, derin bir kurumsal yatırımcı tabanının mevcut olduğu en büyük ve en likit sermaye piyasalarından birine sahiptir. Sermaye piyasalarındaki aracılık faaliyetleri, uzun vadeli, sermaye yoğun harcamaların, kuruluşlar, emekli sandıkları, sigorta şirketleri vb. tarafından sağlanan uzun vadeli likidite ile eşleştirilmesine olanak tanımaktadır.

Malezya'nın geniş yatırımcı tabanı, finans kuruluşlarını, sigortacılık şirketlerini, tekâfül işletmelerini ve yatırım fonlarını içermektedir. Yönetilen varlıkların (YV) büyüklüğüne göre önde gelen kuruluşlar arasında Çalışan Yardım Sandığı (EPF), Kumpulan Wang Persaraan (Diperbadankan) (KWAP), Permodalan Nasional Berhad (PNB) ve Lembaga Tabung Haji (LTH) yer almaktadır (Tablo 4.5'e bakın). Bu kuruluşlar, sukuk piyasası için temel yatırımcılar olarak değerlendirilmektedir.

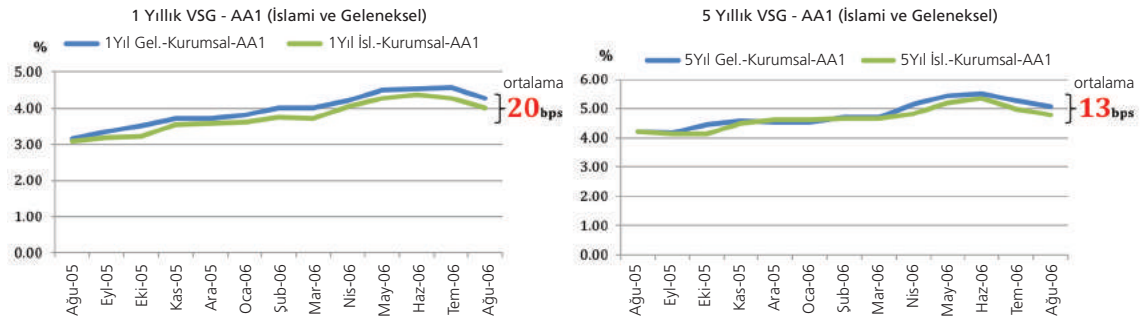
Tablo 4.5: Malezya'nın Kurumsal Yatırımcıları

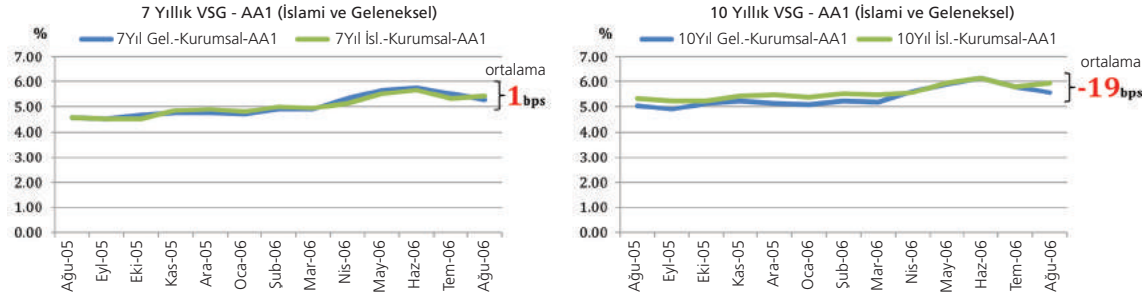
	EPF (Malezya'nın en büyük emeklilik fonu)	KWAP (Malezya'nın 2. en büyük emeklilik fonu)	PNB (Malezya'nın en büyük fon yönetim şirketi)	LTH (Malezya'nın tek hac fonu)
YV	731,1 milyar MYR (2016 sonu)	126,8 milyar MYR (tahmini, 2016 sonu)	266,5 milyar MYR (2016 sonu)	64 milyar MYR (tahmini, 2016 sonu)
Toplam YV içinde Şer'i uyumlu yatırımlar	%45 (2016 sonu)	%49,7 (Eylül 2016 sonu)	Mevcut değil	%100

Kaynaklar: Yıllık Faaliyet Raporları

Geleneksel tahvillere kıyasla sukuka yönelik büyüyen yatırımcı tabanı (Şer'i uyumlu hareket eden yatırımcılar dâhil) ve Şer'i uyumlu varlıklara yönelik artan iştah göz önünde bulundurulduğunda, Grafik 4.9 ve 4.10'da gösterildiği gibi sukuk getirileri geleneksel tahvillerinkinden daha avantajlıdır. Ağustos 2005 ve 2006 arasında İslami ve geleneksel borçlanma senetlerinin getirileri arasındaki fark, 1 ve 5 yıllık vadeler için çift haneli rakamlara çıkmıştır. Ancak şu anda yeni ihraçların yüzde 60'ı sukuk olduğundan, fiyat farkı 5 baz puana inmiştir. Bu özgün, piyasa odaklı olgu, çeşitli vergisel ve düzenleyici teşviklerle birlikte sukukun ihraççılar için tercih edilen seçenek hâline gelmesini sağlayan elverişli ortamın oluşturulmasına katkıda bulunmaktadır.

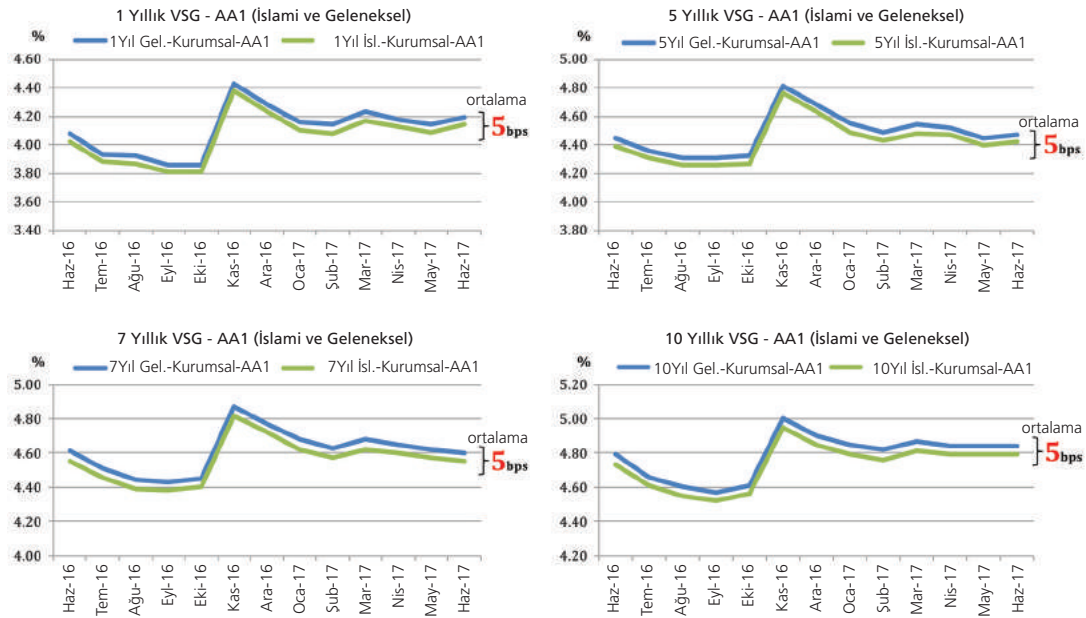
Grafik 4.9: Malezya'nın Kurumsal Tahvillerinin (AA-Notlu) Vade Sonu Getirileri (VSG) – İslami ve Geleneksel (Ağustos 2005-Ağustos 2006)





Kaynak: BPAM

Grafik 4.10: Malezya'nın Kurumsal Tahvillerinin (AA-Notlu) Vade Sonu Getirileri (VSG) – İslami ve Geleneksel (Haziran 2016-Haziran 2017)

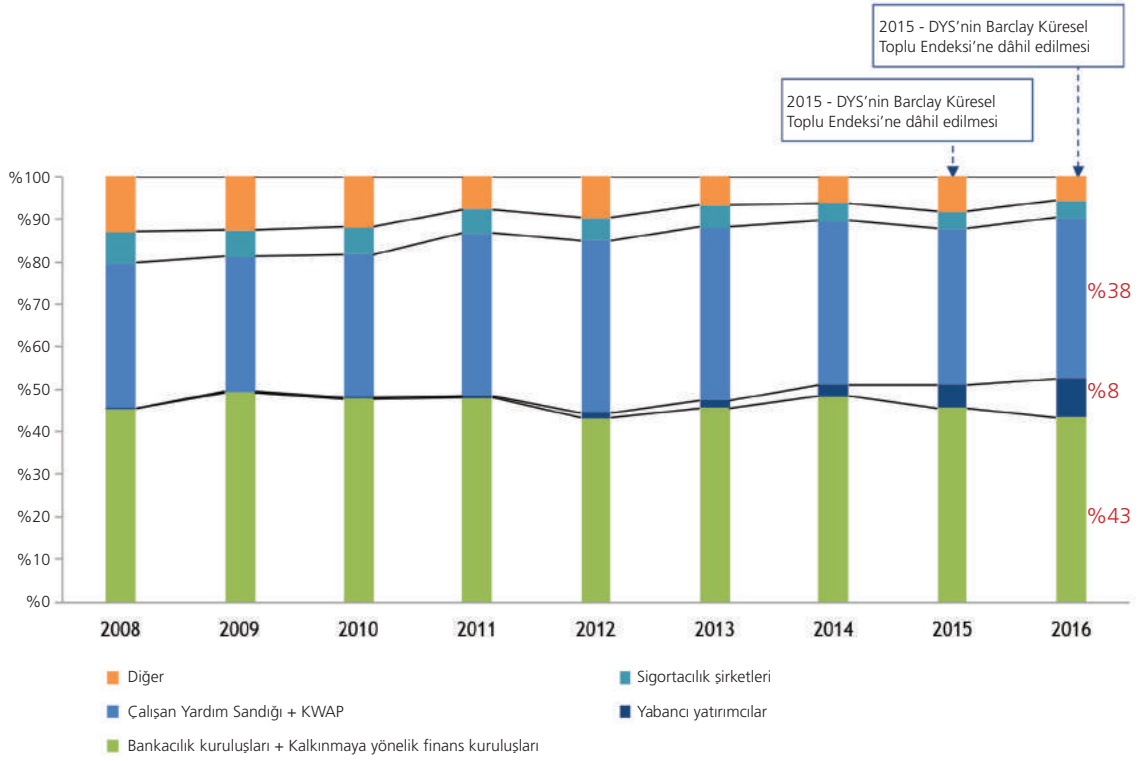


Kaynak: BPAM

Malezya Hükümeti'nin Temmuz 1983'te gerçekleştirdiği ilk DYS ihracından beri sektöre yerli yatırımcılar hâkimdir. Haziran 2017 sonu itibarıyla DYS'lerin yaklaşık yüzde 43'ü bankacılık ve kalkınmaya yönelik finans kuruluşlarının, yüzde 38'i kurumsal fonların ve yüzde 9'u da yabancı yatırımcıların elinde bulunmaktadır (Grafik 4.11'e bakınız).

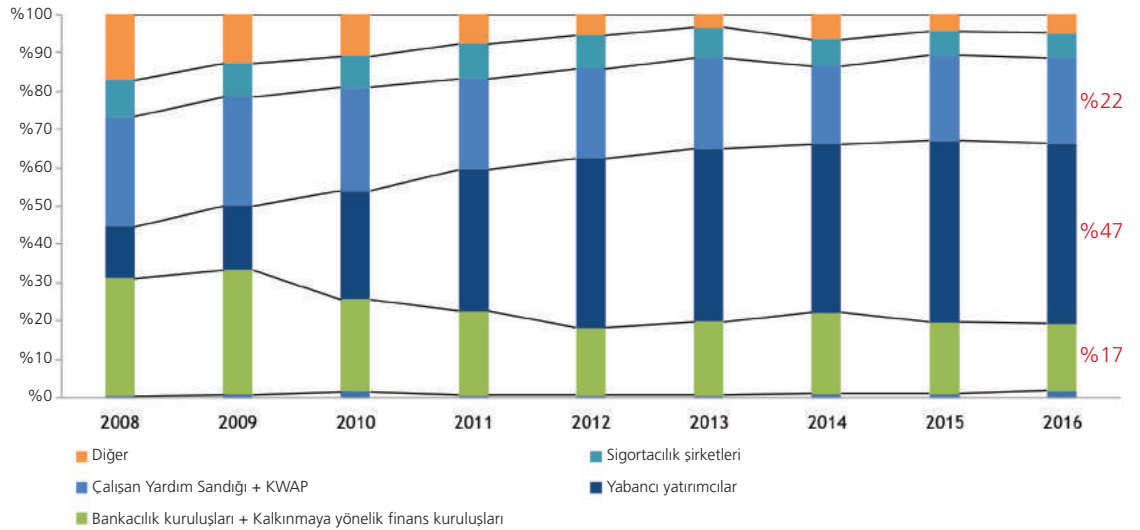
2016 sonu itibarıyla ihraç edilen MDİBS'lerin çoğu yabancı yatırımcıların (yüzde 47) elinde bulunurken onu kurumsal yatırımcılar (yüzde 22) ve bankacılık ve kalkınmaya yönelik finans kuruluşları (yüzde 17) izlemektedir (Grafik 4.12'ye bakın). Kredinin İslami veya geleneksel olduğu bilinemeyeceği için DYİ ve MDİBS sahipleri arasındaki farklılık, yabancı yatırımcıların MDİBS'ye ilişkin geleneksel belgelere aşinalığına işaret eder. Son 2 yılda Malezya'nın DYS'nin Mart 2015'te Barclays Küresel Toplu Endeksi'ne dâhil edilmesinden ve Malezya'nın ABD doları birimindeki sukukunun Ekim 2016'da EMBI Küresel Çeşitli Endeksine dâhil edilmesinden kaynaklanan görünürlük, Malezya Hükümetinin İslami iç borçlanma senetlerinin yabancı yatırımcılara pazarlanabilirliğinin artırılmasına yardımcı olmuştur. Geçmişe bakıldığında, Malezya Hükümeti uluslararası yatırımcılar arasında DYS'nin pazarlanabilirliğini artırmak için onu tanınmış endekslere daha önce dâhil etmeliydi.

Grafik 4.11: İç Piyasada İhrac Edilen DTS – Senet Sahibinin Sınıflandırması (2008-2016)



Kaynak: BNM

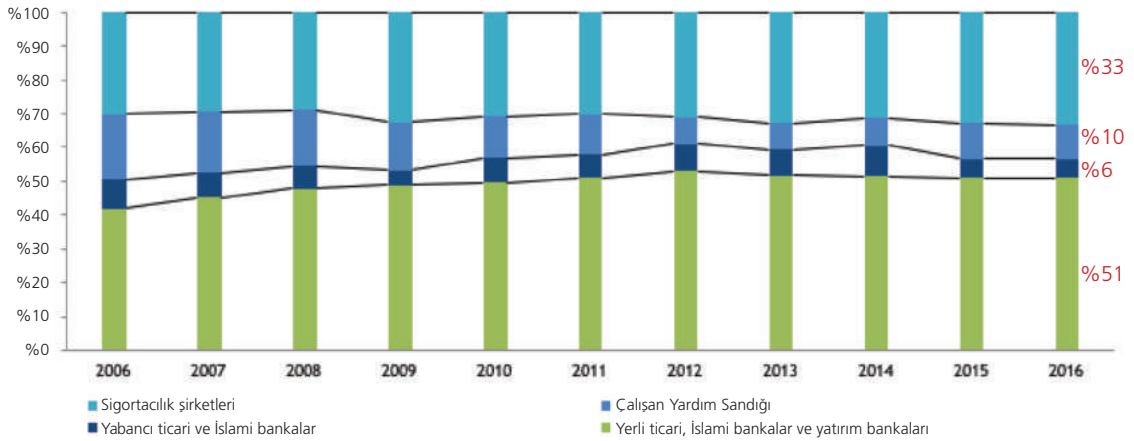
Grafik 4.12: İç Piyasada İhrac Edilen MDİBS – Senet Sahibinin Sınıflandırması (2008-2016)



Kaynak: BNM

2016 sonu itibarıyla ulusal para biriminde ihraç edilen kurumsal tahvillerin (İslami ve geleneksel tahviller) yatırımcı tabanı, başta yerli ticari bankalar, İslami bankalar ve yatırım bankaları (yüzde 51), sigortacılık şirketleri (yüzde 33) ve EPF (yüzde 10) olmak üzere ağırlıklı olarak yerli yatırımcılardan oluşmaktadır ve yabancı yatırımcıların oranı yüzde 6'dır (Grafik 4.13'e bakınız). Malezya'nın yerli kurumsal tahvil piyasasının likiditesi önemli oranda yerli kuruluşlardan elde edildiği için bu durum, dışarıdan kaynaklanan şoklara karşı bir miktar koruma sağlamakta ve Malezya'nın tahvil piyasasının performansına bir miktar istikrar katmaktadır. Yine de bu piyasa küresel gelişmelerden kaynaklanan oynaklıklara karşı hâlâ dirençli değildir.

Grafik 4.13: Malezya'nın Ulusal Para Birimindeki Kurumsal Tahvillerinin Yatırımcı Profili



Kaynaklar: BNM, EPF

Malezya'nın tahvil piyasasına dair analizimize göre yatırımcılar vade dolum tarihine kadar "alıp elde tutma" eğilimi göstermektedir. Yerli yatırımcıların buna ilişkin olarak bildirdikleri gerekçeler arasında şunlar yer almaktadır:

(i) Şer'i uyumlu varlıklara yönelik yüksek talep

Ocak 2017'de EPF 100,0 milyar MYR'lik ilk yatırım ile Simpanan Şer'i Fonu'nu kurmuştur. EPF'nin beyanına göre 2016 sonu itibarıyla Şer'i uyumlu varlıklar, toplam portföyünün yaklaşık yüzde 45'ini oluşturmaktaydı. EPF'nin Şer'i uyumlu yatırım portföyünü genişletmeye yönelik devam eden çalışmalarının sukuka yönelik iştahı da artırması beklenmektedir.

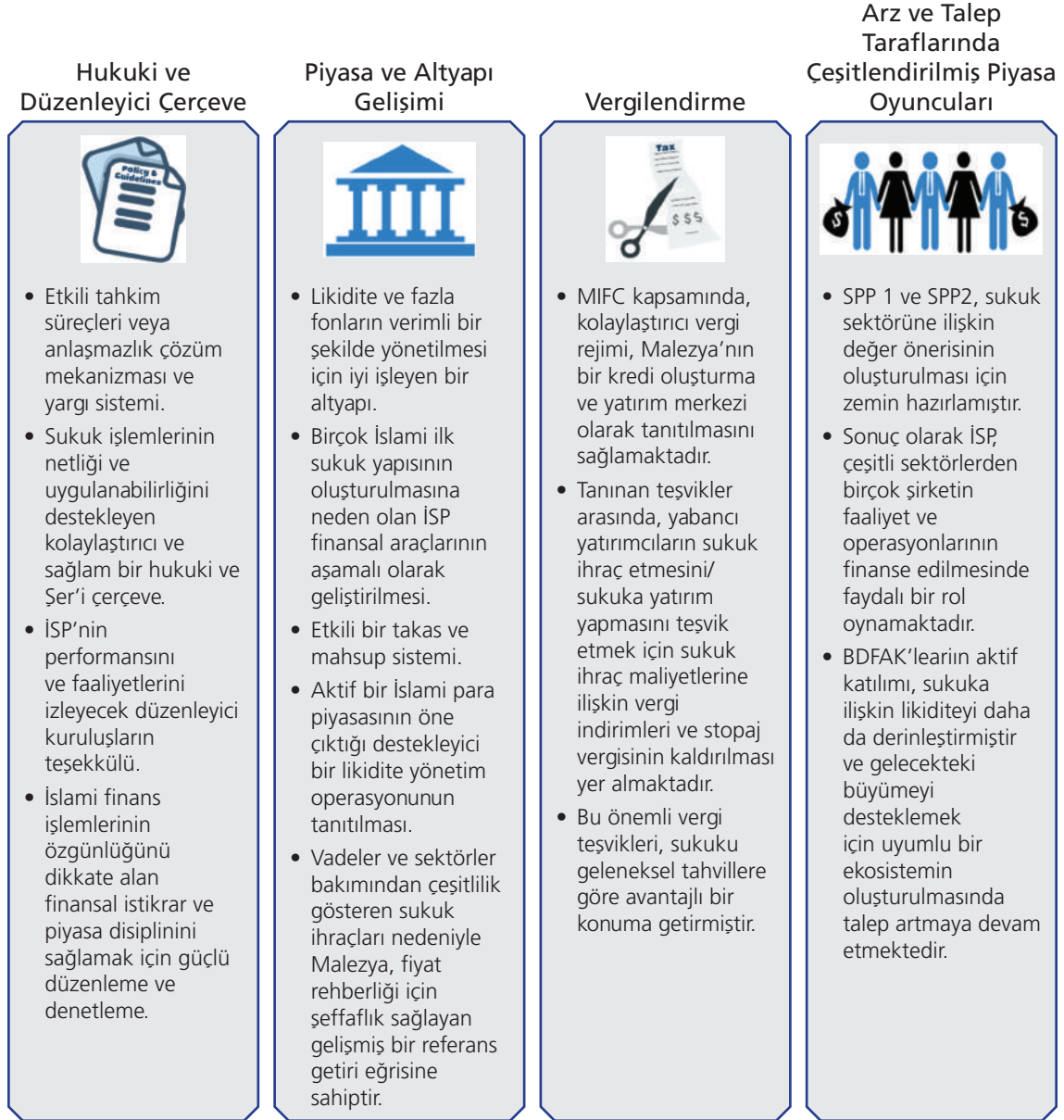
(ii) AA notlu borçlanma araçlarının sınırlı arzı

Küresel finans krizinden beri yatırımcılar yatırım stratejilerinde daha ihtiyatlı davranmaya başlamıştır. Yıllar içinde Malezya'da en az AA notlu senetlere olan yatırımcı talebi nedeniyle tek A notlu senetlerin ihracı azalmıştır. Genel olarak AA notlu senetler büyük ve güvenilir şirketler veya imtiyaz ya da özelleştirme sözleşmeleri yapmış olanlar tarafından güçlü kurumların (örneğin Malezya Hükümeti ve hükümetin bakanlıkları veya kurumları) desteklediği nakit akışlarıyla ihraç edilmektedir. Dolayısıyla, AA notlu senetlerin sınırlı arzı ve istikrarlı ve sabit gelirli varlıklara yönelik yüksek iştah, ikincil işlemlerin yapılmamasına neden olmaktadır.

4.2.4 MALEZYA SUKUK PİYASASININ TEMELİNİ OLUŞTURAN FAKTÖRLER

Malezya'nın sukuk piyasası, ülkenin, ana akım finans piyasalarına girmesinde çok önemli bir rol oynamıştır. Özgün değer önerisi ile güvence sağlanan ve kademeli olarak geliştirilen bir ekosistemle öne çıkan Malezya, İslami finans için uluslararası bir merkez olma konusunda kararlı ve sağlam bir İSP'ye sahiptir. Şekil 4.5'te gösterilen temel faktörler, Malezya'nın sukuk piyasasının başarısında faydalı bir rol oynamaktadır.

Şekil 4.5: Malezya Sukuk Piyasasının Gelişimine Zemin Hazırlayan Temel Faktörler

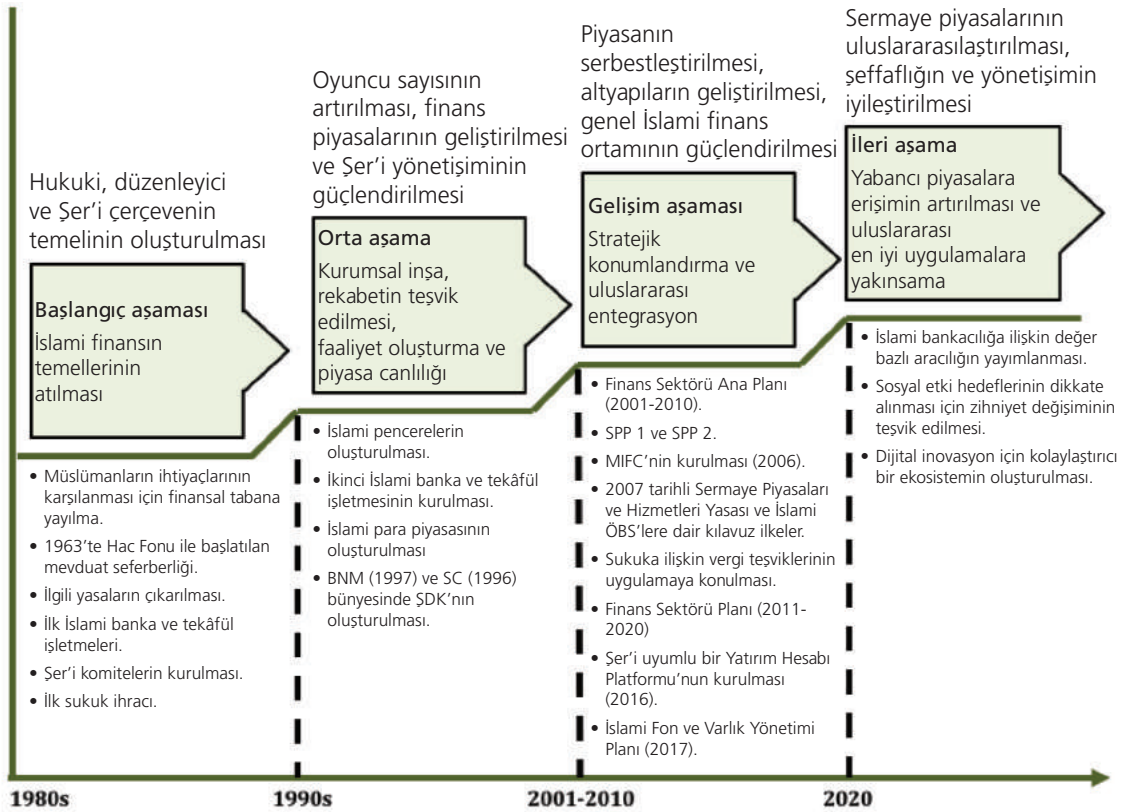


Kaynaklar: RAM ve ISRA

Finans mühendisliği bakımından Malezya'nın sukuk piyasasında, ürün ve yapı inovasyonu bakımından ülkenin başı çekmesini sağlayan öncü yapılar oluşturulmaktadır. Örnekler arasında vergi etkinliğine ve Şer'i uyumluluğa ilişkin ve daha yüksek kredi derecelendirme notlarını desteklemeye yönelik yapısal iyileştirmeler yer almaktadır. 2016'da Khazanah Nasional Berhad, Beijing Enterprises Water Group Ltd'nin (BEWG) hisselerine dönüştürülebilecek 398,9 milyon ABD doları değerinde değiştirilebilir sukuk toplamıştır. Yapının özgünlüğü, İslami yatırımcıların katılımında bulunmasına olanak tanımaktadır, çünkü Khazanah, BEWG hisselerinin değiştirme tarihinde Dow Jones İslami Piyasa Endeksi ve FTSE Şer'i Küresel Öz Kaynak Endeks Serisi tarafından belirlenen Şer'i uyumluluğa ilişkin finansal oranları karşılamaması halinde bir nakit uzlaşmasıyla her türlü değişimi karşılayacaktır. Benzer şekilde, Malaysia Building Society Bhd'nin (MBSB) 931,3 milyon ABD doları değerinde (3,0 milyar MYR) dünyadaki ilk teminatlı sukuku 2013'te ihraç edilmiştir. Sukuk yatırımcıları, ihraççı ve yapının dayandığı varlıklar üzerinde hak sahibidir (iki katmanlı menkul kıymet).

Malezya'nın İslami finans alanındaki gelişiminin gerçekleştirilmesi 30 yıldan fazla zaman almıştır. Şekil 4.6'da İslami finansın 1983'teki resmi başlangıç tarihinden itibaren geçtiği çeşitli gelişim aşamaları ve gelecek yıllarda beklenen gelişimi özetlenmektedir.

Şekil 4.6: Malezya Finans Sektörüne İslami Finansın Dâhil Edilmesinin Aşamaları

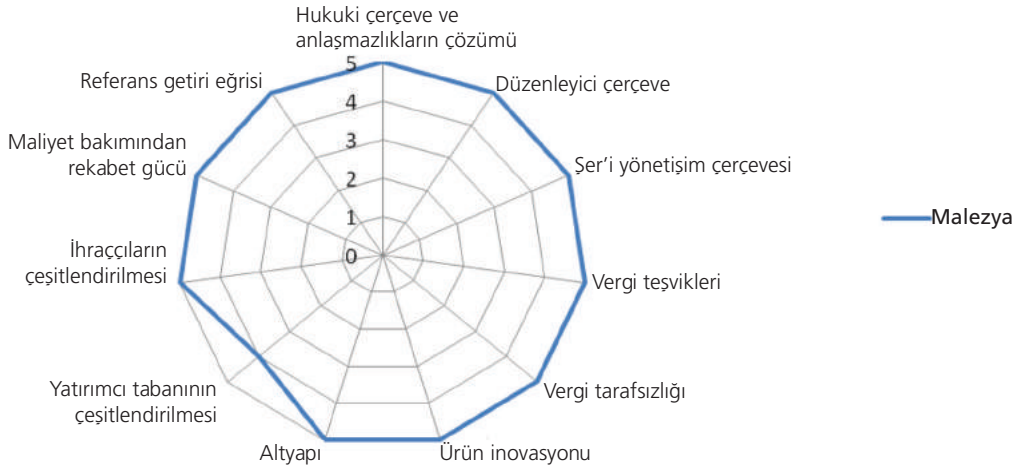


Kaynaklar: MIFC, RAM

4.2.5 ÜLKEYE ÖZEL TAVSİYELER

Diğer ülkeler için bir rol model olarak Malezya'nın şu anda karşı karşıya olduğu en büyük güçlük, İslami finansın gelişimindeki lider konumunu korumaktır. Örümcek ağı grafiği olarak verilen Grafik 4.14'e göre Malezya, yoğun düzenlemelere tâbi bir sektör olan bireysel yatırımcıların nüfuzu haricinde tüm segmentlerde lider konumdadır. Altta yer alan Tablo 4.6 ve 4.7'de Malezya'nın sukuk piyasasının karşı karşıya olduğu bazı önemli sorunlar ve güçlükler belirtilmekte ve bazı çözümler sunulmaktadır.

Grafik 4.14: Malezya Sukuk Piyasasının Gelişimini Etkileyen Faktörler



Kaynaklar: RAM ve ISRA

Tablo 4.6: Talebi (Alım Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler

Sorunlar ve güçlükler	Talep (alım tarafı) fırsatları
Etki yaratan yatırıma (örneğin ticari getirilerden ödün vermeden sosyal hedeflerin gerçekleştirildiği yatırım) dair daha fazla farkındalığa ihtiyaç duyulmaktadır.	Sosyal sorumluluk boyutu olan yatırım (SSY), hâlâ genişlemekte olan 60,0 trilyon dolarlık bir sektördür. Sukuk ile SSY'nin ortak değerleri, İslami finans ile geleneksel SSY yatırımcıları arasında daha fazla bağlantı kurulmasını teşvik edebilir. İslami finans topluluğunun sosyal etki hedeflerinin dikkate alınması için farkındalık oluşturmaya ve bir zihniyet değişikliğini teşvik etmeye yönelik devam eden çalışmaları.
DBŞ'ler bünyesinde az sayıda perakende ihrac yapılmasına rağmen bireysel yatırımcıların katılım göstermemesi.	Vatandaşlar arasında perakende sukuka yatırım yapılması için farkındalığın artırılması.
İslami bankalar için likidite yönetim araçlarının yetersizliği.	İslami bankaların geleneksel bankalarla etkili bir şekilde rekabet etmesine olanak tanımak için yeni ürünlerin geliştirilmesi veya inovasyonun teşvik edilmesi.

Kaynaklar: RAM ve ISRA

Tablo 4.7: Arzı (Satış Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler

Sorunlar ve güçlükler	Arz (satış tarafı) fırsatları
Değer bazlı aracılığın (DBA) güçlendirilmesi – Temmuz 2017’de BNM, değer bazlı aracılığa dair kılavuz ilkeler yayımlamıştır: İslami Finansın Roller ve Etkilerinin Güçlendirilmesi	DBA, İslami finans için bir sonraki piyasa taşıyıcı olarak belirlenmiştir. Sosyal adaleti sağlamaya yönelik benzer girişimler (örneğin eşler arası kitle fonlaması), Birleşmiş Milletlerin Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri (SKH’ler) ışığında Malezya’nın cazibesini artıracaktır.

Kaynaklar: RAM ve ISRA

4.3 BİRLEŞİK ARAP EMİRLİKLERİ (BAE)

4.3.1 BAE SERMAYE PİYASALARINA GENEL BAKIŞ

BAE, 2 Aralık 1971’de kurulmuş olan ve Abu Dabi, Dubai, Sharjah, Acman, Füceyre, Ummül-Kayveyn ve Resü’l-Hayme olmak üzere 7 emirlikten oluşan anayasal bir federasyondur. Her bir emirlik, kendi petrol kaynakları, mali politikaları ve borç senetleri ihracı konusunda özerkliğe sahiptir ve kendi bütçesini yönetir.

Dünyanın ilk ticari İslami bankası olan Dubai İslam Bankası (DIB) 1975’te kurulduktan sonra küresel İslami bankacılık ve finans uygulamaları BAE’den dünyaya yayılmıştır. Ancak, BAE’nin sermaye piyasalarının organize edilmesi ve düzenlenmesinde önemli bir rol oynayan Menkul Kıymetler ve Emtia Kurumu’nun (SCA) 2000 yılında ve Dubai’yi Londra, New York ve Hong Kong gibi uluslararası bir finans merkezi haline getirmek için finansal bir serbest bölge ve tam teşekküllü bir finans merkezi olarak Dubai Uluslararası Finans Merkezinin (DIFC) 2004 yılında kurulmasıyla BAE’nin İslami sermaye piyasası 2000’lerin başında faaliyete geçebilmiştir. Daha sonra BAE’deki finans piyasalarının büyümesini sağlamak için SCA bünyesinde faaliyet gösteren Abu Dabi Menkul Kıymetler Borsası (ADX) ve Dubai Finans Piyasası (DFM) ve DIFC’de yer alan ve Dubai Finansal Hizmetler Kurumunun (DFSA) düzenlemelerine tâbi olan Orta Doğu’nun uluslararası finans borsası Nasdaq Dubai başta olmak üzere menkul kıymet borsaları kurulmuştur.

KİK ekonomilerinin petrol ve hidrokarbon gelirlerine olan aşırı bağımlılığını azaltmaya ve sabit gelirli araçlar gibi diğer yatırım stratejilerine yönelmeye ilişkin çalışmalarının ardından BAE’nin İslami borç sermaye piyasası 2005’te önemli oranda genişlemiştir. Dubai’yi İslam ekonomisinin başkenti haline getirmek için 2013’te Dubai İslam Ekonomisi Geliştirme Merkezi’nin (DIEDC) kurulmasının ardından büyüme daha da teşvik edilmiş ve İslami finans, ilk 7 önemli stratejik destek ayağı olarak belirlenmiştir. Mart 2017’de DIEDC, İslami finans da dâhil olmak üzere 3 temel İslam ekonomisi sektörünün büyümesine odaklanan yenilenmiş 5 yıllık İslam Ekonomisi Stratejisi’ni (2017-2021) hayata geçirmiştir (DIEDC’nin her iki stratejisinin detayları için Kutu 4.5’e bakınız). 2014’te Dubai ayrıca küresel ekonomide önemli bir merkez olarak konumunu pekiştirmek ve hızlandırmak için Dubai Planı 2021 olarak bilinen 7 yıllık planını uygulamaya koymuştur.

Kutu 4.5: Dubai'yi İslam Ekonomisinin Başkenti Olarak Konumlandırmaya Yönelik DIEDC Stratejileri

Dubai'nin İslam Ekonomisinin Başkenti Yapılmasına Dair Stratejik Hedef



Büyümenin itici gücü

İslam Ekonomisinin Dubai ve BAE'de ekonomik büyümeye, sürdürülebilirliğe ve çeşitlendirmeye katkıda bulunan ana unsur haline getirilmesi



İlk akla gelen merkez

Dubai'nin İslam Ekonomisinin tüm alanlarında akla ilk gelen merkez ve sektör liderlerinin ana uğrak yeri haline getirilmesi



Yenilikçi sistem

İslami inovasyon ve girişimcilikle yerli katma değerli bilgi/AR-GE çalışmalarını artırmak için Dubai'de elverişli bir ekosistem oluşturulması

Dubai'nin İslam Ekonomisinin Başkenti Yapılmasına Dair Stratejik Hedef

Temel hedefler:

7 stratejik destek ayağı aracılığıyla İslam ekonomisinin büyümesinin desteklenmesi için gereken altyapı ve mevzuat çerçevesinin yanı sıra düzenleyici çerçeve de dâhil olmak üzere imkân ve olanak tanıyan bir ortam oluşturmak.



İslami Finans

Küresel referans ve İslami finansın ekonomik motoru



Helal Sektörü

Helal sektörü için güvenilir isim ve çözüm sağlayıcı



Aile Turizmi

Ailelere uygun turizm için tercih edilen yer



İslami Bilgi

İslami dijital ekonominin öncüsü



İslami Sanat ve Tasarım

İslami moda, sanat ve tasarımın başkenti



İslami Dijital Ekonomi

İslam ekonomisine dair öncü küresel bilgi ve eğitim ağı



İslami Standartlar

İslam ekonomisi standartları ve sertifikasyonuna ilişkin birinci sınıf merkez

1. Destek Ayağına İlişkin Temel Stratejiler:

- Dubai'yi İslami finansın küresel bir referansı ve ekonomik motoru olacak uluslararası finans merkezlerinden biri haline getirmek için hem kamu sektöründen hem de özel sektörden ortaklarla birlikte çalışmak.
- İslami finansın küresel başarısı için gereken uluslararası köprüleri kurmak üzere Orta Doğu ve diğer bölgelerle ilişkiler yürütmek.
- Sektörün gelişmesine ve geleneksel finansa küresel bir alternatif haline gelmesine olanak tanıyacak düzenleyici çerçeveyi oluşturmak için İslami finans sektörü ile birlikte çalışmak.

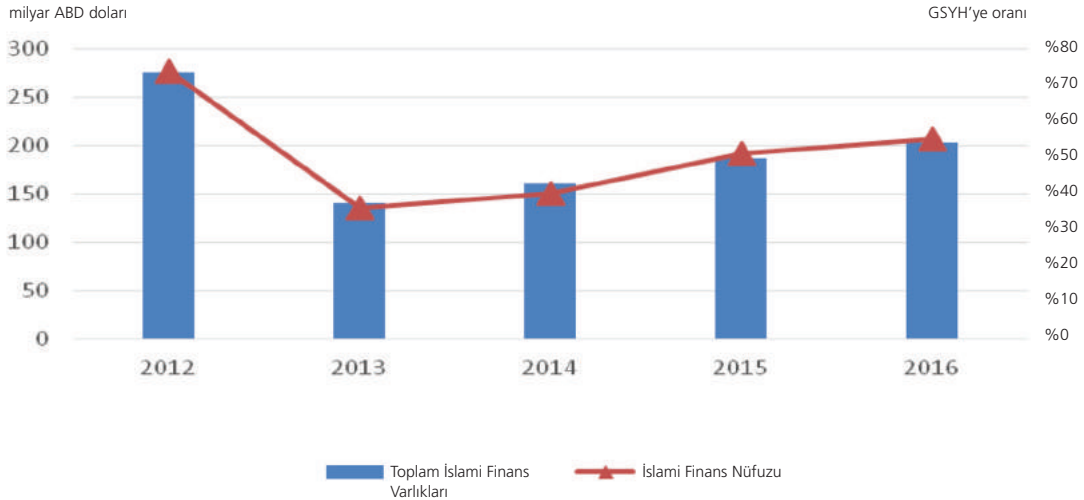
1. Destek Ayağı için Temel Dönüm Noktaları:

- Aşağıdakiler dâhil olmak üzere çeşitli kuruluşların kurulması:
 - Dubai İslami Bankacılık ve Finans Merkezi (DCIBF)
 - AWQAF Uluslararası Kuruluşu
 - İslami dijital KOBİ'ler için iş geliştirme merkezi
- İslam ekonomisi ve finansı için özel yıllık etkinliklerin düzenlenmesi:
 - Küresel İslam Ekonomisi Zirvesi, İslam Ekonomisi Ödülü

Yenilenen İslam Ekonomisi Stratejisi (2017-2021)			
Temel hedefler: Küresel İslam ekonomisini üç temel sektör (İslami finans, helal sektörü ve İslami yaşam tarzı) ve üç imkân tanıyan destek ayağı (İslami bilgi, İslami standartlar ve İslami dijital ekonomi) ile büyötmeye yönelik girişimlerin tanımlanması ve yürütölmesinde uzun vadeli etki ve paydaş desteğı sağlamak için stratejik yönlerin belirlenmesi.	 - İslami finansal piyasalar - İslami bankacılık varlıkları - Tekâfûl/Retekâfûl	 - Helal gıda ve içecekler - Farmasötik (Tıbbi Malzemeler) - Kozmetik	 - İslami kültür ve sanatlar - Tesettür modası ve tasarım - Ailelere uygun turizm
	İslami Finans	Helal Sektörü	Aile Turizmi
	 İslami Bilgi	- Eğitim ve öğretim programları - Konferanslar	- Araştırma ve geliştirme - Yayınlar
	 İslami Standartlar	- Sertifikasyonlar - Akreditasyonlar	İslam ekonomisinin farklı temel destek ayaklarına ilişkin standartlar
1. Sektöre İlişkin Temel Stratejiler: - İslami finans ürünlerinin Dubai/BAE'nin GSYH'sine katkısını artırmak ve ulusal ekonominin dirençliliğine ve çeşitlendirilmesine katkıda bulunmak. - Yatırımcılar ve sermaye sahipleri için ana uğrak yeri olarak Dubai/BAE'de sağlam ve şeffaf sermaye piyasaları oluşturmak. - İslami finansa ilişkin küresel bir çerçeve oluşturmak ve İslami finans alanındaki eğitim programları ve yardım projeleri için küresel olarak tanınan bir yer haline gelmek.			

Kaynaklar: DIEDC (2013), DIEDC (2017)

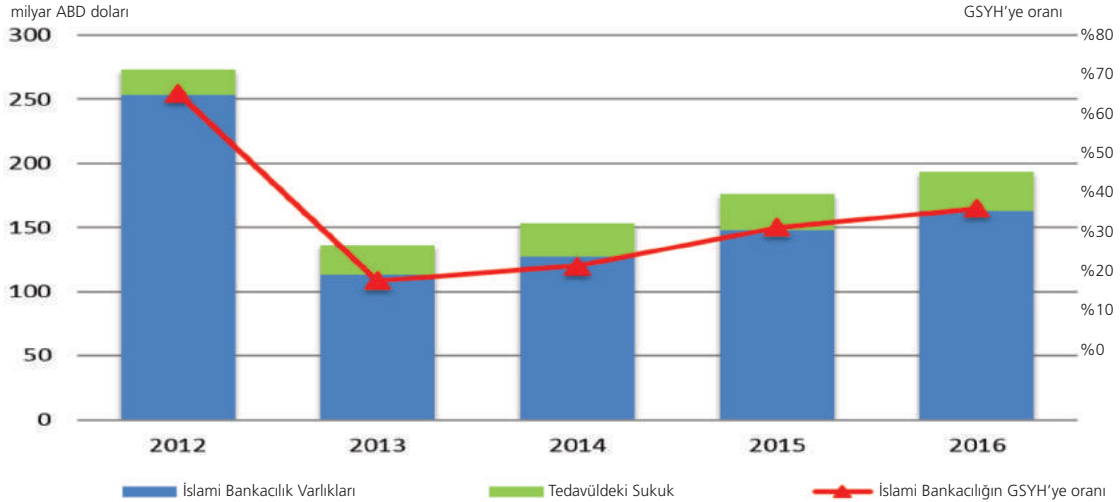
Bu girişimlerin sonucunda BAE'deki İslami finans varlıkları 2013'ten beri artmaktadır (Grafik 4.15'te gösterildiğı gibi). 2016'da İslami finans varlıklarının değeri 203 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır ve BAE'nin toplam GSYH'sinin yüzde 55'ine denk gelmektedir.

Grafik 4.15: BAE'de İslami Finansın Nüfuzu – Varlık/GSYH Oranı (2012-2016)


Kaynak: DIEDC (2017a)

Maalesef, sukuk (yalnızca 30,12 milyar ABD doları) başta olmak üzere İSP'nin toplam İslami finans varlıklarına oranı, Grafik 4.16'da gösterildiğı gibi Aralık 2016 itibarıyla BAE'nin GSYH'sinin yüzde 44'ü (163,12 milyar ABD doları) kadar katkı yapan İslami bankacılık varlıklarına kıyasla düşüktür.

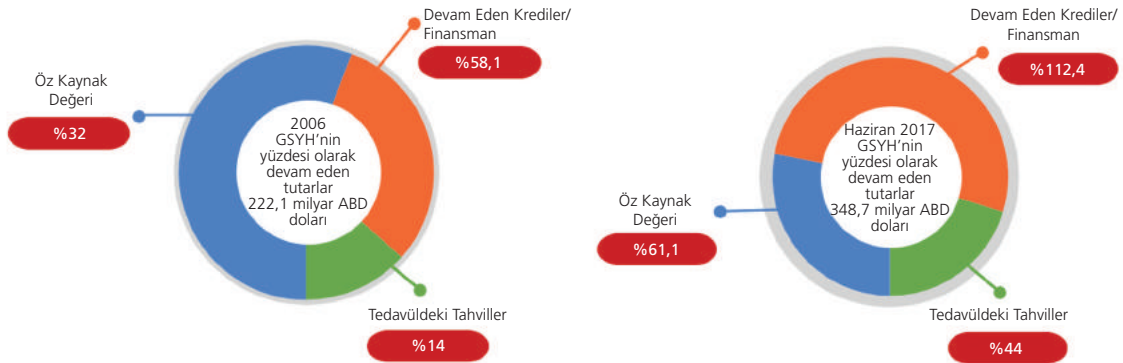
Grafik 4.16: BAE'nin İslami Bankacılık Varlıkları ve Tedavüldeki Sukuk Senetleri (2012-2016)



Kaynaklar: DIEDC (2017a), Bloomberg

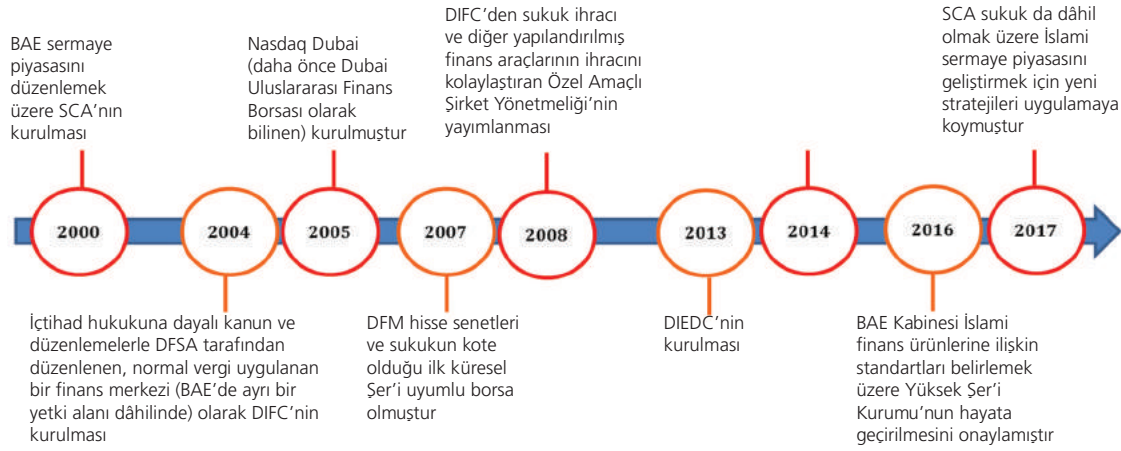
Ancak Grafik 4.17'de genel olarak BAE'nin sermaye piyasasının (geleneksel ve İslami) 2006'dak, 31,39 milyar ABD doları değerinden (yüzde 14) 2016'da 153,07 milyar ABD doları seviyesine (yüzde 44) çıkarak yaklaşık yüzde 30'luk bir yükselme kaydettiğini göstermektedir. Dubai ve Abu Dabi hükümetlerinin ortak çalışmaları, bu gelişimin sağlanmasında önemli roller oynamıştır. Özellikle Dubai, Dünya Expo 2020'nin ev sahibi olarak rolüne hazırlanırken oteller, yollar ve parklar gibi büyük inşaat ve altyapı projeleri gerçekleştirmiştir.

Grafik 4.17: BAE'nin GSYH'sine Nazaran Ödenmemiş Sermaye Piyasaları ve Banka Finansmanı



Kaynaklar: World Bank, The Global Economy, Bloomberg, ISRA tahminleri

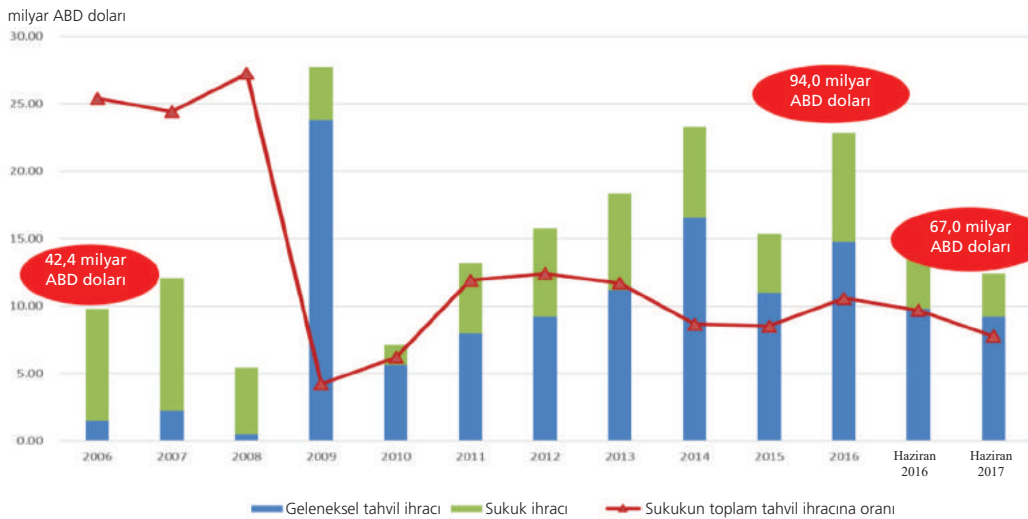
BAE'de İslami bankacılık sektörüne kıyasla İSP'nin düşük nüfuz oranına rağmen, İSP'nin büyümesine öncülük etmek için başta Dubai hükümeti olmak üzere BAE hükümeti tarafından çeşitli girişimler gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada uygulanan metodolojiye göre BAE'nin sukuk piyasasının hâlâ gelişim aşamasında olduğu ve aynı kategorideki diğer ülkelere kıyasla belirli konularda bir miktar ilerleme kaydettiği açıktır. Grafik 4.18'de BAE tahvil piyasasının 2000 ile Haziran 2017 arasındaki gelişimi özetlenmektedir.

Grafik 4.18: BAE Tahvil Piyasasının Gelişimi (2000-2017)


Kaynak: DIEDC (2017a)

4.3.2 BAE SUKUK PİYASASININ GELİŞİMİ

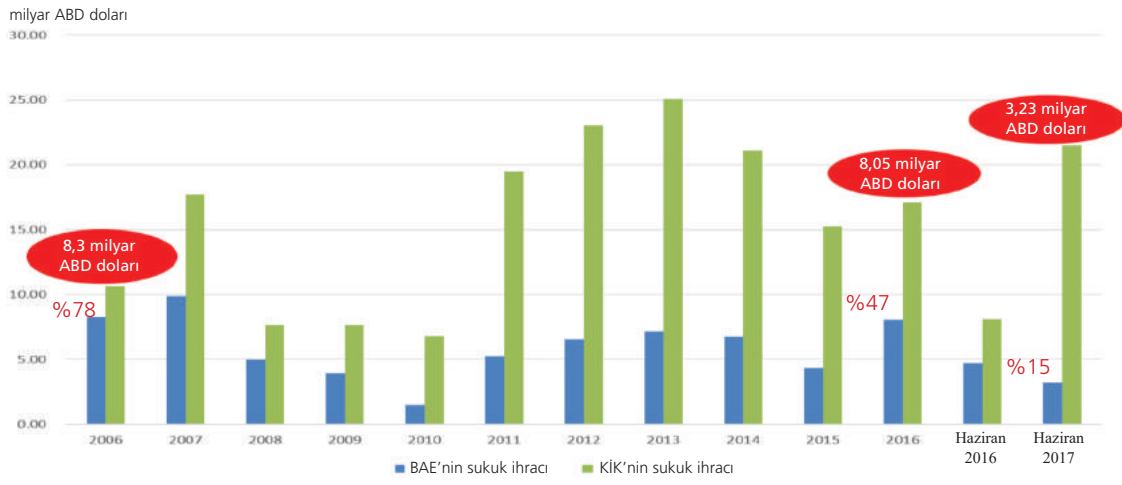
Daha önce de belirtildiği gibi BAE'nin sukuk piyasası 2000'lerin başında faaliyete geçmiş ve 2005-2007 arasında önemli oranda büyüme kaydetmiştir. Ancak küresel finans krizi (KFK) ve sonucunda meydana gelen piyasa koşulları nedeniyle ve kısmen de 2008'de AAOIFI'nin öz kaynağa dayalı sukuk yapılarında satın alma taahhütlerine dair resmî açıklaması, KİK'deki sukuk ihraççıların yüksek profilli sukuk temerrütleri ve KFK'den sonra 2009'da Nakheel sukukunun neredeyse temerrüde düşmesi sebebiyle 2008-2010 arasında düşüş yaşamıştır. Piyasa 2011'de yeniden yükseliş yaşamıştır ve o tarihten beri 2015 yılı haricinde istikrarlı bir şekilde genişlemektedir. Haziran 2017 sonu itibarıyla BAE'deki toplam sukuk ihracı 3,23 milyar ABD doları seviyesine ulaşmış olup bu rakam, Grafik 4.19'da gösterildiği gibi toplam tahvil ihracının yüzde 26'sını oluşturmaktadır.

Grafik 4.19: BAE'nin Sukuk ve Geleneksel Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)


Kaynak: Bloomberg

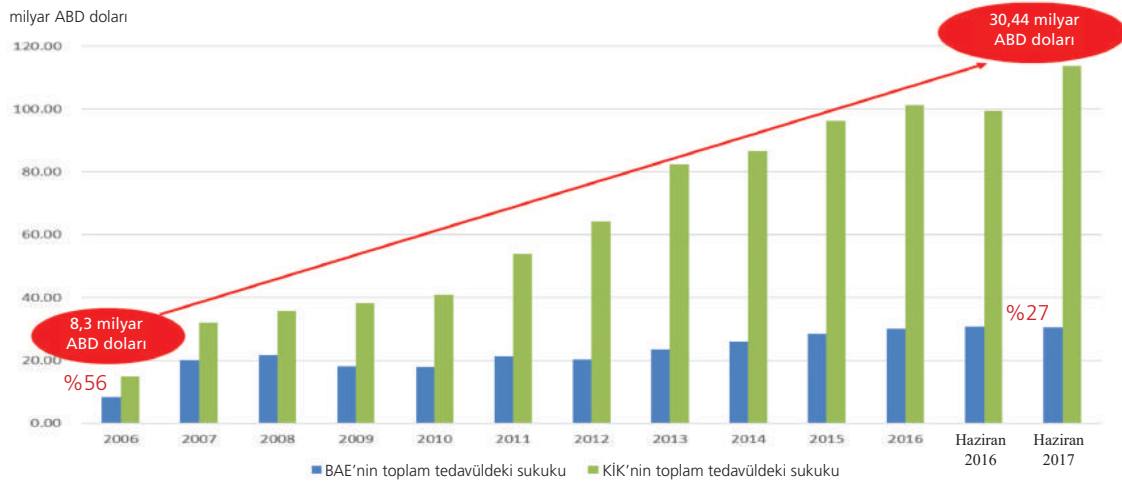
KİK ülkeler arasında BAE, Haziran 2017 sonu itibarıyla 3,23 milyar ABD doları değerinde toplam sukuk ihracıyla Suudi Arabistan'ın ardından ikinci sırada yer almaktadır ve KİK'deki toplam sukuk ihracılarının yüzde 15'ini gerçekleştirmektedir. 30,44 milyar ABD doları değerinde tedavüldeki sukuk değeri, Haziran 2017 sonu itibarıyla KİK'deki toplam tedavüldeki sukuk değerinin yüzde 27'sini oluşturmaktadır. Bu ağırlıklı olarak, KİK pazarında toplam ihrac değerini ve tedavüldeki sukuk tutarını yükselten Suudi Arabistan'ın Nisan 2017'de gerçekleştirdiği 9 milyar ABD doları değerinde çift tranşlı ilk devlet sukuku ihracından kaynaklanmıştır. Haziran 2017 sonu itibarıyla KİK ihracılarının ihrac ettiği sukukun toplam değeri 21,52 milyar ABD doları iken KİK pazarındaki toplam tedavüldeki sukuk değeri 113,66 milyar ABD doları seviyesine çıkmış olup önceki döneme göre 14,34 milyar ABD doları değerinde bir artış kaydedilmiştir (sırasında Grafik 4.20 ve 4.21'e bakınız).

Grafik 4.20: BAE ve KİK'deki Toplam Sukuk İhracı (2006-Haziran 2017)



Kaynak: Bloomberg

Grafik 4.21: BAE ve KİK'deki Toplam Tedavüldeki Sukuk Değeri (2006-Haziran 2017)



Kaynak: Bloomberg

BAE'deki tahvil piyasasının büyümesinde ağırlıklı olarak, dirhem (AED) ABD doları karşısında sabitlenmesi nedeniyle ABD doları biriminde yapılan ihraçlar, küresel yatırımcı hassasiyetinin etkisi ve DIFC'nin şirketlere ve kurumlara sunduğu kâr üzerinden sıfır vergi, döviz sınırlaması uygulanmaması ve çifte vergilendirmeyi önleyici antlaşmalar gibi çeşitli avantajlar rol oynamıştır. BAE'deki kurumların ABD doları biriminde tahvil ve sukuk ihraç etmesinin avantajları arasında sunlar yer almaktadır:

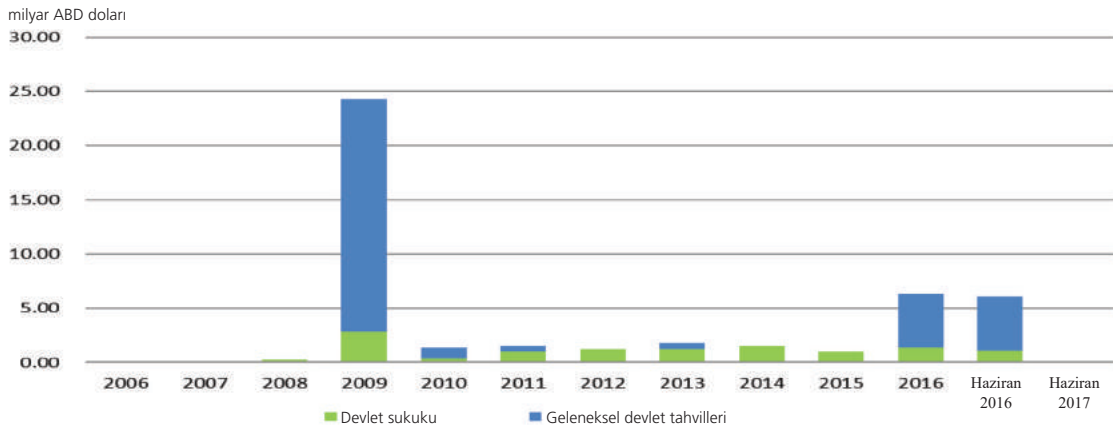
- BAE'nin ABD doları ile 3.70'te sabitlenmesi nedeniyle kur riski olmaması.
- Düşük faiz oranları ve dolayısıyla borç alma maliyetinin azalması.
- Tahvil piyasalarının likiditesinin artması.

Yine de dış finansmana olan aşırı bağımlılık da bazı güçlükler doğurmaktadır. Bunlar daha sonra ele alınacaktır.

İç Piyasa – Kamu Sektörü İhracı

IMF raporuna (2017) göre BAE'nin, petrol fiyatlarının yükseldiği dönemde oluşan büyük mali fazlalığın hükümetin iç borçlanma senetleri ihraç etme eğilimini azaltması nedeniyle çok küçük miktarda bir kamu borcu bulunmaktadır. Emirlik hükümetleri bütçe açıklarını finanse etmek için dış borçlanma senetleri (yabancı para birimlerinde tahviller ve sukuk) ihraç etmekte veya devlet varlık fonlarını (DVF'ler) kullanmaktadır. Haziran 2017'ye kadar yalnızca 3 Emirlik'te (Dubai, Res'ül-Hayme ve Sharjah) sukuk ihraç edilmiştir (2 ihraç AED, diğerleri ise ABD doları biriminde gerçekleştirilmiştir). Abu Dabi Hükümeti, yalnızca geleneksel tahviller ihraç ediyordu. En çok devlet sukuk ihracı 2009'da gerçekleştirilmiş olup bu alanda Dubai Hükümeti BAE pazarında öncü konumundaydı. 2009'da Dubai'deki DİT'lerin yüksek profilli sukuk temerrütleri, 2010'da BAE'nin sukuk piyasasında bir düşüş yaşanmasına neden olmuştur. Ancak yatırımcıların Dubai'nin kredi riskine dair algısı 2012'ye kadar iyileşmiş ve böylelikle Dubai Hükümeti sırasıyla yüzde 6,45 ve yüzde 3,875 getiri sağlayan 600 milyon ABD doları seviyesindeki referans boyutlu 10 yıllık sukuk (2012'de) ve 750 milyon ABD doları değerindeki başka bir sukuk (2013'te) ihraç etmiştir. Grafik 4.22'de Haziran 2017 sonu itibarıyla BAE'nin devlet tahvillerine kıyasla toplam devlet sukuku ihracı gösterilmektedir.

Grafik 4.22: BAE'nin Devlet Sukuku ve Geleneksel Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)



Kaynak: Bloomberg

2015-2016'da küresel petrol fiyatlarında yaşanan büyük düşüş BAE'nin devlet gelirlerini büyük oranda azaltmış (Tablo 4.8'e bakınız) ve ülkenin bütçe açığını finanse etmek için uluslararası tahviller ve sukuk da dâhil olmak üzere finansman kaynaklarını çeşitlendirmesine yol açmıştır.

Tablo 4.8: BAE'nin Bütçe Açıkları (2014-2017ö)

milyar AED	2012	2013	2014	2015	2016t*	2017ö**
Devlet gelirleri	550,032	582,839	550,439	391,542	358,419	388,863
Devlet harcamaları	400,893	434,489	477,31	420,203	412,176	427,305
Bütçe açığı	149,14	148,35	73,13	28,66	53,76	38,44

Kaynak: IMF

* IMF tahmini

**IMF öngörüsü

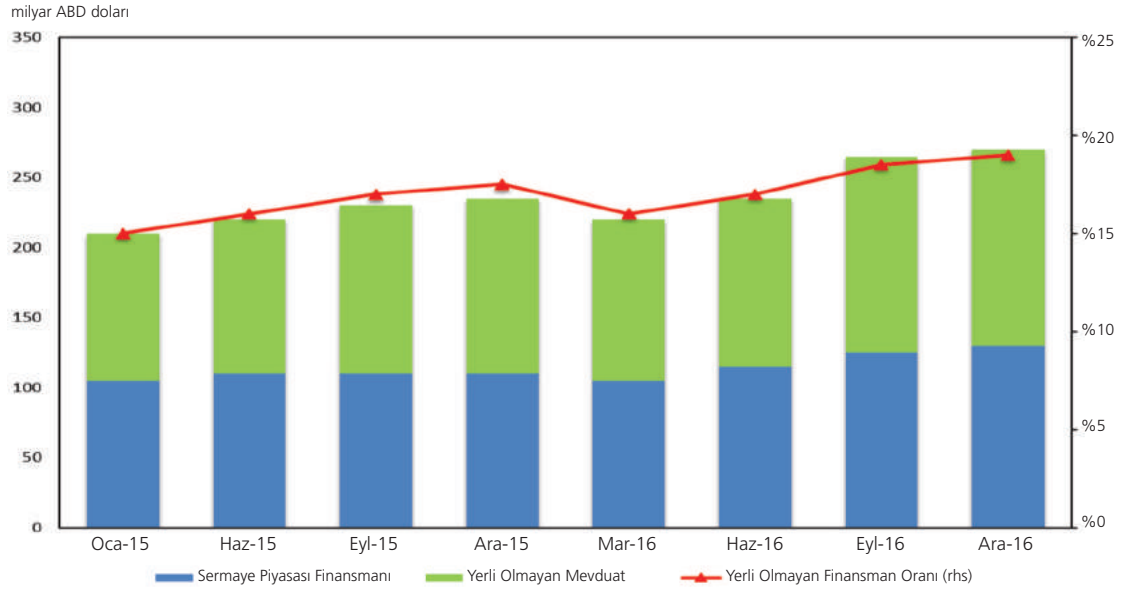
Her bir Emirlik kendi bütçesinin yönetimi ve bütçe açıklarını finanse etmek için fon toplanması açısından özerkliğe sahip olduğundan, federal hükümet herhangi bir borçlanma senedi ihraç etmemiştir. Ancak, BAE Hükümeti'nin 2017'de teklif ettiği federal borç yönetim kanunu, federal hükümetin tahvil piyasasına girmesine olanak tanıyacaktır. Hükümetin ileride sukuk ihraç etmesi beklenmektedir. Bu durum, SCA'nın yeni uygulamaya konan (Ekim 2017'de) ve SCA'nın sukuka dair düzenlemelerin güncellenmesinde ve bir Şer'i kurulun yönetim sisteminin uygulanmasındaki rolünün açıklandığı BAE'nin İSP'sine ilişkin geliştirme stratejisi ile uyum içindedir. Ayrıca BAE hükümeti, BAE Merkez Bankası (CBUAE) ve BAE Bankalar Federasyonu ile işbirliği yaparak, İslami finans ürünlerine ilişkin kılavuz ilkeler, politikalar ve düzenlemeler oluşturan ulusal bir düzenleyici kurum olarak daha yüksek bir Şer'i kurumun oluşturulmasına dair kılavuz ilkeler üzerinde çalışmaktadır. Şer'i kurumun teşekkülüne ilişkin onay, Mayıs 2016'da verilmiştir. CBUAE'nin, yerli İslami bankaların likidite yönetimini güçlendirmek için Nisan 2014'te hem geleneksel hem de İslami bankalara yönelik olarak teminatlı repoya benzeyen Geçici Marjinal Kredi İmkânı'nı⁴ oluşturması da sukuk ihraçlarının artırılmasına yardımcı olacaktır. Nisan 2015'ten beri Şer'i uyumlu Geçici Marjinal Kredi İmkânı kapsamında borç alanlar, devlet sukuku veya Emirliklerin herhangi birindeki kurumlarca ihraç edilen sukuku ellerinde bulundurmaktadır.

İç Piyasa – Özel Sektör İhracı

Kamu sektörü ihracına benzer olarak, BAE'deki kurumlar tarafından ulusal para biriminde gerçekleştirilen yerli sukuk ihracı çok sınırlı düzeydedir. Onun yerine BAE'nin sukuk piyasası Avro tahvil piyasası ile tanınmaktadır. Bloomberg verilerine (Haziran 2017 sonu itibarıyla) göre, çoğu gayrimenkul sektöründeki şirketler tarafından olmak üzere ulusal para biriminde yalnızca 10 tane ihraç gerçekleştirilmiştir. Dubai ve Abu Dabi'de BAE ekonomisinin büyümesi ve kalkınmasının ana kaynağı olan çoğu DİT, büyük oranda banka kredileri/finansmanına bağımlı olan iç borç kaynaklarına takviye olarak dış finansman kaynaklarına başvurma eğilimindedir. Bu eğilim, uzun vadeli bir referans iç getiri eğrisinin olmamasından kaynaklanıyor olabilir. Benzer bir eğilim, BAE'nin ulusal bankalarında da gözlemlenmektedir. BAE Finansal İstikrar Raporu'na (2016) göre BAE ulusal bankalarının yerli olmayan finansmanının toplam finansmanı içindeki payı 2015'te yüzde 17,6 iken 2016'da yüzde 19,6'ya çıkmıştır. Yerli olmayan finansman, neredeyse eşit olarak sermaye piyasası finansmanı ve yerli olmayan mevduatlar şeklinde ayrılmaktadır. BAE'nin ulusal bankalarının dış sermaye piyasası finansmanı, kısmen sığ yerli tahvil piyasası sayesinde 2015'teki yüzde 16,2 düzeyinden 2016'da yüzde 19,1'e çıkmıştır (Grafik 4.23'e bakınız).

4 Şer'i uyumlu Geçici Marjinal Kredi İmkânı, teminatlı murâbahaya dayanmaktadır. 1 Nisan 2015'te yayımlanan BAE Merkez Bankasının Teminatlı Murâbaha İmkânı kapsamında Teminat Yönetimine İlişkin Kılavuz İlkelerine bakınız.

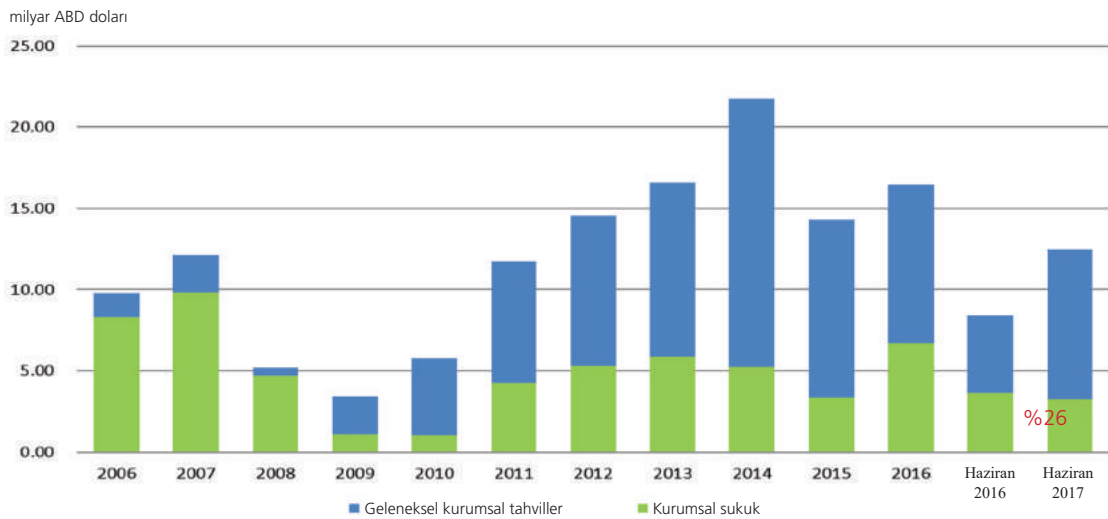
Grafik 4.23: BAE'nin Ulusal Bankalarının Yerli Olmayan Finansman/Toplam Finansman Oranı



Kaynak: CBUAE (2016)

Geleneksel tahvillere kıyasla, BAE'deki kurumlar ve yarı devlet teşekkülleri tarafından gerçekleştirilen sukuk ihraçları, daha önce de belirtildiği gibi kısmen 2007-2009 arasında KFK sırasında ve sonrasında Dubai'nin DİT'lerinin yaşadığı önemli sukuk temerrütleri nedeniyle 2009'dan beri önemli oranda azalmıştır. Grafik 4.24'te gösterildiği gibi Haziran 2017 sonu itibarıyla özel sektörün gerçekleştirdiği ihraçlar, 9,21 milyar ABD doları değerindeki geleneksel tahvil ihraçlarına kıyasla ancak 3,23 milyar ABD doları (toplam kurumsal tahvillerin yüzde 26'sı) düzeyinde kalmıştır.

Grafik 4.24: BAE'nin Kurumsal Sukuk ve Geleneksel Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)



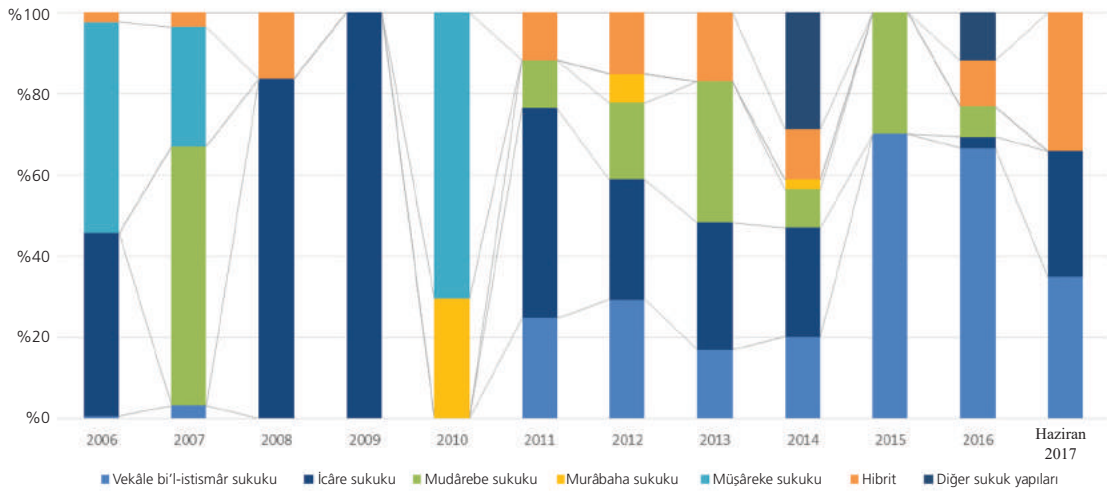
Kaynak: Bloomberg

4.3.3 SUKUK YAPILARI, İHRAÇLARI VE YATIRIMLARININ ANALİZİ

Sukuk Yapılarının Analizi

BAE’de merkezi bir Şer’i kurum bulunmadığından (Aralık 2017 itibarıyla), devlet sukuku ve kurumsal sukuk ihraççıları sukuk yapılarını geliştirmek için AAOIFI’nin Yatırım Sukukuna Dair 17 numaralı Şer’i Standart’ta belirtilen onaylı Şer’i sözleşmelerden birini seçme özgürlüğüne sahiptir. Devletler icâre ve vekâle bi’l-istismâr sukukunun bir birleşimini ihraç ederken, şirketler Grafik 4.25’te gösterildiği gibi daha çeşitli yapılarda sukuk ihracı gerçekleştirmektedir.

Grafik 4.25: Şer’i Sözleşmelerin Türlerine Göre BAE’nin Kurumsal Sukuk İhraçları (2006-Haziran 2017)



Kaynak: Bloomberg

BAE’li ihraççılar, oldukça az sayıda “dünyada ilk” yenilikçi yapı sunsa da aktif bir şekilde referans sukuk ihraç eden küresel oyuncular arasında yer almaktadır. Tablo 4.9’te BAE’de gerçekleştirilen bazı referans kurumsal sukuk ihraçlarının dökümü verilmektedir.

Tablo 4.9: BAE’de Gerçekleştirilen Referans Kurumsal Sukuk İhraçlarının Dökümü

	Abu Dabi İslam Bankası (ADIB) sukuku 2012	Medjool sukuku 2013	Khadrawy sukuku 2015
Sukuk ihraççısı	ADIB Capital Invest 1 Ltd	Medjool Limited	Khadrawy Limited
Kaynak kuruluş/ yükümlü:	ADIB	Emirates Havayolları	Emirates Havayolları
Para birimi	ABD doları	ABD doları	ABD doları
Yapı	Mudârebe	Vekâlet	İcâre
Kredi notları	A2/-/A+	-	-

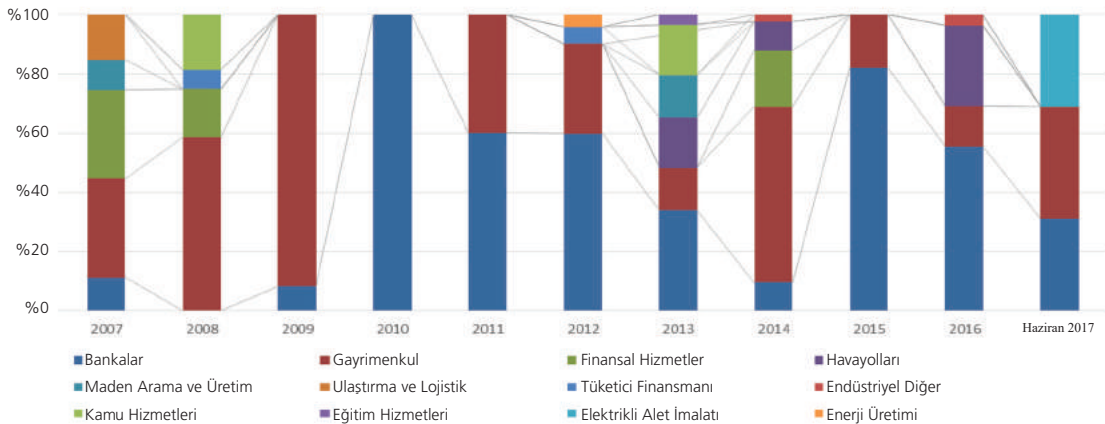
Sukuk varlıkları	ADIB'nin genel işletmesi	Seyahat hakları	Alkol, domuz eti veya tütün ve benzeri ürünlerin satışına ilişkin hizmetler hariç olmak üzere Emirates'in yolculara tanıdığı seyahat hakları ve normalde verdiği tüm hizmetler
Amaç	Katman-1 sermaye toplamak	Uçak finansmanı ve işletme sermayesi gereksinimleri de dâhil ve bunlarla sınırlı olmamak üzere genel kurumsal amaçlar	4 adet yeni Airbus A380-800 satın almak
İhraç tarihi	19 Kasım 2012	19 Mart 2013	31 Mart 2015
Vade	6 yıl	10 yıl	10 yıl
Vade dolum tarihi	16 Ekim 2018	19 Mart 2023	31 Mart 2025
Miktar	1 milyar ABD doları	1 milyar ABD doları	913 milyon ABD doları
Periyodik dağıtım	%6,375	%3,875	%2,471
Kotasyon	Londra Borsası	Nasdaq Dubai	Londra Borsası ve Nasdaq Dubai
Yatırımcıların coğrafi dağılımı	-	-	Orta Doğu ve Asya (%49), Avrupa (%32), ABD (%29).

Kaynaklar: ISRA (2017) ve ISRA (2016)

Sukuk İhraçlarının Analizi – Arz (Satış Tarafı)

BAE'nin sukuk piyasasının büyümesinde ağırlıklı olarak finansman ve yatırım portföylerini çeşitlendirmek isteyen piyasa oyuncuları rol oynamaktadır. DİT'ler ve diğer şirketler tarafından gerçekleştirilen özel sektör sukuku ihraçları, BAE'deki sukuk ihraçlarının büyük bir kısmını oluşturmaktadır ve Grafik 4.26'da görüldüğü gibi piyasaya bankalar ve gayrimenkul şirketleri hâkimdir. İslami bankaların sermaye yapısını güçlendirme ve Basel III şartlarını karşılama ihtiyacının yanı sıra Dubai Hükümeti'nin daha fazla sayıda altyapı projesi gerçekleştirmesi bu eğilime katkıda bulunmaktadır.

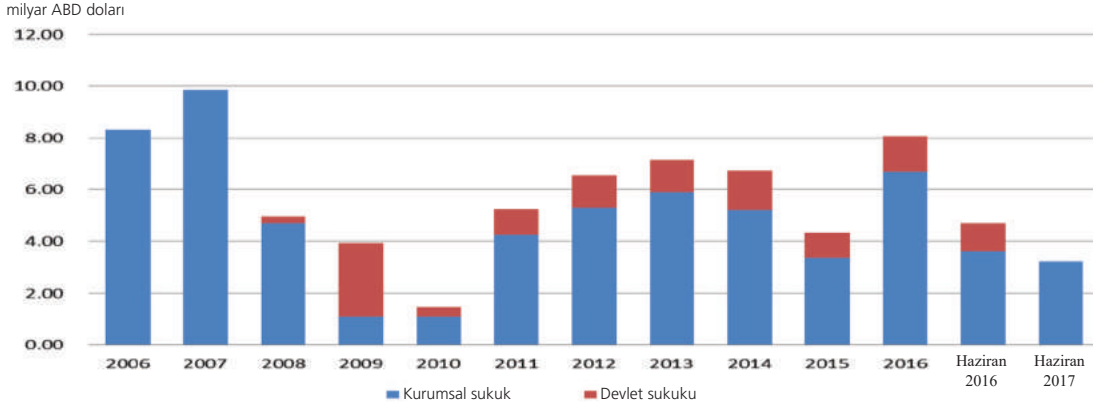
Grafik 4.26: Sektörlere Göre BAE'nin Kurumsal Sukuk İhraçları (2007-Haziran 2017)



Kaynak: Bloomberg

Devlet sukuku, 2006 ile Haziran 2017 sonu arasında toplam ihraçların küçük bir kısmını oluştuyordu (11,94 milyar ABD doları). Grafik 4.27’de kamu sektörü ihraçlarına kıyasla devlet sukuk ihraçlarının sayısı gösterilmektedir. Yalnızca 2009 yılında devlet sukuku ihraçları kurumsal sukuk ihraçlarını geçmiştir. Özellikle Abu Dabi Hükümeti, daha önce de belirtildiği gibi düşen petrol fiyatları karşısında bütçe açığını finanse etmek için hiç devlet sukuku ihraç etmemiş, onun yerine bir dizi geleneksel tahvil ile finansman toplamıştır.

Grafik 4.27: BAE’nin Devlet Sukuku ve Kurumsal Sukuk İhraçları (2006-Haziran 2017)



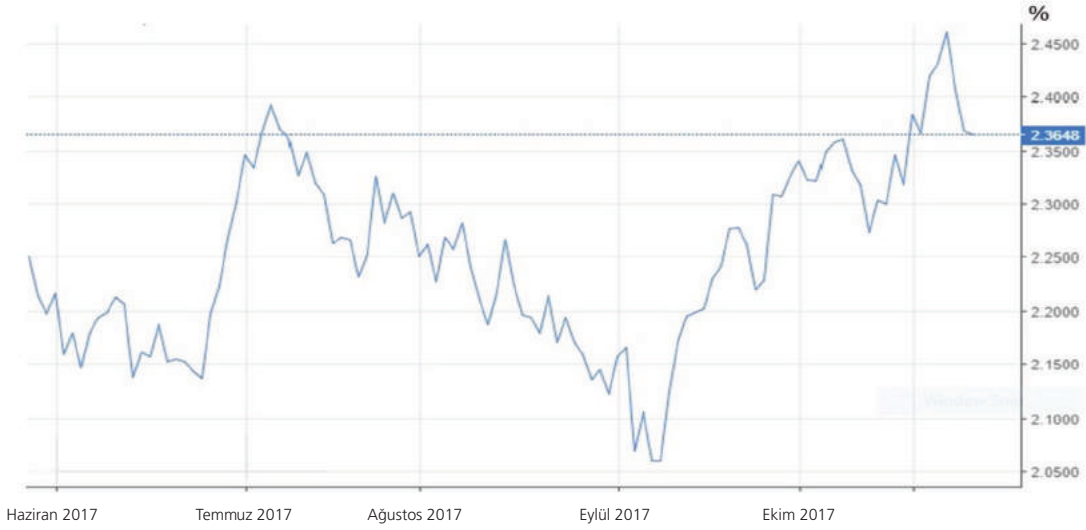
Kaynak: Bloomberg

BAE’de hem devlet sukuku hem de kurumsal sukuk kısa vadelerle ihraç edilmektedir. Çoğunlukla 5 yıllık vade kullanılmaktadır. Bugüne kadar ihraç edilen en uzun vadeli sukuk 10 yıllık olup çoğunlukla İslam ekonomisinin küresel başkenti olarak genişlemesini finanse etmek için Dubai Hükümeti tarafından ihraç edilmiştir. Kurumsal sukuk ihraçlarına bakıldığında, Emirates Havayolları merkezini genişletme çalışmalarını ve uçak satın alımlarını finanse etmek için 2013’te (Medjool sukuku) ve 2015’te (Khadrawy sukuku) 2 dizi 10 yıllık sukuk arz etmiştir.

BAE’nin borç piyasasına ABD doları biriminde yapılan uluslararası ihraçlar hâkimdir. Dolayısıyla, ulusal para birimindeki yerli tahvil piyasası çok sınırlıdır ve küresel yatırımcılara aşırı bağımlılığa neden olmaktadır. Ancak, yabancı yatırımcıların BAE senetlerine yönelik iştahı, başka yerlerde daha cazip yatırım fırsatları bulduklarında veya ülkelerinde kötü makroekonomik koşullar oluştuğunda sona ermektedir. ICD-Thomson Reuters İslami Finans Gelişim Göstergesi’ne (2012-2017) göre sukuk ihraçlarının yalnızca yüzde 21’i iç piyasaya yönelikken kalan yüzde 79’u uluslararası düzeyde ihraç edilmektedir.

BAE’de AED biriminde ihraç edilen tahvillerden oluşan aktif bir piyasanın olmaması, farklı vadelerde bir getiri eğrisinin oluşmamasına da yol açmaktadır. Bu, uzun vadeli kredi imkânlarının fiyatlandırılmasında bankalar için önemli güçlükler doğurmaktadır. Bazı yorumculara göre ABD ve BAE’deki ekonomik faktörlerin farklılığı nedeniyle ABD doları getiri eğrisi, AED getiri eğrisinin yerine kullanılamaz (Baby, 2016). Grafik 4.28’de 10 yıllık devlet tahvillerine ilişkin ABD doları getiri eğrisi gösterilmektedir.

Grafik 4.28: ABD doları 10 Yıllık Devlet Tahvili Getirisi



Kaynak: Trading Economics

Sukuk Yatırımlarının Analizi – Talep (Alım Tarafı)

DIEFC Raporu'na (2017a) göre Dubai, tek bir işlem platformu üzerinden DFM ve Nasdaq Dubai tarafından arz edilen ABD doları birimindeki sukuk senetleri bakımından dünyada önde gelen bir merkezdir. Ekim 2017 sonu itibarıyla her iki borsada yaklaşık 75 adet sukuk kote olmuş durumdadır. DIEDC (2017a), Nasdaq Dubai'nin küresel bir sukuk merkezi kurmayı planladığını ve bu merkezin Dubai'nin sukuk sektörünü daha da geliştirmesinin beklendiğini belirtmektedir. Bu merkezin hayata geçirilmesiyle, perakende sukuk da dâhil olmak üzere daha fazla sayıda yeni ihraç gerçekleştirilecek ve KOBİ'lere ikincil sukuk piyasasında işlem yapma imkânı tanınacaktır.

ABD doları biriminde ihraç edilen borçlanma senetlerinin BAE'de yaygın olması nedeniyle sabit getirili araçlara yönelik talep, çoğunlukla finansal kurumlardan ve fon yönetim şirketlerinden kaynaklanmaktadır. Emeklilik fonları veya sigortacılık/tekâfül şirketleri gibi diğer önemli kurumsal yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen sukuk yatırımları, muhtemelen uzun vadeli sukuk eksikliği, borç ve öz kaynak ürünleri için eşit şartlar oluşturan BAE'nin vergisiz rejimi ve ulusal para biriminde ihraç edilen tahvillerin azlığı nedeniyle çok sınırlı düzeydedir. BAE'nin en büyük devlet varlık fonu olan ve Malezya'daki Khazanah Nasional'in yaptığı gibi İSP'nin büyümesi için katalizör görevi görebilecek Abu Dabi Yatırım Kurumu (ADIA) iç piyasadan faydalanmamaktadır. ADIA onun yerine çeşitli varlık sınıflarından oluşan çeşitlendirilmiş bir küresel yatırım portföyünü yönetmektedir.

4.3.4 BAE SUKUK PİYASASININ TEMELİNİ OLUŞTURAN FAKTÖRLER

Orta Doğu'nun öncü finans merkezi olarak BAE'nin ve özellikle Dubai'nin DIFC altyapısı sayesinde dünyanın her yerinden yabancı yatırımcılar çekilebilmektedir. BAE Anayasası'nın 121. maddesi, federasyonun Emirliklerde finansal serbest bölgeler oluşturmaya ve merkezde medeni kanuna dayalı olarak belirli federal kanunların uygulanmamasını sağlama imkânı vermektedir. Birkaç kanunla DIFC, onun kendi finansal düzenleyici kurumu (DFSA) ve diğer gerekli kurumlar oluşturulmuştur. Kanunlarda merkezin kurumlarının amaçları, yetkileri ve görevleri belirtilmektedir. Aynı zamanda DIFC'de geçerli olan önemli muafiyet ve yasaklar da açıklanmaktadır. Tablo 4.10'da finansal bir serbest bölge olarak DIFC için elverişli bir ortam oluşturmak amacıyla çıkarılan kanunlar özetlenmektedir.

Tablo 4.10: DIFC'nin Kurulmasına İlişkin Başlıca Kanunlar

Kanunlar	Detaylar
2004 tarihli ve 8 sayılı Federal Kanun (Finansal Serbest Bölge Kanunu)	BAE'de finansal serbest bölgelerin oluşturulmasına ilişkin olan bu kanun: • BAE'nin herhangi bir emirliğinde finansal serbest bölge oluşturulmasına olanak tanır. • Finansal serbest bölgeleri ve finansal faaliyetleri tüm federal medeni ve ticari kanunlardan muaf tutar. • Finansal serbest bölgelerde, kara para aklamaya dair federal kanunlar da dâhil olmak üzere federal ceza kanunlarının uygulanacağını teyit eder. • DIFC'nin yetkilendirdiği firmaların "Devletin pazarlarından [...] [ve] BAE dirhemi biriminde gelen mevduatlarla" iş yapmasını yasaklar.
2004 tarihli ve 35 sayılı Federal Kararname	Dubai'de finansal serbest bölge olarak DIFC'nin oluşturulmasını öngörür (DIFC Kanunu).
2004 tarihli ve 9 sayılı Dubai Kanunu	DIFC'nin kurulmasına ilişkin bu kanun: • DIFC'nin finansal idaresini ve bağımsızlığını tanır. • DFSA da dâhil olmak üzere DIFC'nin merkez kurumlarını oluşturur. • DIFC'yi Dubai kanun ve düzenlemelerinden ve belirli şartlardan muaf tutar.
2004 tarihli ve 1 sayılı DIFC Kanunu (Düzenleyici Kanun 2004)	DFSA'nın düzenleyici yetkilerini, görevlerini ve amaçlarını açıklar.

Kaynaklar: DIFC (2009) ve DIFC (2009a)

DIFC'nin içtihat hukukuna dayalı münhasır hukuki ve düzenleyici sistemi, Cayman Adaları gibi geleneksel vergi cenneti (offshore) merkezler yerine yurt içinde bir merkezi tercih eden sukuk ihraççıları için ÖAŞ'ler/ÖAK'ların tescil edilmesine olanak tanımaktadır. Ayrıca DIFC, Mahkeme Kanunu (2004 tarihli ve 10 sayılı DIFC kanunu) ve 2008 tarihli ve 1 sayılı Tahkim Kanunu (2013'te değişiklik yapılarak 2013 tarihli ve 6 sayılı DIFC Kanunu olmuştur) gibi anlaşmazlıkların çözümüne ilişkin kanunlar da çıkarmıştır. Bu kanun, 2014'te Anlaşmazlık Çözüm Kurumu'nun (DRA) kurulmasına zemin hazırlamıştır. DRA, DIFC mahkemeleri, bir tahkim enstitüsü ve DRA'nın görevlerini gerçekleştirmek için gerekebilecek diğer kurul veya yardımcı kurumlara ilişkin genel sorumluluğa sahiptir. DRA'nın oluşturulmasıyla DIFC, Londra, Paris ve Singapur'un geleneksel tahkim merkezlerine ciddi bir alternatif sunmak için önemli bir adım atmıştır. Şu anda BAE'de 3 adet yerleşik tahkim merkezi bulunmaktadır: Dubai Uluslararası Tahkim Merkezi (DIAC), Abu Dabi Ticari Tahkim Merkezi ve son olarak Dubai Uluslararası Finans Merkezi (DIFC) ile Londra Uluslararası Tahkim Mahkemesi (LCIA) tarafından yönetilen DIFC-LCIA Tahkim Merkezi.

DIFC ayrıca sukuk ihraçlarının halka arzına olanak tanıyan Nasdaq Dubai'yi kurmuştur. Bu, ihraççıların potansiyel yabancı yatırımcıların sayısını en üst düzeye çıkarmalarına yardımcı olmaktadır. Ancak borsada yalnızca kurumsal yatırımcılar işlem yapabilmektedir. Dolayısıyla, bireysel yatırımcılara yönelik uygun bir altyapının oluşturulması düşünülmelidir.

Ayrıca DIFC, sukuk ihraçlarının kredi risklerine dair şeffaflık sağlayan ve pazarlanabilirliklerini artıran Standard & Poor's (S&P), Moody's ve Fitch Ratings gibi birçok uluslararası ve tanınmış derecelendirme kuruluşuna ev sahipliği yapmaktadır.

Dubai ve BAE ekonomisinin ayırt edici özelliği, "sıfır vergi" rejimi olmasıdır. Kurumlar vergisinin olmaması, kurumsal borç ve kaldıraç için vergi avantajlarıyla teşvik uygulanmamasına işaret eder. Sonuç olarak kurumlar, sermayelerini artırmak için gerekli finansmanı öz kaynak veya

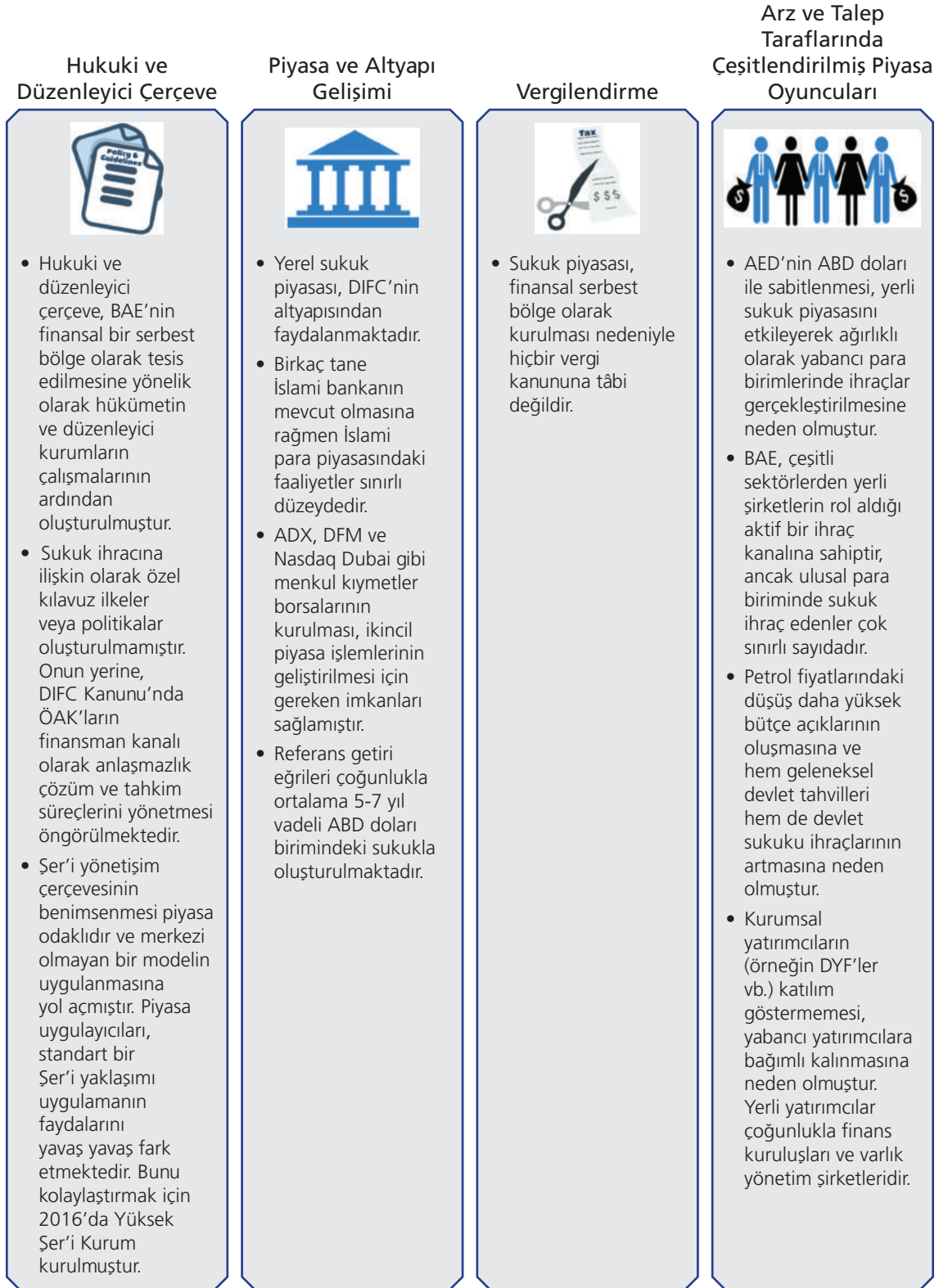
borçla sağlayabilir. Dolayısıyla bu, hükümetin BAE'deki borç piyasasının gelişimini teşvik edip desteklemek için kullanabileceği önemli bir aracı ortadan kaldırır.

Şer'i yönetişime ilişkin olarak BAE, merkezi olmayan bir model benimsemiştir. Sukuk da dâhil olmak üzere herhangi bir İslami finansal ürüne ilişkin onay, ihraçta rol alan ilgili ticari bankaların veya yatırım bankalarının görevli Şer'i komitesi tarafından verilir. Sukuk yapılarının Şer'i uyumluluğuna dair denetleme yapan ulusal bir merci bulunmamaktadır. Bu model ülkede iyi bir şekilde işliyor olsa da özellikle son Dana Gas sukuku meselesinde görüldüğü gibi sukuk yapılarına dair Şer'i kararlar bakımından tutarsızlıklara sebep olduğu noktasında eleştirilmektedir. Merkezi Sharjah'da bulunan ihraççı Dana Gas PJSC (Orta Doğu'nun ilk ve en büyük bölgesel özel doğal gaz şirketi), Haziran 2017'de sukuk sahiplerine ödeme yapmamasına ilişkin olarak verdiği savunmada mudârebe sukuku yapısının Şer'i uyumlu olmadığını bildirmiştir.

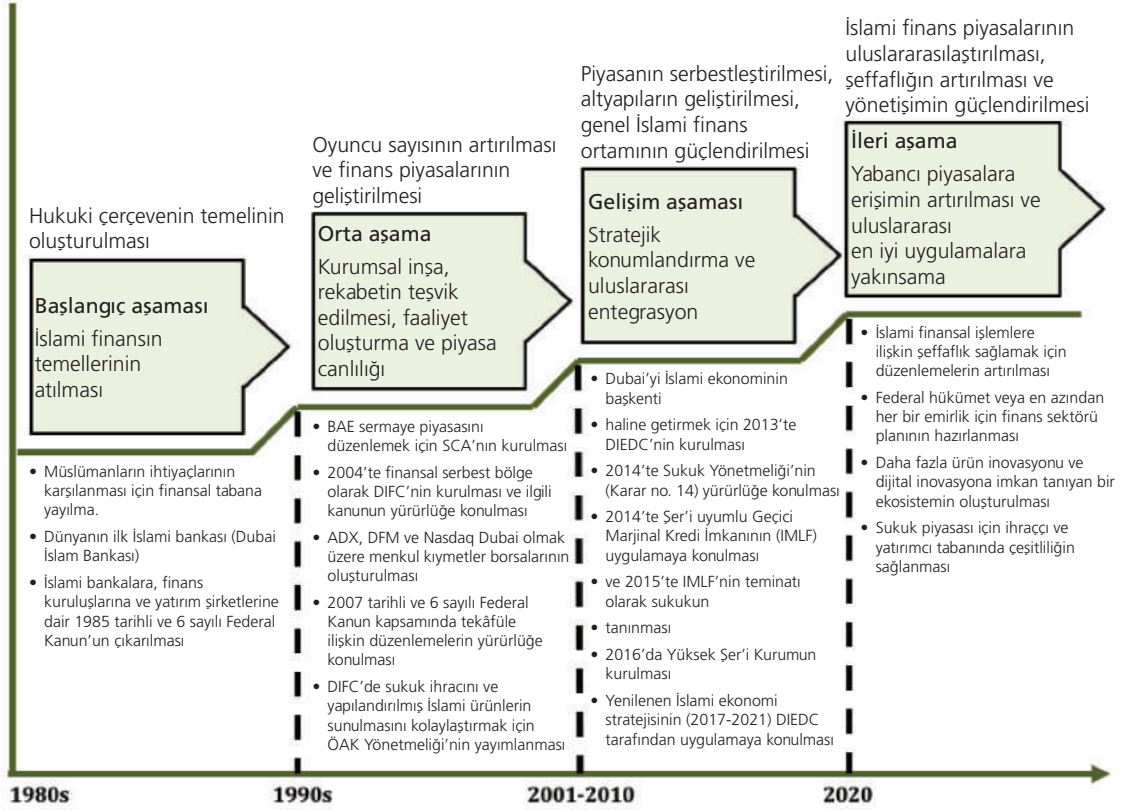
Daha önce Grafik 4.16'da gösterildiği gibi BAE'de 2016'da toplam GSYH'nin yüzde 44'ü (163,12 milyar ABD doları) kadar katkı veren İslami bankacılık oldukça gelişmiş olsa da İslami para piyasası hâlâ sınırlıdır. Şu ana kadar BAE Merkez Bankası, AED biriminde hazine bonosu, senet, tahvil veya sukuk gibi hiçbir kısa vadeli araç ihraç etmemiştir ve bu, BAE'nin toplam borçlanma senedi ihracının diğer KİK ülkelerinkinden düşük olmasına neden olmaktadır. Ancak BAE Merkez Bankası, 2014'ten beri Şer'i uyumlu Geçici Marjinal Kredi İmkânı uygulamakta olup, sukuku bir tür teminat olarak kabul etmektedir. Bu çalışmaların İslami para piyasasının büyümesine yardımcı olması ve dolayısıyla tahvil piyasasının likiditesini artırması beklenmektedir.

Şekil 4.7'de BAE'nin sukuk piyasasının büyümesi ve gelişimini etkileyen temel faktörler özetlenmektedir. Şekil 4.8'de ise piyasada şu ana kadar nelerin başarıldığına ve olgun piyasa statüsüne erişmek için nelerin iyileştirilmesi gerektiğine ilişkin olarak -1975'te Dubai İslami Bankası'nın kuruluşundan beri - BAE'nin finans sektörüne İslami finansın dâhil edilmesinin aşamaları gösterilmektedir.

Sekil 4.7: BAE Sukuk Piyasasının Gelişimine Zemin Hazırlayan Temel Faktörler



Kaynaklar: RAM ve ISRA

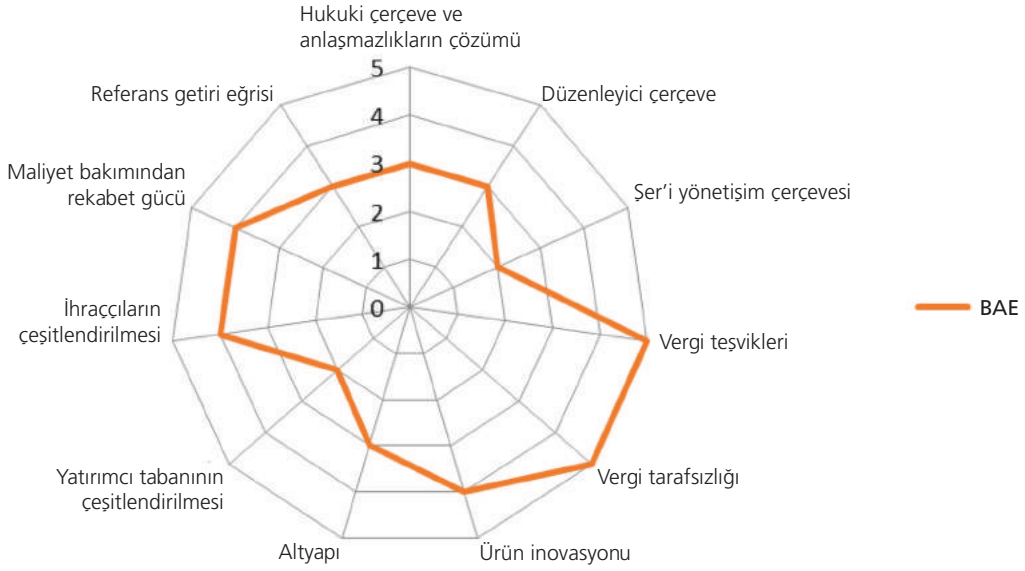
Şekil 4.8: BAE Finans Sektörüne İslami Finansın Dâhil Edilmesinin Aşamaları


Kaynaklar: RAM ve ISRA

4.3.5 ÜLKEYE ÖZEL TAVSİYELER

BAE, uluslararası sukuk ihracıları için cazip bir ülke ve yabancı yatırımcıların sevdiği bir pazar olsa da genel olarak ülkenin İslami sermaye piyasası ve özel olarak sukuk piyasası hâlâ çeşitli güçlüklerle karşı karşıyadır⁵. BAE'ye özel tavsiyeler hazırlanırken, Grafik 4.29'da gösterildiği gibi sukuk piyasasının karşı karşıya olduğu sorun ve güçlükler gözden geçirilmiştir. Tablo 4.11 ve 4.12'de arz ve talep bakımından BAE'nin sukuk piyasasının derinliği ve genişliğinin artırılmasına yönelik bazı öneriler özetlenmektedir.

5 2015'te Deloitte Corporate Finance, Dubai'deki borç piyasasının gelişimini teşvik eden faktörleri analiz etmek için Dubai Ekonomi Konseyi ile birlikte çalışarak "Yatırım ve Büyümeyi Teşvik Etmek için Dubai'nin Borç Piyasasının Geliştirilmesi" adlı bir rapor hazırlamıştır.

Grafik 4.29: BAE Sukuk Piyasasının Gelişimini Etkileyen Faktörler


Kaynaklar: RAM ve ISRA

Tablo 4.11: Talebi (Alım Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler

Sorunlar ve güçlükler	Talep (alım tarafı) fırsatları
Dar yatırımcı tabanı – Yabancı ağırlıklı yatırımcı tabanı; önemli kurumsal yatırımcıların olmaması; bireysel yatırımcıların olmaması	Uzun vadeli yatırımlara ihtiyaç duyan sigortacılık şirketleri ve emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcıların talebi. Mevcut durumda hisse senetlerine ve gayrimenkule daha fazla yatırım yapan yüksek net değere sahip kişilerin talebi. Bir perakende piyasası, İSP için derinlik sağlar.
Merkezi bir Şer'i kurumun olmaması	Hukuki belgelerin, sukuk yapılarının ve Şer'i kararların standardizasyonu yatırımcılar arasında daha fazla kesinlik sağlayarak sukuka olan talebi artırır. Yatırımcıların korunmasına dair netlik sağlanması, Dana Gas türü olayların bir daha tekrarlanmasının önlenmesi.
İhraç edilen sukukun ortalama 5-7 yıl vadeli olması	Sermaye piyasası, proje finansmanında veya altyapı geliştirme projelerinde olduğu gibi uzun vadeli fonların uzun vadeli finansmanlar ile eşleştirilmesi için aracılık yapılmasına olanak tanır. Yerli şirketlerin daha uzun vadeli ihraçlar gerçekleştirmesine olanak tanıyacak gerekli referans getiri eğrilerini sağlamak için federal hükümetler ve DİT'lerin farklı vadelerde ve daha sıklıkla sukuk ihraç etmesi.

Kaynaklar: RAM ve ISRA

Tablo 4.12: Arzı (Satış Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler

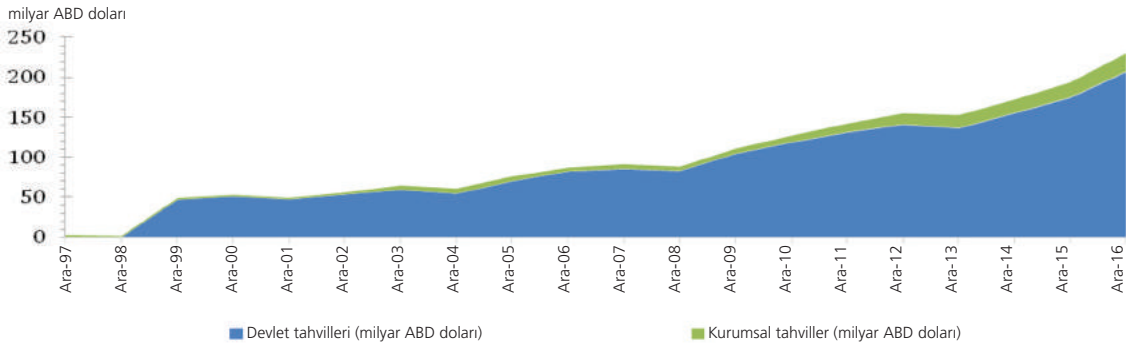
Sorunlar ve güçlükler	Arz (satış tarafı) fırsatları
Ulusal para birimindeki yerli sukuk piyasasının sınırlı olması	Federal hükümet ve Emirlik Hükümetlerinin özellikle petrol fiyatları düştüğünde bütçe açıklarını finanse etmeleri.
Kısa vadeli sukuk, İslami hazine bonosu gibi İslami para piyasası araçlarının sınırlı olması	BAE’de İslami bankacılık sektörü büyümektedir, ancak Basel III kapsamında likidite yeterlilik oranını karşılamak için başta kaliteli ve likit finansal varlıklar olmak üzere likidite yönetim araçlarının eksikliği söz konusudur. Merkez bankası, para politikasını güçlendirebilmektedir.

Kaynaklar: RAM ve ISRA

4.4 ENDONEZYA

4.4.1 ENDONEZYA SERMAYE PİYASALARINA GENEL BAKIŞ

1990’ların başlarından itibaren Endonezya Hükümeti’nin yaptığı reformlarla ülkenin sermaye piyasaları, Asya finans krizi ve KFK sırasında yaşanan önemli oynaklık dönemlerine rağmen çok büyük gelişme kaydetmiştir. Ancak, Endonezya’daki sermaye piyasaları Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği (ASEAN) üyesi komşularına ve diğer yükselen piyasalara kıyasla daha küçük ve daha az likittir. Hükümet, Endonezya Merkez Bankası (BI) ve şirketler, yerli ve uluslararası piyasalarda geleneksel tahvilleri ve sukuku içeren çeşitli borçlanma senetleri ve varlığa dayalı menkul kıymetler ihraç etmektedir. Grafik 4.30’da Endonezya’nın 1997-2016 döneminde ulusal para (UP) biriminde ihraç edilen tahvil piyasası gösterilmektedir.

Grafik 4.30: Endonezya UP Tahvil Piyasasının ABD doları Biriminde Hacmi (1997-2016)


Kaynaklar: Asian Bond Online, Bloomberg

Not: Verilerde UP tutarı, milyar ABD doları biriminde gösterilmektedir.

2017 sonu itibarıyla Endonezya’nın tedavüldeki tahvillerinin değeri 250,0 milyar ABD dolarıdır ve bunun yüzde 90,6’sı devletin iç borçlanma senetleriyken kalanı kurumsal sektöre aittir. Yerel tahvil piyasasında devlet tahvili ihraçlarının dışlanması, kurumsal tahvillerin gelişimi üzerinde biraz etkiye sebep olmuştur. Son on yılda devlet tahvili/sukuku işlemlerinin geliştirilmesine yönelik vergi teşvikleri ve kolaylaştırıcı kılavuz ilkeler (örneğin devlet sukuku ihracına olanak tanımak için Nisan 2008’de İslami Şer’i senetlere ilişkin tasarının onaylanması ve küresel devlet tahvillerine uygulanan stopaj vergisinin kaldırılması), kurumsal borçlanma senetlerinin büyümesini daha da kısıtlamıştır. Kutu 4.6’da 2016 sonu itibarıyla Endonezya’nın yerel tahvil piyasasının ve Asya’dan seçilen diğer borç piyasalarının gelişimi açıklanmaktadır.

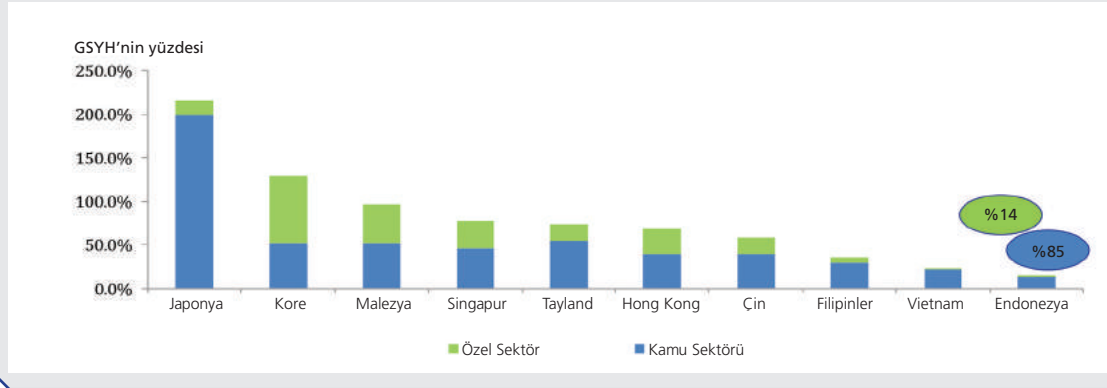
Kutu 4.6: 2016 sonu itibarıyla Seçilen Asya Borç Piyasalarının Hacmi (milyar ABD doları)

Endonezya yerel tahvil piyasasının gelişimi

Hükümet ve düzenleyici kurumlar, yerel tahvil piyasasını geliştirmek için birlikte çalışmaktadır ve bunu sermaye piyasası ana planlarında temel bir öncelik haline getirmişlerdir. Ülkenin yabancı borçlanma senedi sahiplerine olan bağımlılığı azaltılabilirse, hassasiyetlerine göre hareket eden yabancı yatırımcılardan kaynaklanan oynaklıkların etkisi de azalacaktır. Başarılı bir şekilde uygulanan stratejiler arasında, 2006'da devlet perakende tahvillerinin uygulamaya konulması ve 2008'de İslami finansal ürünlerin sisteme dâhil edilmesi yer almaktadır. Yıllar içinde Endonezya'nın tahvil piyasası istikrarlı bir şekilde artmış ve 2016 sonu itibarıyla tedavüldeki tahvillerin değeri 163,0 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Bunların yüzde 85'i devlet tahvili iken kalanı kurumsal sektör tarafından ihraç edilmiştir.

	Kurumsal tahvil piyasası	Devlet tahvili piyasası	Toplam
Japonya	670,8	8.965,8	9.636,6
Çin	2.155,0	4.974,0	7.129,0
Kore	1.010,9	702,0	1.713,7
Tayland	81,5	221,5	303,0
Malezya	119,0	141,2	260,2
Singapur	99,0	137,0	236,0
Hong Kong	97,0	133,0	230,0
Endonezya	23,0	139,0	163,0
Filipinler	18,0	80,0	98,0
Vietnam	2,0	42,0	44,0

Seçilen Borç Piyasalarının GSYH'ye Göre Hacmi (2016 sonu itibarıyla)



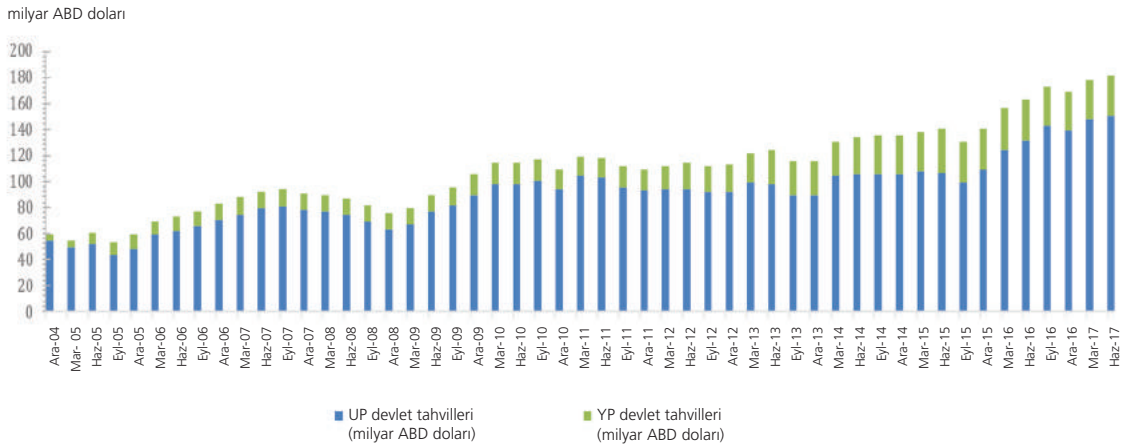
Kaynak: Asian Bonds Online

Hükümet ve kurumlar tarafından ihraç edilen borçlanma senetleri, para birimleri bakımından önemli farklılıklar göstermektedir. İç borcun hükümetin toplam borcuna oranı düşüş eğilimindedir. 2015'te bu oran yüzde 24 iken Haziran 2017 sonunda yaklaşık yüzde 17'ye inmiştir (Grafik 4.31'e bakınız). Hükümetin iç piyasada tahvil/sukuk ihraç ederek vadesi gelen dış borçları yeniden finanse etme amacı, kendi para biriminde daha iyi fiyatlandırma göstergelerinin oluşturulmasını, yerli ve yabancı borçlar arasında sağlıklı bir denge sağlanmasını ve yerel finans piyasasının güçlendirilmesini desteklemektedir. Bu arada, Endonezyalı şirketler ise finansman gereksinimlerini karşılamak için YP tahvillere bel bağlamaktadır (Grafik 4.32'ye bakınız).

Bunun sebepleri arasında şunlar yer almaktadır:

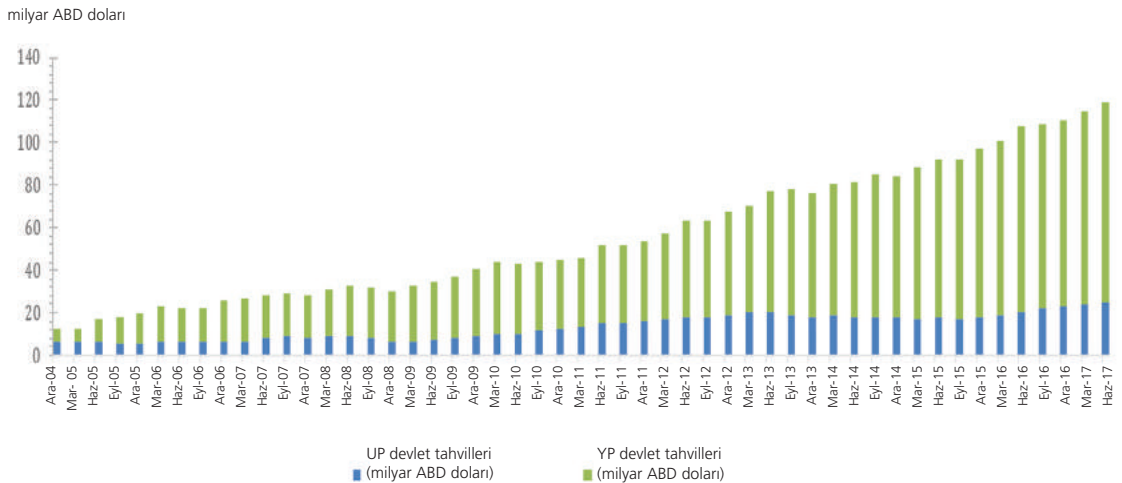
1. Hükümet, sürekli bütçe açıklarını finanse etmek için önemli oranda yerel likiditeye bel bağlamaktadır. BDFAK'ların sınırlı katılımı, kurumsal tahvillerin finanse edilmesinde likidite aracılığını daha da azaltmıştır.
2. Endonezya rupisinin hiperenflasyon ve oynaklıklarla dolu geçmişi, şirketleri dolar olarak borç almak ve birçok yerli mal ve hizmeti dolar üzerinden satmaya mecbur bırakmaktadır (Reuters, 2015).
3. Düşük maliyetli finansmana erişim.

Grafik 4.31: Tedavüldeki Devlet Tahvilleri (Aralık 2004-Haziran 2017)



Kaynak: Asian Bonds Online

Grafik 4.32: Tedavüldeki Endonezyalı Kurumsal Tahviller (Aralık 2004-Haziran 2017)



Kaynak: Asian Bonds Online

Endonezya'nın İslami sermaye piyasası, hükümetin İslami finansın ve İslami sermaye piyasasının önemini artırmaya yönelik ortak çalışmaları sayesinde son 20 yıldır gelişmektedir. Sırasıyla Kutu

4.7 ve 4.8’de gösterildiği gibi Sermaye Piyasası Ana Planı (2005-2009) ve Sermaye Piyasası Ana Planı’nda (2010-2014) tanımlanan stratejik eylem planları, İslami finansın kapsayıcı bir şekilde gelişimi için gereken altyapının oluşturulması bakımından ilgili kurumları harekete geçirmiştir.

Kutu 4.7: Endonezya Sermaye Piyasası Ana Planı (2005-2009)

Bu ana plan, 2000-2004 döneminde benzer kılavuz ilkelerin sunulduğu Endonezya Sermaye Piyasası Planı’nın (2000-2004) devamı niteliğindedir. Bu yol haritasındaki stratejik planlamayla Endonezya’da ulusal ekonominin kalkınmasına öncülük edebilecek güçlü ve küresel olarak rekabetçi bir sermaye piyasasının oluşturulması öngörülmüştür.

Öncelikli hedefler:

1. Sermaye piyasası denetiminin güçlendirilmesi.
2. Sermaye piyasalarındaki hukuki kesinliğin güçlendirilmesi.
3. Sermaye piyasası katılımcılarının rolleri ve niteliğinin artırılması.
4. Sermaye piyasalarındaki alternatif yatırımlar ve finansmanın artırılması.
5. Şer’i sermaye piyasalarının geliştirilmesi.

Endonezya’nın İslami sermaye piyasalarını geliştirmeye yönelik özel stratejiler ve eylem planları:

1. İslami sermaye piyasalarının geliştirilmesini kolaylaştırmak için hukuki bir çerçevenin oluşturulması.
 - Şer’i ilkelerin uygulanmasının düzenlenmesi.
 - Şer’i ilkelerin uygulanmasına ilişkin muhasebe standartlarının oluşturulması.
 - İslami sermaye piyasalarının geliştirilmesine ilişkin olarak piyasa katılımcılarına (İslami sermaye piyasası uzmanlarına) yönelik kabiliyet kazandırma programlarının oluşturulması.
2. Şer’i ürünlerin geliştirilmesinin teşvik edilmesi.
 - Piyasa katılımcılarının bilgilerinin artırılması için sermaye piyasalarında Şer’i ilkelerin uygulanmasının toplumsallaştırılması.
 - Mevcut Şer’i ürünlerin geliştirilmesi.
 - Yeni Şer’i ürünlerin oluşturulması.
 - Ulusal Şer’i Danışma Kurulu- Endonezya Ulema Konseyi (Endonezcedeki kısaltması DSN-MUI) gibi düzenleyici kurumlar ve piyasa katılımcıları arasında Şer’i ürünlerin geliştirilmesine ilişkin olarak ortak araştırmalar yürütülmesi.

Kaynak: Indonesian Capital Market Supervisory Agency (Endonezya dilindeki kısaltması Bapepam), Ministry of Finance of the Republic of Indonesia (MOF)

Not: 2011’de Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam), Otoritas Jasa Keuangan (OJK) olarak değiştirilmiştir.

Kutu 4.8: Endonezya Sermaye Piyasası ve BDFAK Ana Planı (2010-2014)

Bu ana plan, öncekilerin ayrılmaz bir parçasıdır. Endonezya'nın finans sektörünü etkileyen dinamik küresel finansal sistemlerdeki hızlı değişiklikler, daha karmaşık sorunlara yol açmaktadır. Bunların üstesinden gelmek için ana planın stratejileri ve çalışma planlarıyla, bilgi ve iletişim teknolojilerinde daha sofistike bir gelişmişliğin, Endonezya'nın finans sistemine daha büyük ve daha hızlı bir sermaye akışının, daha yaygın ve küresel ağ sistemine entegre olmuş finansal hizmetlerin ve daha karmaşık risk profillerine sahip çeşitli finansal ürünlerin oluşturulmasını sağlayacak finansal inovasyon gelişiminin teşvik edilmesi amaçlanmaktadır.

Bapepam, hem yerli hem de uluslararası BDFAK'lar ve sermaye piyasalarının karşı karşıya olduğu çeşitli güçlükleri ele almak için 5 amaç belirlemiştir. Bu hedefler, iyi bir şekilde düzenlenmiş ve ölçülebilir eylem planlarında yer alan çeşitli strateji ve programlarla detaylandırılmıştır.

Amaç 1: Kolaylıkla erişilebilir, etkili ve rekabetçi fon kaynakları

Strateji 1 - İş çevrelerinin fonlar için sermaye piyasalarına erişim sağlarken karşılaştığı kısıtlılıkların azaltılması.

Strateji 2 - Finans ve teminat kuruluşlarına halkın erişiminin artırılması.

Strateji 3 - Profesyonellerin, destekleyici kuruluşların ve sigortacıların halka arzlardaki rolünün artırılması.

Amaç 2: Elverişli ve cazip bir yatırım ortamı ve güvenilir risk yönetimi

Strateji 1 - Bilgilendirme kalitesi ve dağılımının artırılması.

Strateji 2 - Sermaye piyasası araçları ve BDFAK hizmet planlarının çeşitlendirilmesinin teşvik edilmesi.

Strateji 3 - Şer'i uyumlu sermaye piyasaları ve BDFAK'ların geliştirilmesi.

Strateji 4 - İşlemlerin kolaylığının artırılması.

Strateji 5 - Yatırımcı ve müşterileri korumaya yönelik planlar hazırlanması.

Strateji 6 - Tahviller ve sukuk için ikincil bir piyasanın ve bir denetleme mekanizmasının geliştirilmesi.

Amaç 3: İstikrarlı, dirençli ve likit bir sektör

Strateji 1 - Piyasa oyuncularının niteliğinin artırılması.

Strateji 2 - İyi kurumsal yönetim uygulamalarının teşvik edilmesi.

Strateji 3 - Risk yönetim sektörünün imkânlarının iyileştirilmesi.

Strateji 4 - Sektör oyuncuları üzerindeki denetimin artırılması.

Strateji 5 - Yerli yatırımcı tabanı ve uzun vadeli fonların geliştirilmesi.

Amaç 4: Hukuki kesinliği güvence altına alan adil ve şeffaf bir düzenleyici çerçeve

Strateji 1 - Kanun ve düzenlemelerin uygulanma kalitesinin iyileştirilmesi.

Strateji 2 - Sektörler arasında düzenlemelerin uyumlulaştırılması ve uluslararası standartların karşılaştırılması.

Strateji 3 - Sektörün ihtiyaçlarına ve gelişimine göre düzenlemelerin oluşturulması.

Strateji 4 - Sermaye piyasalarındaki katılımcıların ve BDFAK'ların finansal olarak bilgilendirilmesine ilişkin şeffaflık ve kalitenin artırılması.

Amaç 5: İnanılır ve güvenilir bir uluslararası standart altyapısı

Strateji 1 - Bütünleşik bir menkul kıymet işlem sisteminin (kesintisiz işlem) geliştirilmesi.

Strateji 2 - Güvenilir bir bilgi sisteminin geliştirilmesi.

Kaynaklar: Indonesian Capital Market Supervisory Agency, MOF

Hükümetin İslami finans gündemini daha da uyumlu hale getirmek ve İslami finansın gelişimini hızlandırmak için OJK, Kutu 4.9'da açıklandığı gibi finansal hizmetler sektörünün her bir ilgili segmentinde Şer'i Sermaye Piyasası Yol Haritası (2015-2019) gibi yol haritalarının oluşturulması için bir ortak çatı sağlanmasını amaçlayan Endonezya Finansal Hizmetler Sektörü Ana Planı (2015-2019) adlı 5 yıllık bir yol haritasını uygulamaya koymuştur.

Kutu 4.9: Endonezya Şer'i Sermaye Piyasası Yol Haritası (2015-2019)

Bu yol haritası, Endonezya Finansal Hizmetler Sektörü Ana Planı'nın (2015-2019) bir parçası olup özellikle ülkenin İslami sermaye piyasasının geliştirilmesine odaklanmaktadır.

Hedefler:

1. Kamu sektörü ve özel sektör için bir fon kaynağı olarak İSP'nin ve halka yönelik yatırım seçeneklerinin teşvik edilmesi.
2. Büyüyen, istikrarlı, sürdürülebilir ve hesap sorulabilir bir İSP'nin teşvik edilmesi.
3. İSP'de nitelikli ve güvenilir insan kaynaklarının oluşturulması.

Hedef 1: Düzenlemelerin güçlendirilmesi

- İslami menkul kıymetlerin ihracına ilişkin düzenlemeler – İslami GYO'lar, yabancı İslami menkul kıymetlerden oluşan bir portföye dayalı yatırım fonları.
- İSP ürünlerine yönelik teşvikler – OJK'nin uyguladığı vergilerde indirimler, İslami yatırım fonu portföyünün gevşetilmesi.
- Kurumları ve meslekleri desteklemeye yönelik düzenleme – İslami uzmanların ve İslami yatırım yönetiminin düzenlenmesi.
- İslami menkul kıymetlerle yapılan işlemlerin düzenlenmesi – İslami kredili menkul kıymet işlemleri ve İslami repoya dair araştırmalar.

Hedef 2: Arz ve talebin desteklenmesi

- Ürün geliştirme – belediye sukuku, sukuk derecelendirme metodolojisi.
- İslami menkul kıymetlerin ihracının teşvik edilmesi – finans kuruluşları tarafından sukuk ihracının artırılması.
- Yatırımcı tabanının genişletilmesi – potansiyel yerli yatırımcıların eşleştirilmesi, yatırım erişiminin kolaylaştırılması.

- Destekleyici bir altyapının geliştirilmesi – sukuk piyasasının likiditesinin artırılması, Şer'i uyumlu online işlem sisteminin ve İslami bir endeksin oluşturulmasının teşvik edilmesi.

Hedef 3: İnsan kaynakları ve bilgi teknolojilerinin (BT) geliştirilmesi

- İSP insan kaynaklarının nitelik ve niceliğinin artırılması – piyasa oyuncularının eğitilmesi, İslami uzmanların sertifikalandırılmasının kolaylaştırılması.
- BT altyapısının geliştirilmesi – İslami hisse senedi tarama uygulamasının tasarlanması, İSP'nin risk bazlı denetiminin oluşturulması.

Hedef 4: Tanıtım ve eğitim

- İSP'nin tanıtılması – logo ve sloganlarla markalaşma çalışmalarının yürütülmesi.
- Toplumsallaştırma ve eğitim – halk ve eğitim kurumları için toplumsallaştırma.
- Yükseköğretim kurumlarıyla işbirliği – İSP konularının yüksek öğretim müfredatına dâhil edilmesi, öğretim görevlilerine eğitim verecek kişilerin eğitilmesi.
- Endonezya'nın İSP'sinin uluslararası piyasaya tanıtılması – yurt dışındaki düzenleyici kurumlarla işbirliğinin teşvik edilmesi, uluslararası etkinliklere katılım sağlanması.

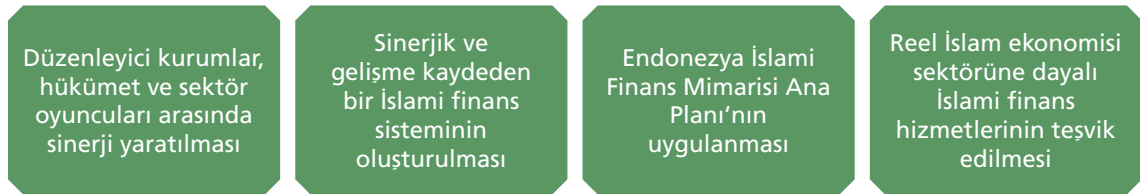
Hedef 5: Temel piyasa paydaşları ile koordinasyon

- Hükümet ve düzenleyici kurumlarla koordinasyon – vergilendirme politikaları, sukuk piyasasının likiditesi.
- İslami bankalar ve İslami BDFAK'lar ile koordinasyon.

Kaynak: OJK (Kasım, 2015)

Ülkenin İslami finans sektörünün gelişimini hızlandırmak için Şekil 4.9’da verilen dört önemli role sahip Ulusal İslami Finans Komitesi (Komite Nasional Keuangan Syariah (KNKS)) Temmuz 2017’de kurulmuştur. Devlet Başkanı’nın başkanlık görevini yürüttüğü bu üst düzey komite, Endonezya’nın ekonomik büyümesini desteklemek için finans sektörüne İslami finansın dâhil edilmesine yönelik çalışmaların artırılmasında mevcut politikaları, düzenlemeleri ve yol haritalarını gözden geçirecektir. Bu “tepeden aşağıya” yaklaşım, Endonezya’nın İslami finans sektörünün sonraki gelişim aşamasına taşınması için büyük önem arz eden tüm piyasa paydaşlarının sürece dâhil olmasını gerektirecektir. Verilen yetkinin amacı, tüm topluma fayda sağlayacak bir İslam ekonomisi ve finans sisteminin oluşturulmasında ülkeye öncülük etmektir.

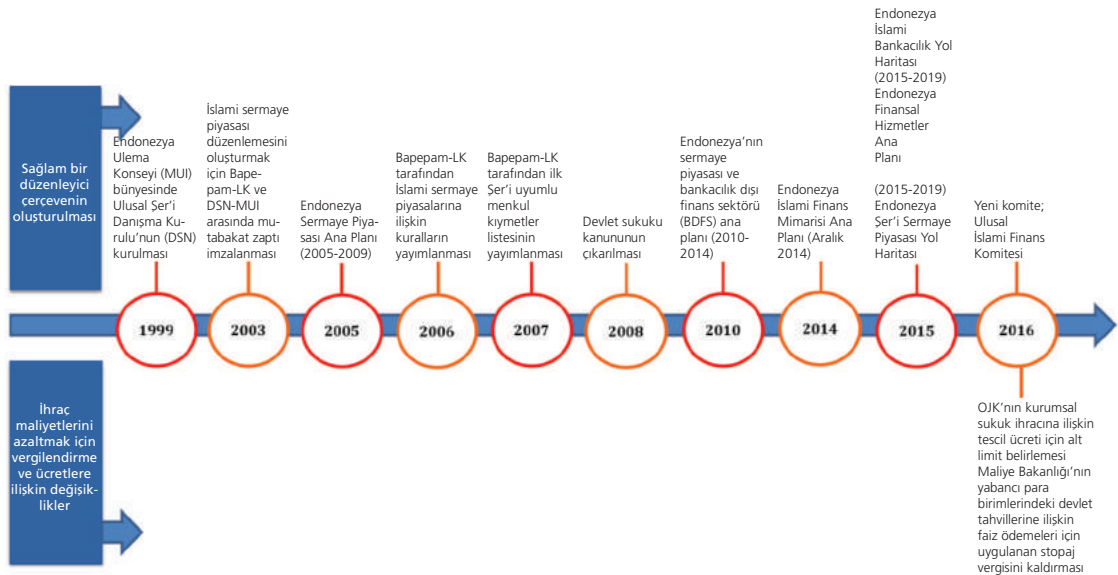
Şekil 4.9: KNKS’nin Dört Önemli Rolü



Kaynak: Masterplan for Indonesian Islamic Finance Architecture (Aralık, 2014)

Şekil 4.10’da Endonezya hükümeti ve kurumlarının İSP için elverişli bir ortam oluşturmak için gerçekleştirdiği başlıca girişimler gösterilmektedir.

Şekil 4.10: İSP’yi Geliştirmeye Yönelik Düzenleyici ve Mali Girişimler (1999-2016)



Kaynak: Thomson Reuters ve IRTI (2016)

4.4.2 ENDONEZYA SUKUK PİYASASININ GELİŞİMİ

2008’de Hükümet, Endonezya’nın İslami finans sektörünün temelini oluşturan 19 sayılı Devlet Sukuku Kanunu, 56 sayılı Şer’i Bankacılık ve Hükümet Yönetmeliği ve 21 sayılı Devlet Sukuku İhrac Eden Şirketler Hakkında Kanunu (73 sayılı Hükümet Yönetmeliği ile değişik) çıkarmıştır. O zamanda beri yıllık sukuk (devlet ve kurumsal) ihracı önemli oranda artarak 2006’daki 0,02 milyar ABD doları seviyesinden Aralık 2016 sonu itibarıyla 13,8 milyar ABD dolarına yükselmiş ve yaklaşık yüzde 90,9’luk bir CAGR yakalamıştır.

2010'dan beri devlet sukuku ihraçlarının artması nedeniyle Endonezya'nın tedavüldeki sukuk piyasasının hacmi 2008'deki 0,37 milyar ABD doları seviyesinden 2016'da 30,8 milyar ABD dolarına çıkmıştır ve Haziran 2017 sonu itibarıyla 37,6 milyar ABD doları seviyesine gelerek genişlemeye devam etmektedir (Haziran 2016 sonu: 28,6 milyar ABD doları). Bu, önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 31 artış anlamına gelmektedir ve Endonezya'nın sukuk piyasası, Haziran 2017 sonu itibarıyla tüm itfası gelmemiş borçlanma senetlerinin yüzde 15,3'ünü oluşturmaktadır (Aralık 2008 sonu: yüzde 0,4). Yine de geleneksel tahvil piyasası, aynı tarih itibarıyla yüzde 84,7 payla sukuk piyasasını geride bırakmıştır.

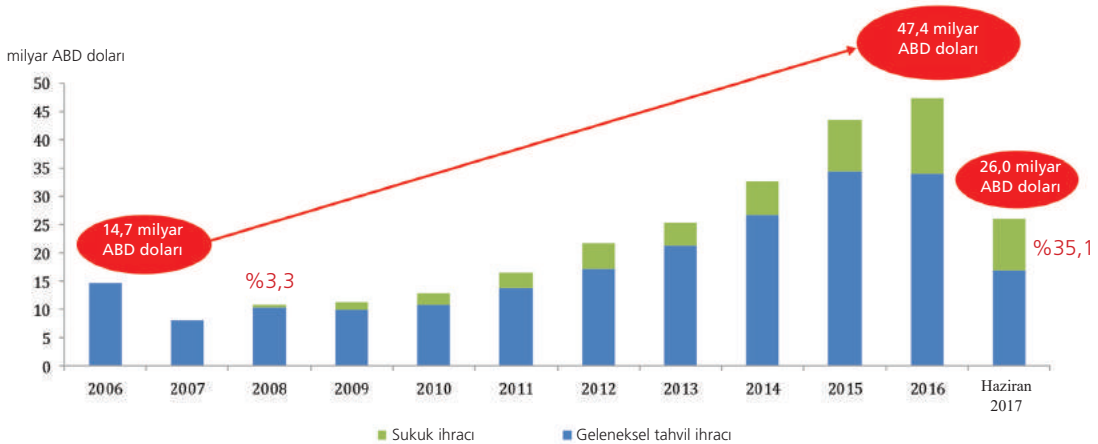
İç Piyasa – Kamu Sektörü İhracı

Endonezya'nın 10 yıllık İslami Finans Ana Planı'nın Ağustos 2016'da duyurulmasıyla birlikte Hükümet, devlet sukuk ihracının gelecek 10 yılda toplam borçlanma senetleri ihracında yüzde 50 paya (Haziran 2017 sonu itibarıyla yüzde 35,1) sahip olacak şekilde artırılmasına yönelik desteğini açıklamıştır. Sonuç olarak devlet sukuku ihracı, ilk olarak 2008'deki 0,35 milyar ABD doları seviyesinden 2016 sonu itibarıyla 13,4 milyar ABD dolarına yükselmiştir (Grafik 4.33'e bakınız).

Devletin yerel İslami sermaye piyasasını geliştirme çalışmaları doğrultusunda yerli faaliyetleri teşvik etmek için girişimler ve teşvikler sağlanmaktadır. Bunlar arasında, küresel devlet tahvillerinin faiz ödemelerine uygulanan ve getirilerin yüzde 15-20 azaltılmasını amaçlayan stopaj vergisinin kaldırılması da yer almaktadır (Indonesia Investments, 2016). Endonezya, Asya ülkeleri arasında en yüksek getiri sağlayan tahvillerden birine sahiptir. 10 yıllık devlet tahvilinin getirisi Ekim 2017 sonu itibarıyla yüzde 6,7 civarındaydı (Grafik 4.34'e bakınız). Bu durum için belirtilen sebepler arasında şunlar yer almaktadır (Indonesia Investments, 2017):

1. Bölgedeki benzer ülkelere kıyasla Endonezya'nın kredi notu daha düşüktür. Ancak, S&P'nin Endonezya'nın devlet tahvilleri için verdiği notunu Mayıs 2017'de BBB- (durağan) olarak güncellemesinin ardından getiriler aşağı yönlü seyir izlemektedir.
2. Endonezya'nın enflasyon oranı, uygulanan fiyat düzenlemeleri (maliyetli enerji sübvansiyonlarını sınırlandırmak için belirli hanehalklarına daha yüksek elektrik tarifeleri) sebebiyle yılbaşından beri yavaş yavaş yükselmektedir.
3. Endonezya rupisinin diğer Asya para birimlerine kıyasla oynaklığı.

Grafik 4.33: Endonezya'nın Devlet Sukuku ve Geleneksel Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)



Kaynaklar: MOF, RAM

Grafik 4.34: Endonezya'nın 10 Yıllık Devlet Tahvili Getirisi


Kaynaklar: Indonesia Bond Pricing Agency, Trading Economics

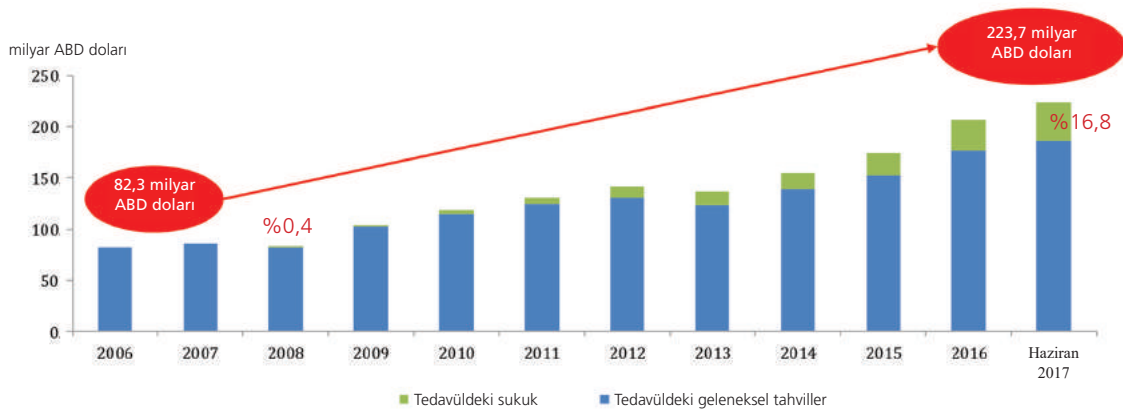
Hükümetin ulusal borç yönetim stratejilerinde sukuku kullanmaya yönelik çalışmaları ve bütçe açıklarını finanse etmeye ve altyapı projelerinin kalkınma gereksinimlerini karşılamaya yönelik yoğun iştahı göz önünde bulundurulduğunda devlet sukuku ihracı yakın gelecekte hızla artacaktır. Tablo 4.13'te Endonezya'nın 2014 ile 2017 arasındaki bütçe açıkları verilmektedir.

Tablo 4.13: Endonezya'nın Bütçe Açıkları (2014-2017ö)

Trilyon IDR	2014	2015	2016t	2017ö
Devlet gelirleri	1.550,50	1.508,00	1.555,90	1.750,30
Devlet harcamaları	1.777,20	1.806,50	1.864,30	2.080,50
Bütçe açığı	(226,70)	(298,50)	(308,40)	(330,20)

Kaynak: MOF

Hükümetin Şer'i uyumlu menkul kıymetlerin ihracına desteğini artırması nedeniyle devlet sukuku ihracının toplam kamu borcuna oranı, Grafik 4.35'te görüldüğü gibi ilk ihractaki yüzde 0,4 düzeyinden Haziran 2017 sonunda yüzde 16,8'e yükselmiştir. Bu oranın Endonezya'nın İSP'sini geliştirmeye yönelik çalışmaları doğrultusunda kademeli olarak artması beklenmektedir.

Grafik 4.35: Endonezya'nın Tedavüldeki Devlet Sukuku ve Geleneksel Tahvilleri (2006-Haziran 2017)


Kaynaklar: MOF, RAM

Verilere ve analizimize göre hükümetin orta ve uzun vadeli projelerini finanse etmek için yıllar içinde devlet sukuku ihraçlarını artırmak için ciddiyetle ve kararlılıkla çalıştığı ve bunun da nihayetinde bu niş pazarın geliştirilmesinin önünü açacağı sonucuna varabiliriz. Ancak, hükümetin geleneksel tahvil ihraçlarının miktarına bakıldığında geleneksel tahvil segmenti sukuktan hâlâ çok daha büyüktür. Bu, Endonezya pazarında sukukun bir finansman ve para piyasası aracı olarak tam potansiyeline erişmesini sağlamak için daha fazla çaba harcanması gerektiğini göstermektedir.

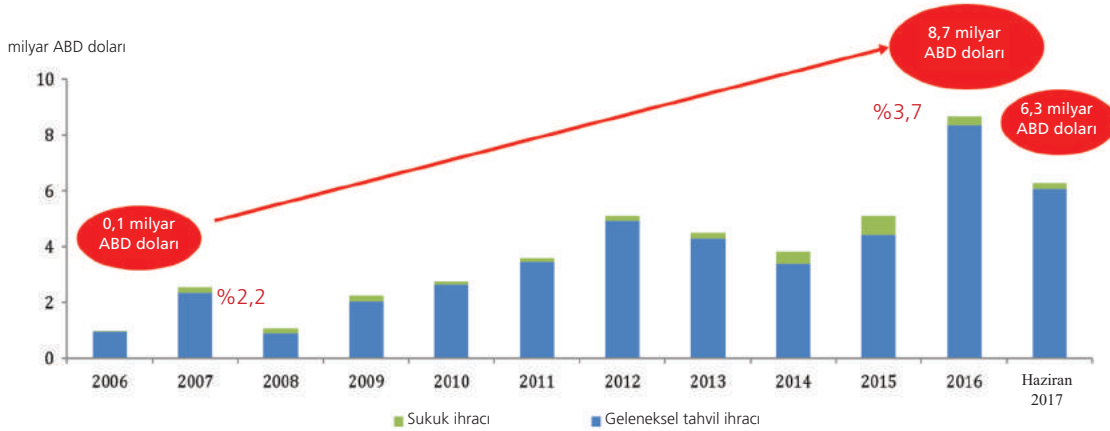
İç Piyasa – Özel Sektör İhracı

Geçmişte yapılan ihraçlara bakıldığında, Endonezya'nın ulusal para birimindeki kurumsal tahvil piyasasının büyümesi, ulusal para birimindeki devlet tahvili piyasasının gerisinde kalmıştır; ancak 2016'da kurumsal tahvil ihraçlarında bir artış meydana gelmiştir. Buna ilişkin olarak sunulan gerekçeler arasında şunlar yer almaktadır:

1. Daha hızlı olan banka finansmanına kıyasla maliyet bakımından büyük bir farklılık olmaması.
2. İhraççıların yatırım derecelendirme notuna sahip olma şartı, Endonezyalı kurumsal ihraççılar havuzunun büyümesini kısıtlamaktadır.
3. Kurumlar arasında İSP hakkında bilgi eksikliği (yani İslami yapılar ve ilkelere aşina olmama).

Yukarıda belirtilen gerekçeler göz önünde bulundurulduğunda Endonezya'nın kurumsal tahvil piyasası nispeten küçük kalmıştır. 2016 sonu itibarıyla toplam kurumsal tahvil ihracı 8,7 milyar ABD doları, devlet tahvili ihracı ise 47,4 milyar ABD doları düzeyinde gerçekleşmiştir. Toplam sukuk ihracı içinde kurumsal sukuk ihracı 2016'da yalnızca yüzde 3,7 paya (0,32 milyar ABD doları) sahipti (2015 sonu: 0,70 milyar ABD doları) (Grafik 4.36'ya bakınız). Hükümet ve düzenleyici kurumlar, kurumsal tahvil piyasasının büyütülmesinin ne kadar önemli olduğunun farkındadır ve piyasayı canlandırmak için gerekli tedbirleri almaktadır.

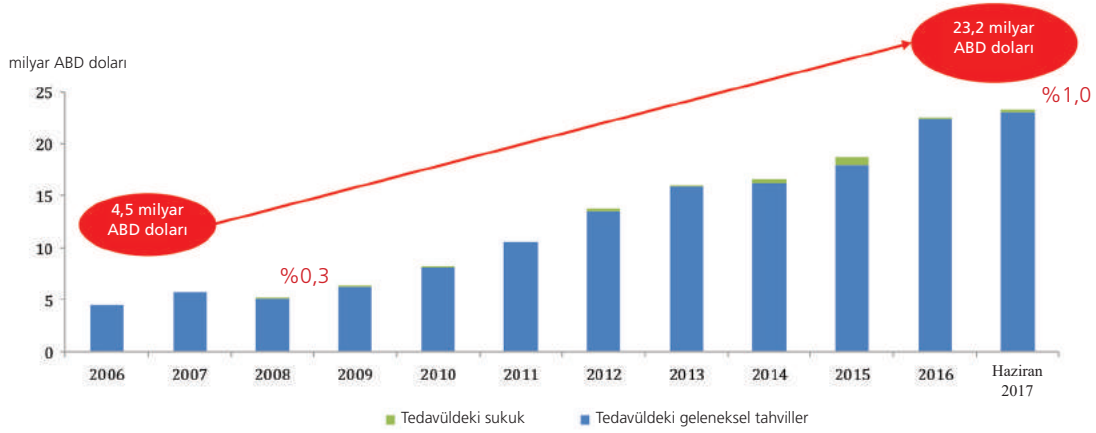
Grafik 4.36: Endonezya'nın Kurumsal Sukuk ve Geleneksel Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)



Kaynaklar: Bloomberg, OJK, RAM

Ulusal para biriminde gerçekleştirilen kurumsal sukuk ihraçlarındaki düşüş trendine rağmen tedavüldeki kurumsal sukuk, Grafik 4.37'de gösterildiği gibi tedavüldeki toplam özel borçlanma senetleri içinde yalnızca yüzde 1 paya sahiptir.

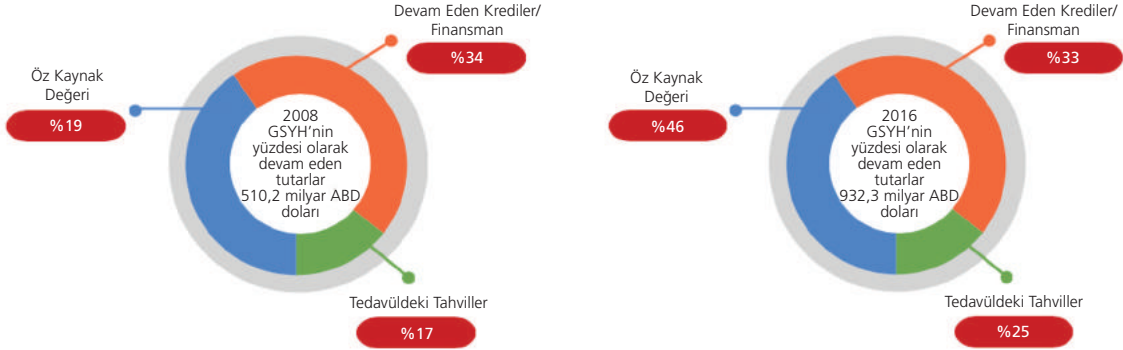
Grafik 4.37: Endonezya'nın Tedavüldeki Kurumsal Sukuk ve Geleneksel Tahvilleri (2006-Haziran 2017)



Kaynaklar: Bloomberg, OJK, RAM

Buna göre, 2008 sonundaki yüzde 17 düzeyinden küçük bir artışla 2016 sonunda yüzde 25 düzeyine gelen toplam ödenmemiş borcun GSYH'ye oranını daha da artırılabilir (Grafik 4.38'e bakınız).

Grafik 4.38: Endonezya'nın GSYH'sine Nazaran Ödenmemiş Sermaye Piyasaları ve Banka Finansmanı



Kaynaklar: World Bank, Bloomberg, The Global Economy

4.4.3 SUKUK YAPILARI, İHRAÇLARI VE YATIRIMLARININ ANALİZİ

Sukuk Yapılarının Analizi

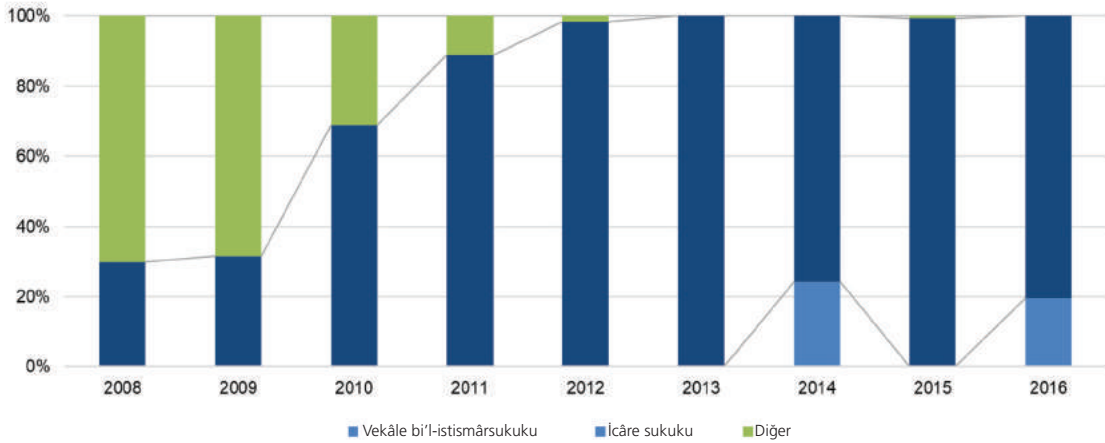
2003'te Bapepam (o zaman yetkili olan düzenleyici kurum) ve Endonezya Ulema Konseyi Ulusal Şer'i Danışma Kurulu (DSN-MUI), Şer'i uyumlu sermaye piyasası ürünlerinin geliştirilmesine yönelik olarak birlikte çalışmak için bir mutabakat zaptı imzalamıştır. DSN-MUI hâlâ Endonezya'nın İslami finans sektörünü yönetmekle görevli merkezi Şer'i kuruldur. 2015 ortası itibarıyla DSN-MUI, vedia, mudârebe ve müşâreke sözleşmeleri gibi genel ürünler, likidite araçları, hibrit ürünler, helal olmayan gelirlerin kullanımı, cezalar, tekâfûl ve İSP işlemler ve finansal korunma (hedging) araçları da dâhil olmak üzere İslami finansal hizmetlerin her bir alanını kapsayan 96 tane fetva yayımlamıştır. BI ve OJK düzenlemeleriyle DSN-MUI'nın yayımladığı fetvalar uygulanmaktadır.

Tüm İslami finansal hizmet kurumları, bu kural ve kararlara uymak zorundadır (Thomson Reuters ve IRTI, 2016).

OJK'nın sukuka dair kılavuz ilkelerine göre tüm sukuk ihraçları için OJK tarafından yetkilendirilmiş bir Şer'i danışmanın ön onayının alınması gerekir. Genel olarak Endonezya'nın düzenleyici çerçevesi hem geleneksel hem de Şer'i araçlar için geçerlidir. Halka arz yoluyla ihraç edilen tüm menkul kıymetler, bir Tescil Beyanı'nın ve destekleyici belgelerin ibrazına tâbidir ve OJK'nın onayının alınmasını gerektirir. Şer'i araçları ihraç edenlerin döviz ve Endonezya rupisinin istikrarına dair BI düzenlemelerine uyması zorunludur. Kote edilecek Şer'i araçlar, geleneksel araçlarla aynı kotasyan onayı ve bilgilendirme şartlarına tâbidir ve ek olarak OJK'nın sukuk ihracına ve şartlarına ilişkin 18/POJK.04/2015 sayılı Yönetmeliği kapsamında öngörülen belirli koşulları karşılamalıdır.

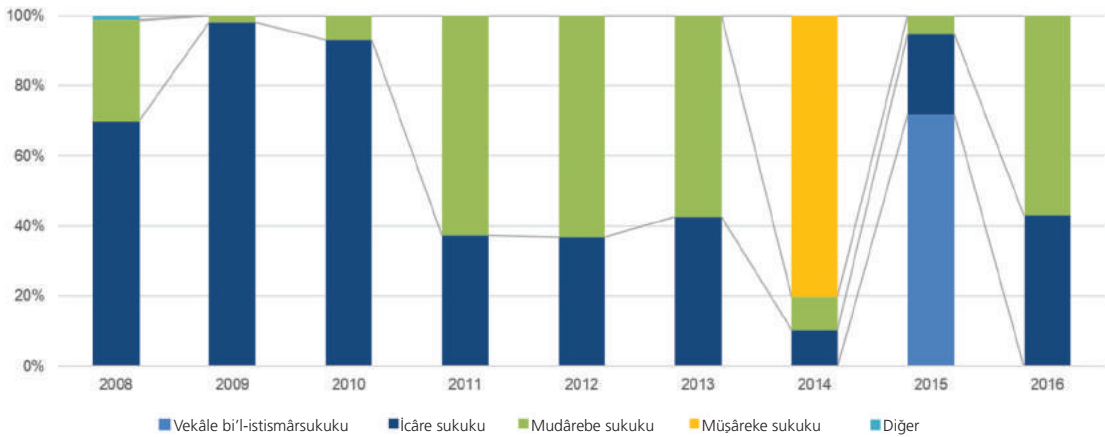
Geçmişte gerçekleştirilen sukuk ihraçlarına bakıldığında, devlet sukuku için tercih edilen sözleşme icâre sözleşmesidir (Grafik 4.39'da gösterildiği gibi); çünkü bu yapıda, maddi duran varlıklar ve projeler biçimindeki dayanak varlıklar kullanılmaktadır. Kurumsal sukuk ihraççıları ise Grafik 4.40'ta gösterildiği gibi icâre ve mudârebe arasında bir karışımı tercih etmektedir.

Grafik 4.39: Endonezya'nın Devlet Sukuku İhracı – Şer'i Sözleşme Türü (2008-2016)



Kaynaklar: Bloomberg, RAM

Grafik 4.40: Endonezya'nın Kurumsal Sukuk İhracı – Şer'i Sözleşme Türü (2008-2016)



Kaynaklar: Bloomberg, RAM

Tablo 4.14'te Endonezya'nın devlet sukuku ihracına ilişkin olarak DSN-MUI tarafından onaylanan farklı sukuk yapıları gösterilmektedir.

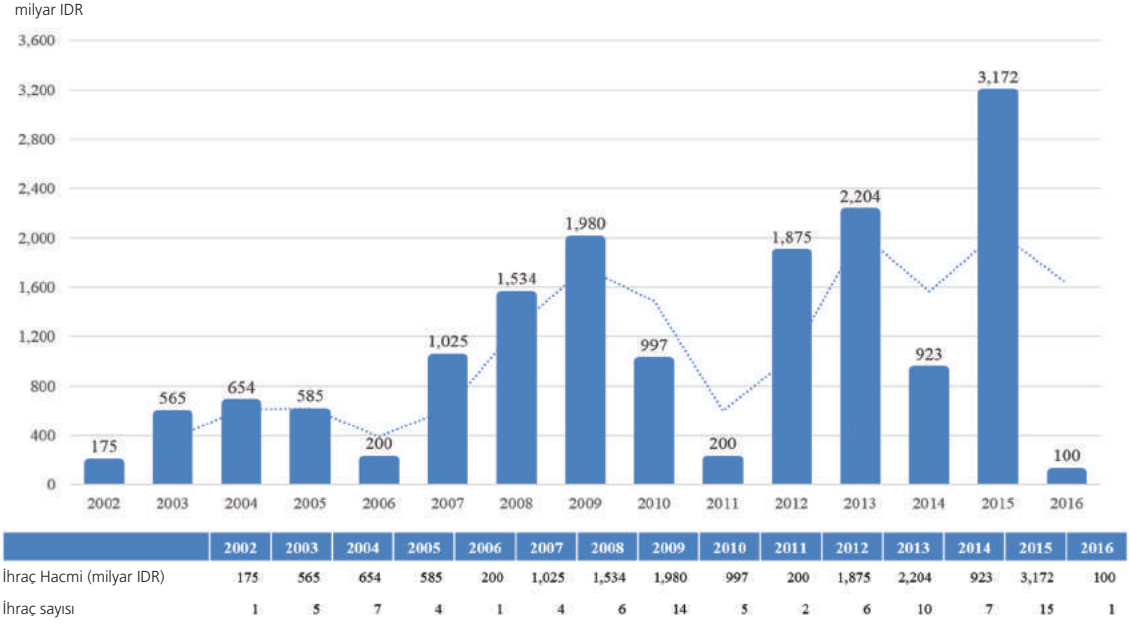
Tablo 4.14: DSN-MUI'nın Onayladığı Şer'i Devlet Sukuku Yapılarının Türleri

	İcâre (Satış ve geri kiralama)	İcâretü'l-Hademât	İcâre (Kiralananacak varlık)	Vekâlet
Açıklama	Satış ve geri kiralama mekanizmasına dayalı olarak ihraç edilen sukuk (alıcının satın aldığı varlıkları satıcıya geri kiraladığı varlık satış işlemi).	İslami ilkelere göre ihraç edilen sukuk, SBSN varlıklarının hizmetler biçiminde mülkiyetini ifade eder.	İslami ilkelere göre ihraç edilen sukuk, hâlihazırda mevcut olan veya mevcut olacak SBSN varlıklarının mülkiyetini ifade eder.	İslami ilkelere göre ihraç edilen sukuk, işlemi yönetmek için bir temsilci görevlendirilerek bir yatırım temsilcisi bazında yönetilen proje veya faaliyetlerin mülkiyetini ifade eder.
DSN-MUI fetvası	72/2008 sayılı fetva	9/2000 sayılı fetva	76/2010 sayılı fetva	95/2014 sayılı fetva
Dayanak varlıklar	Devlete ait varlıklar	Hac hizmetleri	Proje ve devlete ait varlıklar	Kira parası/marjı/sabit ücret
Alınıp satılabilirlik	Alınıp satılabilir	Alınıp satılamaz	Alınıp satılabilir	Alınıp satılabilir
İhraç dokümanları	• Satış akdi • İcâre akdi • Sukuk varlığı yönetim anlaşması • Satış taahhüdü ve satın alma taahhüdü	• Vekâlet akdi • İcâre akdi • Hac devir (BAST) hizmetleri	• Rezervasyon yazıları • Vekâlet akdi • Kiralanacak icâre akdi varlığı • Sukuk varlığı yönetim anlaşması • Satış taahhüdü ve satın alma taahhüdü	• Tröst ilanı • Satın alma anlaşması • Tedarik anlaşması • Kiralama anlaşması • Hizmet temsilciliği anlaşması • İkâme taahhüdü • Devir taahhüdü • Satın alma taahhüdü • Maliyet taahhüdü • Temsilcilik anlaşması
Sukuk Negara serisi	İslami Sabit Oran (IFR), Perakende Sukuk (SR), Sukuk Negara Endonezya (SNI)	Hac Fonu Sukuku (SDHI)	Proje Bazlı Sukuk (PBS), SR	SNI

Kaynak: MOF

Sukuk İhraçlarının Analizi – Arz (Satış Tarafı)

Ulusal para biriminde ihraç edilen kurumsal sukukun büyüme hızı, hükümet ve düzenleyici kurumlar için hâlâ bir sorundur. PT Indosat'ın Eylül 2002'deki ilk sukuk ihracından beri sınırlı sayıda kurumsal sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir (Grafik 4.41'e bakınız).

Grafik 4.41: Endonezya'nın Yurt İçi Kurumsal Sukuk Piyasasının Gelişimi (2002-2016)


Kaynak: OJK

Sektörün karşı karşıya olduğu sorunları ele almak için OJK (ve onun önceki hali Bapepam), sermaye piyasası ana planları ve yol haritalarıyla piyasayı canlandırmak için stratejik girişimler belirlemiştir. Bu girişimler arasında şunlar yer almaktadır:

1. İhracçıların sahip olması gereken belgelerin azaltılması (Sonuç olarak, bir tahvil/sukuk ihrac etmek için gereken zaman 45 günden 35 güne indirilmiştir, The Banker Asia, 2017).
2. Geleneksel tahvillere kıyasla sukuk ihracıyla ilişkili ücretlerin azaltılması (Endonezya Finansal Hizmetler Sektörü Ana Planı'nda belirtildiği gibi).

Bunun bir örneği, OJK'nın tescil ücretinin azaltılmasıdır:

İhrac bedeli	Tescil ücreti	
	Sukuk	Tahvil
250 milyar IDR	125 milyar IDR	125 milyar IDR
500 milyar IDR	150 milyar IDR	250 milyar IDR
1 trilyon IDR	150 milyar IDR	500 milyon IDR
1,5 trilyon IDR	150 milyar IDR	750 milyon IDR

3. Devlet teşekküllerinin (DT'ler) sukuk piyasası aracılığıyla hükümetin altyapı projelerini finanse etmesinin teşvik edilmesi ve yerli yatırım fonlarına ilişkin yatırım politikalarının DT'ler tarafından ihrac edilen borçlanma senetlerine yönelik yatırımları da kapsayacak şekilde değiştirilmesi. Daha önce emeklilik ve yardım programlarının fonlarını şunlara yönlendirmesi sınırlandırılmıştı: 1) Banka vadeli mevduatları ve vadeli mevduat sertifikaları; 2) Endonezya Borsası'nda kote olmuş kurum hisse senetleri ve tahvilleri; 3) Borç senetleri; 4) Kurumsal hisse senetleri ve 5) Arazi ve binalar (OCBC, 2017).

Endonezya’da kurumsal sukuk piyasasının az gelişmesine yol açan başlıca sebepler, kurumların İSP’ye erişim hakkında yeterli bilgiye sahip olmaması ve ihraççıların kredi notlarının uygulanabilirliği⁶. Çoğu kurum, sukuk ihraç etme sürecinin çok karmaşık olduğunu varsayarak onun yerine geleneksel tahvilleri ihraç etmeyi tercih etmektedir. Ayrıca, likit olmayan ikincil sukuk piyasasıyla ilgili ek riskleri telafi etmek için bir prim talep eden yatırımcıların beklediği yüksek getiriler, sukukun genel maliyetini yükseltmektedir (IFAAS, 2014). Tablo 4.15’te Endonezya’nın kurumsal sukuk ihraçlarından bazılarının detayları verilmektedir.

Tablo 4.15: Endonezya’daki Bazı Kurumsal Sukuk İhraçları

	XL Axiata’nın İcâre Sukuku Programı (en büyük kurumsal icâre sukuku programı)	İkincil Mudârebe Sukuku Bank BRI Syariah	Garuda Indonesia Global Sukuk Limited Vekâlet Programı
İhraççı	XL Axiata (EXCL)	Bank BRI Syariah	Garuda Indonesia Global Sukuk Limited
Kaynak kuruluş	EXCL	Bank BRI Syariah	Garuda Indonesia
Para birimi	Rupi	Rupi	ABD doları 144A/Reg.S
Yapı	İcâre	Mudârebe	Vekâlet
Yükümlü/sukuk derecelendirme notu	AAA (Fitch Endonezya)	A+ (Fitch Endonezya)	Derecelendirilmemiş
Sukuk varlıkları	EXCL’ye ait baz istasyonu kontrolörü, ev konum sicili ve mobil anahtarlama merkezi gibi telekomünikasyon ekipmanlarından faydalanma hakları	(BRI) Syariah finansman varlıkları	Yetim yapılı bir ÖAK kullanılarak seyahat hakları
Amaç	İşletme sermayesini finanse etmek	İşi büyütmek için sermaye yapısını güçlendirmek	Belirli İslami finansman anlaşmaları kapsamında geri ödemeler yapılması da dâhil olmak üzere Şer’i uyumlu genel kurumsal amaçlar doğrultusunda harcamalar yapmak
İhraç tarihi	28 Ekim 2015	9 Kasım 2016	3 Haziran 2015
Vade	2 yıllık raf kayıt programı	7 yıl	5 yıl
Vade dolum tarihi	Kasım 2017	16 Kasım 2023	3 Haziran 2020
Miktar	5 trilyon IDR	1 trilyon IDR	500 milyon ABD doları
Periyodik dağıtım	%8,75	%9,5 - %10,25	%5,95
Kotasyon	Endonezya Borsası (IDX)	IDX	Singapur Borsasına başvuru yapılmıştır. Securities Trading Limited (SGX-ST)

6 Bapepam’ın IX.C.11 numaralı kuralı kapsamında kurumsal sukuk ve tahvillerin her yıl bir yeniden derecelendirme alıştırmasını tamamlaması ve notları yayımlaması zorunludur.

Yatırımcıların coğrafi dağılımı	Sukukun yüzde 95'inden fazlası Endonezya'da yerleşik olan bankalar, emeklilik fonları, sigortacılık şirketleri, kurumsal yatırımcılar, menkul kıymet şirketleri ve bireysel yatırımcılardan oluşan yatırımcılara sunulmuştur.	Endonezya (%100). Yatırımcı türüne göre: Sigorta ve emeklilik fonları: %65 Varlık yöneticileri: %17 Şahıslar: %15 Bankalar: %3	Orta Doğu (%56), Asya (%32), Avrupa (%12)
--	---	--	---

Kaynaklar: Islamic Finance News, Thomson Reuters, sukuk.com

Endonezya, proje finansmanına yönelik olarak sukuk ihraç eden kurumlardan oluşan sağlıklı bir mekanizma oluşturulması bakımından büyük bir potansiyel sunmaktadır. Hükümet'in mevcut bütçe gereksinimlerine göre hâlihazırda büyük bir finansman (proje bazlı sukuk aracılığıyla), altyapı geliştirme çalışmalarına yönlendirilmiştir. Kamu-özel ortaklığı programlarıyla sağlanan özelleştirme faydaları göz önünde bulundurulduğunda, hükümet ve düzenleyici kurumlar, sukuk ihracıyla hükümetin altyapı projelerinin finanse edilmesine öncülük edebilecek potansiyel DT'leri ve kredi değerliliği yüksek şirketleri belirlemektedir. Hükümet'in kapsamlı altyapı planları, Endonezya'nın İslami finans sektörü için bir yol oluşturulması bakımından en büyük kolaylaştırıcı faktör olarak değerlendirilmektedir. Çünkü sukuk ihracı, kalkınma projelerinin finanse edilmesinde (proje bazlı sukuk aracılığıyla) doğal bir finansal korunma (hedging) yöntemi olarak görev görür. Kutu 4.10'da altyapı geliştirme çalışmalarına ilişkin Orta Vadeli Ulusal Kalkınma Planı (2015-2019) gösterilmektedir.

Kutu 4.10: Endonezya'nın Orta Vadeli Ulusal Kalkınma Planı (2015-2019)

Orta Vadeli Ulusal Kalkınma Planı (2015-2019) kapsamında, Endonezya merkezi hükümetinin altyapı harcamaları planı, 5 yıllık bir dönemde toplam 2.216 trilyon IDR (187,0 milyar ABD doları) veya yıllık olarak nominal GSYH'nin yüzde 2,9'u şeklinde gerçekleşmiştir. Hükümet, aynı dönem için genel yatırım hedefini 5.519 trilyon IDR (465,7 milyar ABD doları) veya yıllık GSYH'nin yüzde 7,2'si olarak belirlemiştir. Devlet finansmanı, alt ulusal hükümet finansmanının 545,0 trilyon IDR'si (46,0 milyar ABD doları) de dâhil olmak üzere toplam yatırımın yüzde 50'sine katkıda bulunacak ve bunun yüzde 19'u DT'lerden, yüzde 31'i ise özel sektörden gelecektir.

Altyapı finansmanının geliştirilmesinde hükümet, DT'ler ve özel sektörün rolü, aşağıdaki tabloda özetlenmektedir:



Hükümet	DT'ler	Kamu
Ulaştırma (karayolu, köprü, demiryolu)	Elektrik	Ücretli otoyollar
Temel kamu tesisleri (temiz su ve sanitasyon, sağlık, eğitim)	Enerji (petrol ve gaz)	Elektrik (enerji üretimi)
Depo kaynakları ve sulama (baraj, sulama ağları)	Bilgi, teknoloji ve haberleşme	Su temini (belediye su şebekesi)
	Toplu taşıma türleri (otobüs, uçak)	Havalimanı, deniz limanı
	Özel ekonomik bölge tesisleri	

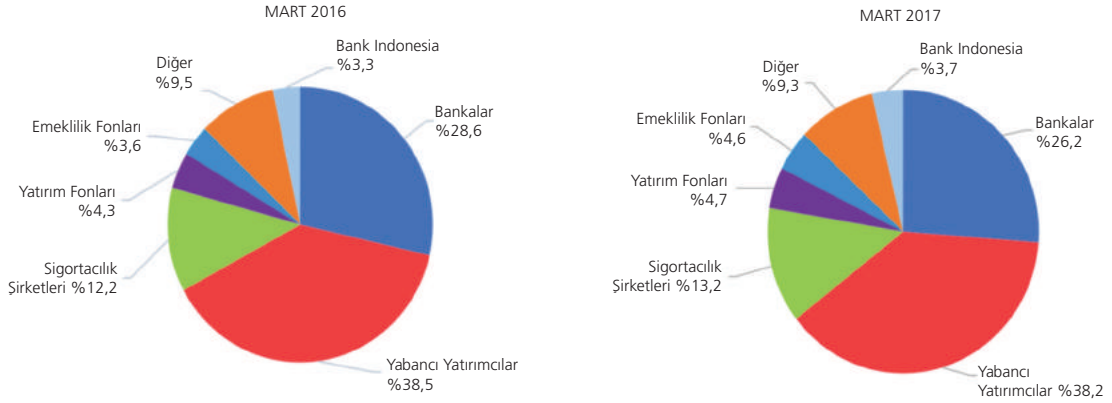
Kaynak: MOF

Sukuk Yatırımlarının Analizi – Talep (Alım Tarafı)

Geçmiş veriler, yabancı yatırımcıların yoğun ilgisini göstermektedir; çünkü Endonezya hükümeti, Doğu Asya'daki benzer ülkeler arasında en yüksek getirileri sunmaktadır (Asian Development Bank, 2017). Bankacılık kurumları da devlet tahvilleri satın alan ana yatırımcılardır, ancak emeklilik fonları, yatırım fonları ve sigortacılık şirketleri ağırlıklı olarak kurumsal tahvillere yatırım yapmaktadır. Yabancı yatırımcıların yüksek oranı esasen, tahvillere yapılan yabancı yatırımlar ve yabancı para birimleriyle yapılan işlemler üzerinde önemli kısıtlama ve düzenlemeler bulunsa da Endonezya'nın sermaye piyasalarının yerli olmayan portföy yatırımlarına nispeten açık olmasından kaynaklanmaktadır. Yabancı bankaların yerli tahvil piyasasına katılımı, düzenleyici onaya tâbi olmasına rağmen bu kısıtlamalar Endonezya devlet tahvilleri için geçerli değildir.

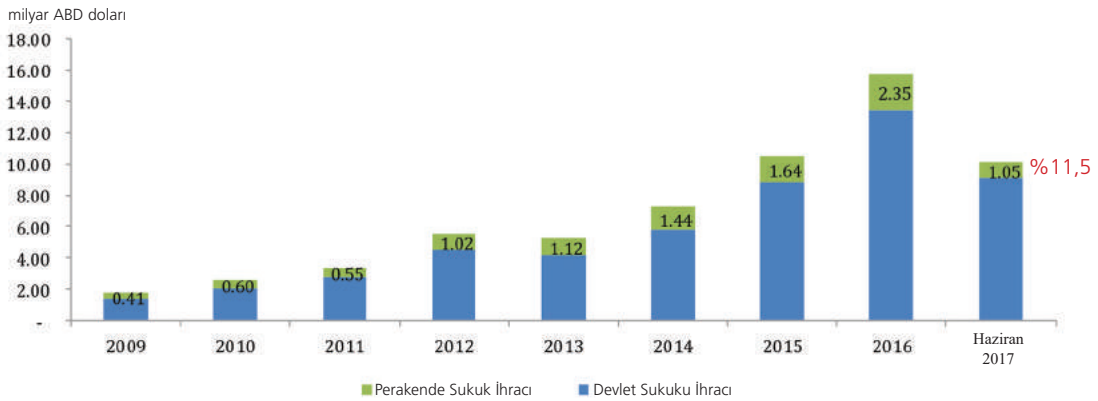
Mart 2017 sonu itibarıyla ulusal para birimindeki devlet tahvillerinde yabancı yatırımcıların payı yüzde 38,2 düzeyindeydi. İç piyasaya bakıldığında bankacılık kurumları, aynı tarih itibarıyla ulusal para birimindeki devlet tahvillerinin toplam stokunun yüzde 26,2'sine sahip olup en büyük yatırımcı grubu olmuştur. Ancak bankaların pazar payı, emeklilik fonları, yatırım fonları ve sigortacılık şirketlerinin ellerinde bulunan tahvillerin artış trendi nedeniyle aslında düşmüştür (Grafik 4.42'ye bakınız).

OJK, yerli yatırım fonlarına ilişkin daha fazla yatırım fırsatına olanak tanımak için çok sayıda politika değişikliği duyurmuştur. Bunlar, yurt dışı yatırımları ve yatırım ürünlerinin türüne dair oranları gözden geçirecektir. Ağustos 2017'de OJK, BDFAK'lar tarafından yapılan yatırımların tâbi olduğu kurallarda değişiklik yapmış, yatırım ürünleri için gereken seçenekler, DT'ler tarafından ihraç edilen borçlanma senetlerini de kapsayacak şekilde genişletilmiştir (Reuters, 2017). Bununla DT'lerin kamu altyapı projelerini finanse etmek için sukuk ihraç etmelerinin teşvik edilmesi amaçlanmıştır.

Grafik 4.42: UP Devlet Tahvillerinin Yatırımcı Kompozisyonu


Kaynak: MOF

Yerli yatırımcı tabanını daha da derinleştirmek için Hükümet, 2009'dan beri bir finansman kaynağı olarak perakende sukuk kullanımını optimize etmektedir. Çoğu ülkede hâlâ önemli derecede kullanılmayan bir potansiyele sahip perakende sukuk, finansal tabana yayılmayı artırabilir ve İslami finansa dair farkındalığın yaygınlaştırılmasında faydalı bir araç olarak kullanılabilir. Haziran 2017 sonu itibarıyla devlet perakende sukukunun, toplam devlet sukuku ihraçları içindeki payı yüzde 11,5'dir (Grafik 4.43'te görüldüğü gibi) ve istikrarlı bir şekilde artmaktadır. Ayrıca Hükümet, düşük gelirli yatırımcılar için 2016'da bir tasarruf sukukunu hayata geçirmiş ve bu sukuk 2,0 milyon IDR - 5,0 milyon IDR gibi düşük fiyatlarla satışa sunulmuştur. Bu girişim, Hükümet'in İslami finans alanında ürün inovasyonuna yönelik kararlılığını göstermekte ve normalde büyük oranda erişim sağlanmayan bir grup olan düşük gelirli yatırımcılar için yatırım çözümleri sunmaktadır.

Grafik 4.43: Endonezya'nın Perakende Sukuk İhracı (2009-Haziran 2017)


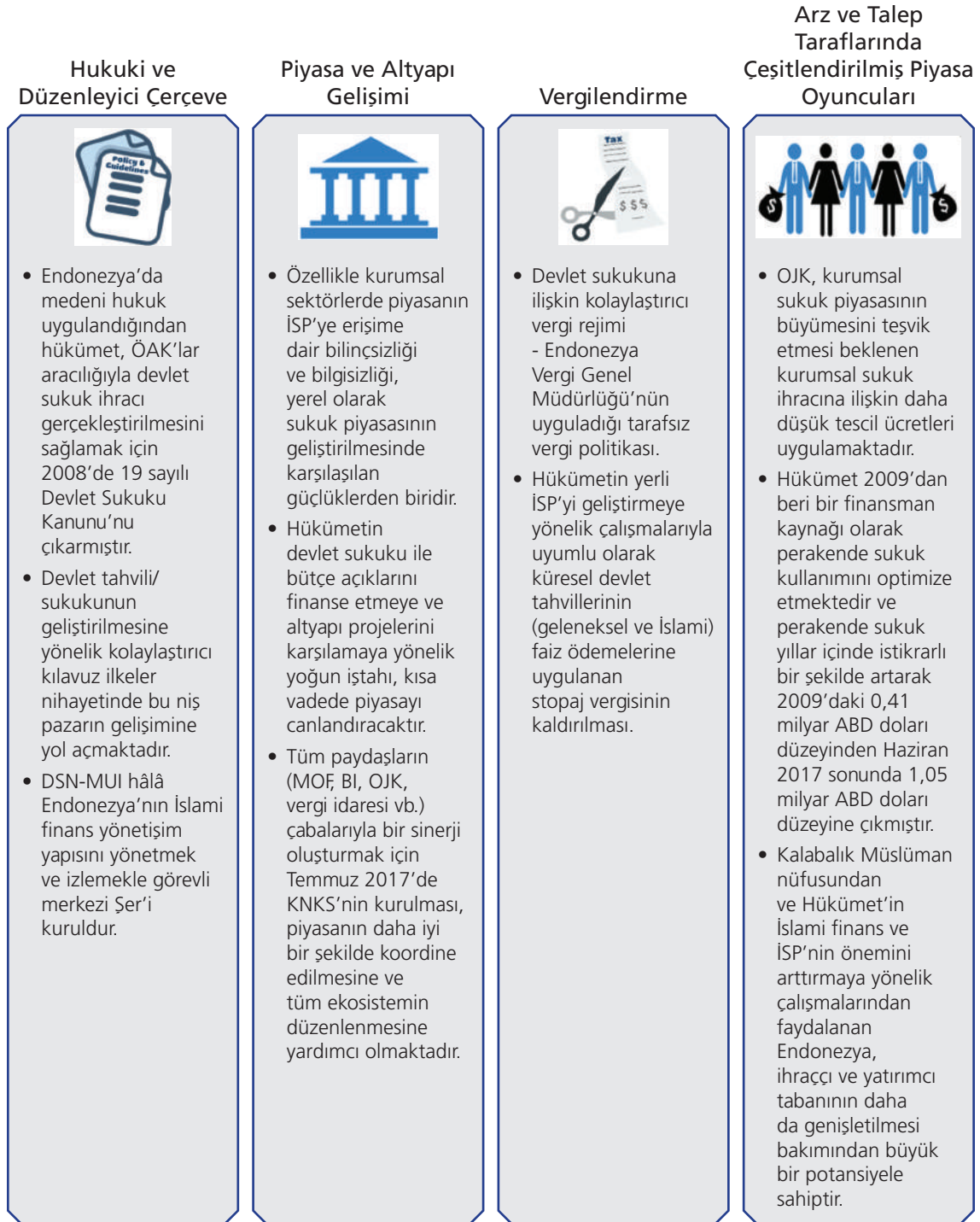
Kaynak: MOF

4.4.4 ENDONEZYA SUKUK PİYASASININ TEMELİNİ OLUŞTURAN FAKTÖRLER

Endonezya sukuk piyasasının gelişimi ve büyümesi, çoğunlukla devlet sukuku ihraçlarıyla desteklenmiştir. Diğer yandan, ulusal para biriminde gerçekleştirilen kurumsal sukuk ihraçlarının hızı, hükümetin ve düzenleyici kurumların ele almaya çalıştığı sorunlardan biridir. Dolayısıyla hükümet ve düzenleyici kurumlar, devlet tahvili ve kurumsal tahvil piyasalarının genişletilmesinin

öneminin farkındadır ve Şekil 4.11’de görüldüğü gibi canlandırıcı tedbirler uygulamak için gereken çalışmaları yürütmektedirler. Ancak, özel sektör ihracılarına daha fazla ilgi çekmek ve sukuka olan talebi artırmak için daha fazla girişim ve teşvike ihtiyaç duyulmaktadır.

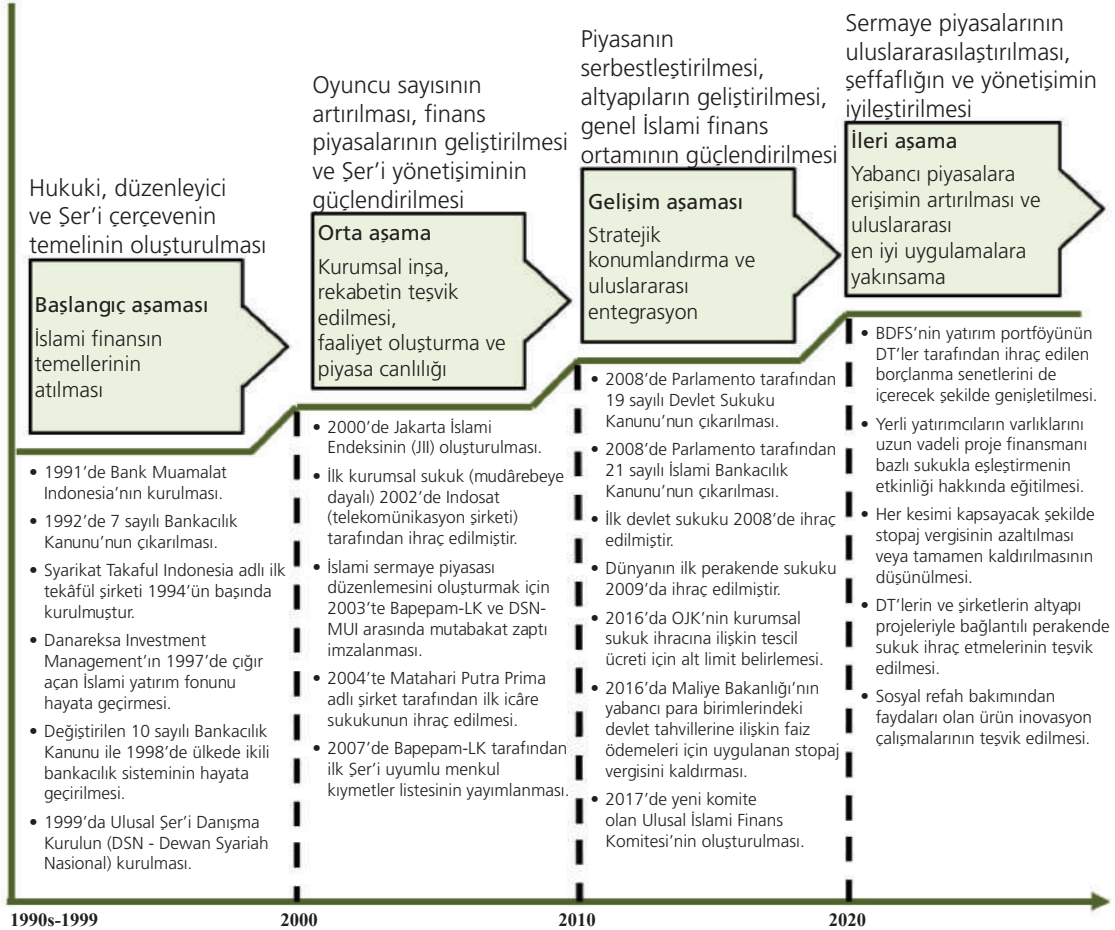
Şekil 4.11: Endonezya’nın Sukuk Piyasasının Gelişimine Zemin Hazırlayan Temel Faktörler



Kaynaklar: RAM ve ISRA

Endonezya, Indosat'ın (bir telekomünikasyon şirketi) 2002'deki kurumsal sukuk ihracından beri sukuk piyasasının geliştirilmesi için adımlar atmaktadır. Ancak ülkede İslami finans, Bank Muamalat Indonesia'nın kurulmasıyla 1991'de faaliyete geçmiştir. Şekil 4.12'de bir sonraki gelişim aşamasına dair fikirlerle birlikte Endonezya'da İslami finansın gelişim aşamaları gösterilmektedir.

Şekil 4.12: Endonezya'nın Finans Sektörüne İslami Finansın Dâhil Edilmesinin Aşamaları



Kaynaklar: RAM ve ISRA

4.4.5 ÜLKEYE ÖZEL TAVSİYELER

Endonezya'nın sukuk piyasasının gelişimi Grafik 4.44'te görüldüğü gibi birkaç temel faktöre dayanmaktadır. Endonezya çoğu faktörde orta düzeyde bir puana sahiptir. Bu durum, sukuk piyasasının geliştirilmesi için her bir faktörde iyileştirme sağlanması gerektiğine işaret etmektedir. Endonezya'ya yönelik tavsiyeler oluşturulurken sukuk piyasasının karşı karşıya olduğu güçlükler gözden geçirilmiştir. Tablo 4.16 ve 4.17'de özellikle kurumsal sektöre odaklanılarak sukuk arz ve talebinin geliştirilmesine ilişkin öneriler verilmektedir.

Grafik 4.44: Endonezya'nın Sukuk Piyasasının Gelişimini Etkileyen Faktörler


Kaynaklar: RAM ve ISRA

Tablo 4.16: Talebi (Alım Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler

Sorunlar ve güçlükler	Talep (alım tarafı) fırsatları
Yerli İSP çok parçalıdır ve tüm ekosistemi düzenleyen birçok paydaş bulunmaktadır.	Tüm piyasa paydaşlarının (MOF, BI, OJK, vergi idaresi) çalışmalarıyla sinerji oluşturulmasında KNKS'nin stratejik nüfuzu, koordinasyon çalışmalarının güçlendirilmesine yardımcı olacaktır.
Daha az riskli devlet borçlanma senetlerinin tercih edilmesi nedeniyle BDFAK'ların kurumsal sukuka ilişkin düşük likidite aracılığı	BDFAK'ların yatırım portföyünün DT'ler tarafından ihraç edilen borçlanma senetlerini içerecek şekilde genişletilmesine yönelik OJK tavsiyesi, kurumsal ihraçların teşvik edilmesi için iyi bir başlangıç noktasıdır.
Yatırımcıların uzun vadeli kurumsal borçlanma senetlerini elde tutmaya istekli olmaması	Endonezya'da kurumsal sukuk vadeleri ortalama 3 ile 5 yıl arasındadır. En uzun vadeli kurumsal sukuk, 12 yıl vadeyle Perusahaan Listrik Negara (PLN) tarafından ihraç edilmiştir (Asya Kalkınma Bankası, 2014). Düzenleyici kurumlar ve yerli derecelendirme kuruluşları, yerli yatırımcıları varlıklarını uzun vadeli proje finansmanı bazlı sukukla eşleştirmenin etkinliği hakkında eğitmelidir. BDFAK'ların uzun vadeli senetleri (> 7 yıl) elde tutma konusundaki açıklığı, altyapı bazlı sukuk arzını canlandıracaktır.

Stopaj vergisi			Farklı yatırımcı gruplarına farklı vergi oranları uygulanmaktadır. Tüm BDFAK'lar için eşit şartlar oluşturmak amacıyla her kesim için tam muafiyet veya indirimler yapılması düşünülebilir. Stopaj vergisinden elde edilen vergi gelirinin azalması, Endonezya'nın sermaye piyasalarına fon akışları üzerinde dalga etkisi yaratacaktır.
Endonezya'da borçlanma senetlerine ilişkin stopaj vergisi			
Borç türü	Yatırımcı veya kurum türü	Vergi oranı	
Devlet iç borçlanma senetleri	Yerli bankalar	%0	
	Onaylı emeklilik fonları		
	Yerli yatırım fonları	%5	
	Diğer yerli yatırımcılar	%15	
	Yabancı yatırımcılar	%20	
YP devlet iç borçlanma senetleri	Tüm yatırımcılar	Muaf	
BI sertifikaları	Tüm yatırımcılar	%20	
Kurumsal tahviller	Yerli bankalar	%0	
	Onaylı emeklilik fonları		
	Yerli yatırım fonları	%5	
	Diğer yerli yatırımcılar	%20	

Kaynak: ASEAN+3 Tahvil Piyasası Kılavuzu 2017

Kaynaklar: RAM ve ISRA

Tablo 4.17: Arzı (Satış Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler

Sorunlar ve güçlükler	Arz (satış tarafı) fırsatları
Sürdürülebilir bir kurumsal sukuk arzının oluşturulması	DT'lerin ve şirketlerin altyapı projeleriyle bağlantılı perakende sukuk ihraç etmesinin teşvik edilmesi. Özellikle doğrudan hükümetin altyapı projelerinin finanse edilmesiyle bağlantılı dini fonlara (hac fonu, zekât, vakıf) yönelik yeni sukuk programlarının araştırılması.
Kurumlar arasında İSP'ye erişim hakkında bilgi eksikliği (yani İslami yapılar ve ilkelere aşina olmama)	Düzenleyici kurumların İSP ürünlerine dair piyasa bilincini artırmaya yönelik çalışmaları devam etmektedir. Ancak, bilinç düzeyi hâlâ düşüktür. Hükümet ve düzenleyici kurumlar, bilgi düzeyini ve piyasa bilincini artırmak amacıyla internet sitelerinde sukuk ve ihraç süreçlerine ilişkin kapsamlı bilgilerin paylaşıldığı bölümlere yer ayırabilir.
Kurumların sukuk ihraç etmesinin teşvik edilmesi için sukukun maliyet bakımından rekabet gücünün artırılması	OJK sukuka ilişkin tescil ücretlerini azaltmıştır. Feragat veya muafiyetler için diğer uygulanan ücretler de gözden geçirilmelidir. Ancak, vergi idareleri kurumsal sukuk ihracını teşvik etmek amacıyla canlandırma tedbirleri sunmak için OJK ile işbirliği yapmalıdır.
İslami para piyasasında faaliyetin teşvik edilmesi	2015'te İslami Repo Kılavuz İlkeleri'nin yayımlanmasının ardından piyasa faaliyeti başlamıştır; ancak henüz düzenleyici kurumların hedeflediği hacme ulaşmamıştır. İslami bankaların yaşadığı sorun ve güçlüklerin daha iyi anlaşılması, İslami repo piyasasında daha iyi bir hacme ulaşılmasını ve diğer ülkelerde sunulan ve Endonezya'da benimsenebilecek alternatif likidite yönetim araçlarının araştırılmasını kolaylaştırabilir.
İSP ürünlerinin artırılması	Sosyal refah bakımından faydaları olan ürün inovasyonunun teşvik edilmesi (evkaf bağlantılı sukuk).

Kaynaklar: RAM ve ISRA

4.5 TÜRKİYE

4.5.1 TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARINA GENEL BAKIŞ

Son on yılda Türkiye Cumhuriyeti niş İslami finans piyasasını geliştirmek için önemli adımlar atmıştır. Türkiye'nin faizsiz finans sektörünün güçlendirilmesine dair karar, hükümet tarafından Onuncu Kalkınma Planı (2014-2018) ve Orta Vadeli Programı'nda (2016-2018) duyurulmuştur (sırasıyla Kutu 4.11 ve 4.12'ye bakınız). Kurumsal ve hukuki altyapıyı güçlendirmek ve daha çeşitli bir faizsiz finansal ürün yelpazesi oluşturulmasını teşvik etmek için sürekli olarak çalışmalar yürütülmektedir. Faizsiz finansı, temel unsurlarından biri olarak tanımlayan İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Programı'nın (İFM-İstanbul) oluşturulmasına öncelik verilmiştir.

Kutu 4.11: Türkiye'nin Onuncu Kalkınma Planı (2014-2018)

Onuncu Kalkınma Planı 2014-2018, 2023 hedefleri doğrultusunda Türk toplumunu yüksek refah seviyelerine taşımaya yönelik bir yol haritasıdır. Bu planın etkili bir şekilde uygulanması için orta vadeli programlar, yıllık programlar, stratejik planlar, bölgesel kalkınma ve sektörel gelişim stratejileri uygun bir şekilde hazırlanacaktır.

2023 hedeflerine ulaşmak ve bu planın hedeflerini yerine getirmek için 25 Öncelikli Dönüşüm Programı belirlenmiştir.

Öncelikli Dönüşüm Programı: İFM-İstanbul

İFM-İstanbul çalışmalarına ilk olarak 2009 yılında başlanmıştır. Programın, kaynakların etkin bir şekilde toplanmasını ve dağıtılmasını sağlayan, küresel piyasalarla entegre olmuş ve uluslararası alanda hizmet ihraç edebilen bir finans sektörünün oluşturulmasına katkıda bulunması öngörülmektedir.

Programın bileşenleri:

1. İFM-İstanbul için bir idari yapının oluşturulması.
2. Finansal ürün ve hizmetlerin çeşitliliğinin artırılması.
3. Hukuki altyapının geliştirilmesi.
4. Kümelenme bölgelerinde fiziki altyapının geliştirilmesi.
5. Teknolojik altyapının güçlendirilmesi.
6. Nitelikli insan kaynaklarının artırılması.
7. Katılım bankacılığı ve faizsiz finans sisteminin geliştirilmesi.

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, Türkiye (2014)

OVP'nin (2016-2018) ardından Ağustos 2016'da sukuk ihracı ve işlemlerine ilişkin olarak vergiyle ilgili engelleri ve belirsizlikleri önemli oranda ortadan kaldıran kapsamlı bir vergi reformu gerçekleştirilmiştir. Türkiye'nin İslami finans sektörünün gelişimine daha fazla destek olmak için Katılım Bankacılığı Strateji Belgesi'nde (2015-2025) katılım bankalarının ülkenin toplam bankacılık varlıklarına katkısının Haziran 2017 sonu itibarıyla yüzde 5 düzeyinden 2025'e kadar yüzde 15'e çıkarılması hedeflenmektedir. Geçmiş performansına bakıldığında, Türkiye'nin sukuk piyasasının gelişimi doğrudan katılım bankalarının büyümesi ile bağlantılıdır.

Şu anda Türkiye'de 5 katılım bankası faaliyet göstermektedir. Tablo 4.18'de gösterilen en güncel istatistiklere göre kuruluşlarından beri mevduatları ve varlık tabanlarını artırmada övgüye değer bir gelişme kaydetmişlerdir. Türkiye'nin ilk sukuku, 2011 yılında Kuveyt Türk tarafından KT Sukuk Varlık Kiralama A.Ş. aracılığıyla 350,0 milyon ABD doları bedel ile ihraç edilmiştir. Bu icâre

sukuku 5 yıl vadeye sahipti ve Orta Doğu (yüzde 69), Asya (yüzde 19) ve Avrupa'daki (yüzde 12) yatırımcılar tarafından başarılı bir şekilde satın alınmıştır.

Kutu 4.12: Türkiye'nin Orta Vadeli Programı (OVP) (2018-2020)

OVP'nin temel hedefleri makroekonomik istikrarın korunması, beşerî sermaye ve işgücü kalitesinin artırılması, yüksek katma değerli üretimin yaygınlaştırılması, iş ve yatırım ortamının iyileştirilmesi ve kamuda kurumsal kalitenin artırılması yoluyla büyümenin hızlandırılması, istihdamın artırılması ve gelir dağılımının iyileştirilmesidir.

Bu çerçevede, enflasyonun düşürülmesi, mali disiplinin sürdürülmesi ve cari dengenin iyileştirilmesi, eğitim kalitesinin yükseltilmesi, işgücünün nitelikleri ve verimliliğinin artırılması, işgücü piyasasının daha esnek hale getirilmesi, katma değerli üretimin ve inovasyona dayalı ihracatın artırılması, iş ve yatırım süreçlerinin kolaylaştırılması, ticari anlaşmazlıklarda hukuki öngörünün geliştirilmesi ve kamuda kurumsal kapasitenin güçlendirilmesine yönelik yapısal reformların gerçekleştirilmesi oldukça önemlidir.

Büyüme ve istihdam öncelikli politika ve tedbirler:

A. Gelecekte yüksek büyüme oranlarının sağlanması ve büyüme kalitesinin artırılması amacıyla:

- Düşük ve tek haneli enflasyon oranının sürdürülmesi,
- Cari açığın sürdürülebilir düzeylerde tutulması,
- Yurt içi tasarrufların ve yatırımların artırılması,
- İmalat sanayisine kaynakların tahsis edilmesi,

- İhracat kalitesinin artırılması,
- Üretim altyapısının ve teknoloji düzeyinin artırılması,
- İşgücü kalitesinin iyileştirilmesi ve işgücü piyasasının esnekliğinin artırılması önemli konulardır.

B. Program süresi boyunca yüksek ve istikrarlı bir şekilde hızla büyüyen ekonomik yapı için:

- Makroekonomik istikrarın sürdürülmesi,
- Nitelikli istihdam yaratılması,
- Yüksek katma değerli üretimin artırılması,
- Özel sektör yatırımları için uygun bir ortamın oluşturulması ve iş yapma kolaylığının artırılması.

Özel sektörü desteklemek için kamunun kurumsal kapasitesinin artırılması amaçlanmaktadır.

OVP'nin öncelikli politika alanları:

1. Makroekonomik istikrarın sürdürülmesi,
2. Beşerî sermaye ve işgücünün kalitesinin yükseltilmesi,
3. Yüksek katma değerli üretim,
4. İş ve yatırım ortamının iyileştirilmesi,
5. Kamuda kurumsal kalitenin ve hizmet sunumunun güçlendirilmesi.

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, Türkiye (Ekim, 2017)

Tablo 4.18: Türkiye’de Katılım Bankaları (Haziran 2017 sonu itibarıyla)

Tam teşekküllü İslami bankalar	Kuruluş tarihi	Toplam aktif (milyon ABD doları)	Toplam mevduat (milyon ABD doları)
AlBaraka Türk	Kasım 1984	9,6	6,2
Kuveyt Türk	Mart 1989	15,1	10,5
Türkiye Finans	Aralık 2005	10,5	5,7
Ziraat Katılım	Mayıs 2015	3,3	2,3
Vakıf Katılım	Şubat 2016	2,7	2,1

Kaynak: Türkiye Katılım Bankaları Birliği

Jobarteh ve Ergec (2017) tarafından yapılan deneysel bir çalışmaya göre Türkiye’nin son yıllardaki ekonomik başarısı İslami finans sektörünün yükselişine bağlanabilir. Tablo 4.19’da 1983’ten 2016’ya kadar Türkiye’deki İslami finans sektörünün tarihsel gelişimi gösterilmektedir.

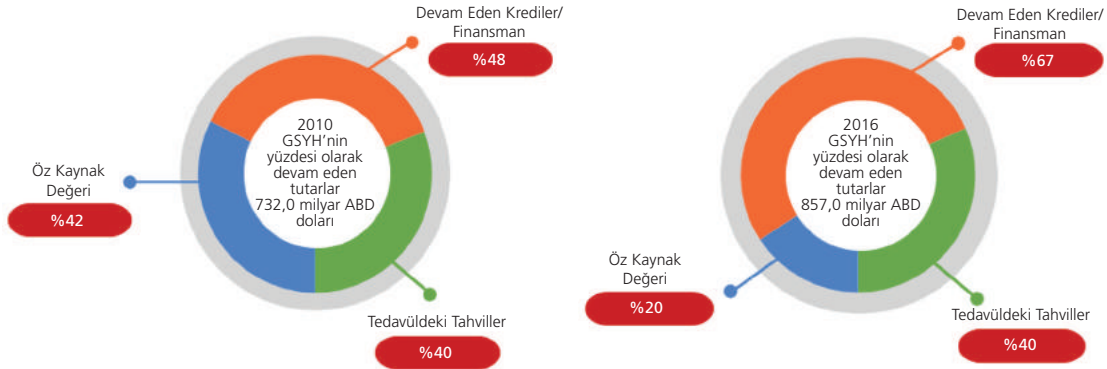
Tablo 4.19: Türkiye’nin İslami Finans Sektörünün Gelişimi

Yıl	Açıklama
1983	• “Özel Finans Kurumları” (ÖFK’lar) hakkında bir Bakanlar Kurulu Kararı çıkarılmıştır.
1999	• ÖFK’lar Bankacılık Kanunu’nun kapsamına dâhil edilmiştir.
2005	• Bankacılık Kanunu’nda “özel finans kurumları” ifadesi “katılım bankaları” ile değiştirilmiştir.
2010	• İcâre sukukuna ilişkin kılavuz ilkeler, Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine (VKŞ’ler) ilişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’in (Seri: III, No: 43) yayımlanmasıyla oluşturulmuştur. Bu tebliğ, icâre sukukuna ve finans kurumlarının ve ÖAK’ların yapısına ve kuruluş ve faaliyetlerine ilişkin esasları düzenlemektedir.
2011	• Kuveyt Türk, Türkiye’deki ilk sukuk ihracını gerçekleştirmiştir. • 6111 sayılı Kanun (Vergi Affı Kanunu) - TBMM, sukuk için uygulanan stopaj vergisini yüzde 10’a indirerek ve satışları katma değer vergisi, damga vergisi ve kurumlar vergisinden muaf tutarak icâre sukukunun ihracını kolaylaştırmak için vergi kanunları ve diğer kanunlar çıkarmıştır. Bu, varlığa dayalı icâre özellikleri ile birlikte maddi gayrimenkul varlıklarının normal vergi oranlarının uygulandığı bir ülkede (onshore) yerleşik bir ÖAK’ya satışı ve devrini kolaylaştırmaktadır. Çıkarılan kanunlar kapsamında en az 5 yıl vadeli sukuk sertifikalarından elde edilen gelirler için vergi muafiyeti öngörülmektedir. Daha kısa vadeye sahip olan sertifikalar ise yüzde 3 ile yüzde 10 arasında değişen oranlarda vergiye tâbidirler. Ancak, çoğu kurumsal sukuk ihracı kısa vadeli profile sahip olduğundan piyasanın açılması için ek düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.
2012	• Devletin sukuk piyasalarına erişim sağlamasına olanak tanımak için 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun’da değişiklik yapılmıştır. • Hazine Müsteşarlığı ilk devlet sukukunu ihraç etmiştir. • 6362 sayılı Kanun (Madde 61) – Kira sertifikaları ve VKŞ’lere ilişkin hükümler içeren yeni bir Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) yürürlüğe konmuştur.
2013	• Tebliğ III-61.1 no. 28670’in yayımlanmasıyla sukuk kanununda değişiklikler - istisna, murâbaha, mudârebe, müşâreke ve vekâlet sukukunun uygulamaya konması
2016	• Bir kanun değişikliği ile tüm sukuk yapıları için vergi tarafsızlığı sağlanmıştır.

Kaynaklar: Thomson Reuters, IRTI & CIBAFI (2014), SPK

Türkiye'nin İslami finans sektörü ülkenin ekonomisi ile paralel olarak gelişme göstermektedir. Grafik 4.45'te GSYH'nin 2010 sonundaki 732,2 milyar ABD doları düzeyinden 2016 sonunda 857,0 milyar ABD dolarına çıktığı gösterilmektedir. Devam eden krediler/finansmanın GSYH'ye oranı ise 2010'da yüzde 48 iken 2016'da yüzde 67'ye çıkmıştır. Ancak, sermaye piyasalarının aracılık faaliyetleri azalmış olup bu, ekonomi sektörlerini finanse etmek için bankacılık sistemine daha fazla bel bağlandığını göstermektedir.

Grafik 4.45: Türkiye'nin GSYH'sine Nazaran Sermaye Piyasaları ve Banka Finansmanı



Kaynak: SPK Yıllık Raporları, Türkiye IMF Ülke Raporu No. 17/35, Türkiye Bankalar Birliği 2016 Raporu

Metodolojimize göre Türkiye'nin, kamu sektörü ve özel sektör tarafından sürdürülen sukuk ihraçları ve ülkenin ayakta kalabilecek bir İslami finans ekosistemi oluşturmaya yönelik uyumlu çalışmaları nedeniyle "gelişmekte olan" statüsüne sahip olduğu değerlendirilmektedir.

4.5.2 TÜRKİYE SUKUK PİYASASININ GELİŞİMİ

Sukuk piyasasının gelişimine dair resmi düzenlemeler, Sermaye Piyasa Kurulu'nun (SPK) Nisan 2010'da kira sertifikaları ve VKŞ'lere ilişkin esaslar hakkında tebliği yayımlamasıyla başlamıştır. Tebliğin yayımlanmasıyla SPK, İslami finans için alternatif bir aracın geliştirilmesini kolaylaştırmayı amaçlamaktadır ve Türkiye'nin sermaye piyasası için yeni bir dönem başlatmıştır. Tebliğe göre yalnızca ÖAK'lar olarak görev yapan VKŞ'lerin kira sertifikaları ihraç etmesine izin verilmektedir. Daha sonra 2012'de, Türkiye'nin yerli ve yabancı piyasalarda ilk devlet sukuku ihracının gerçekleştirilmesini kolaylaştırmak için Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'da değişiklik yapılmıştır. Türkiye Cumhuriyeti Hazine Müsteşarlığı tarafından kurulmuş bir VKŞ olan Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama A.Ş. (HMKVKS) tarafından ilk devlet sukuku ihracı gerçekleştirilmiştir. Haziran 2013'te SPK, kira sertifikalarına dair ikinci bir tebliğ (ilkinin yerine geçen) yayımlamıştır. Bu Tebliğ'de, kira sertifikalarına ve VKŞ'lerin kaynak kuruluşlarına ilişkin esaslar daha kapsamlı bir şekilde ele alınmıştır. Türkiye'nin mevzuatında tröstler düzenlenmediğinden VKŞ'ler, ikinci Tebliğ'in hükümlerine göre anonim şirket olarak kurulabilir. Şekil 4.13'te Türkiye'nin sukuk düzenlemelerinin güçlendirilmesinde geçtiği temel aşamalar özetlenmektedir.

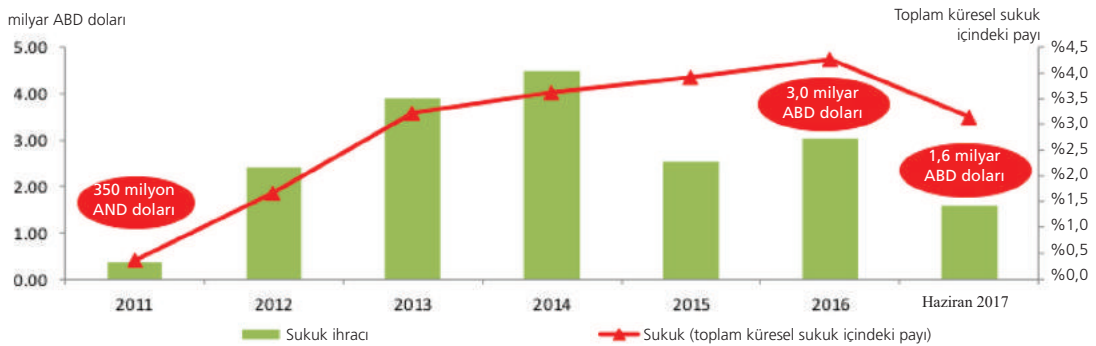
Sekil 4.13: Türkiye’deki Sukuk Düzenlemeleri



Kaynaklar: Hazine Müsteşarlığı, SPK

İkinci Tebliğ’de yapılan revizyonlar, çeşitli sukuk yapılarının kullanılmasına izin vermektedir. O zamandan beri yerli sukuk piyasasında kira sertifikalarında benzeri görülmemiş derecede bir artış yaşanmıştır. Grafik 4.46’da görüldüğü gibi Türkiye’nin toplam sukuk ihracı 2011 sonundaki 350,0 milyon ABD doları düzeyinden 2016 sonunda 3,0 milyar ABD doları çıkmıştır. Vergi tarafsızlığı sağlanan sukuk yapılarının çeşitlendirilmesine yönelik olarak uygulanabilir çözümler, Türkiye’nin sukuk ihracının geliştirilmesinde kilit rol oynamıştır. Haziran 2017 sonu itibarıyla kamu sektörü ve özel sektör tarafından sukuk ihraç edilmesini sağlayan istikrarlı mekanizma, Türkiye’nin küresel sukuk ihraçlarına 1,6 milyar ABD doları katkıda bulunmasını sağlamıştır.

Grafik 4.46: Türkiye’nin Sukuk İhracı ve Küresel Sukuk İhracı (2011-Haziran 2017)



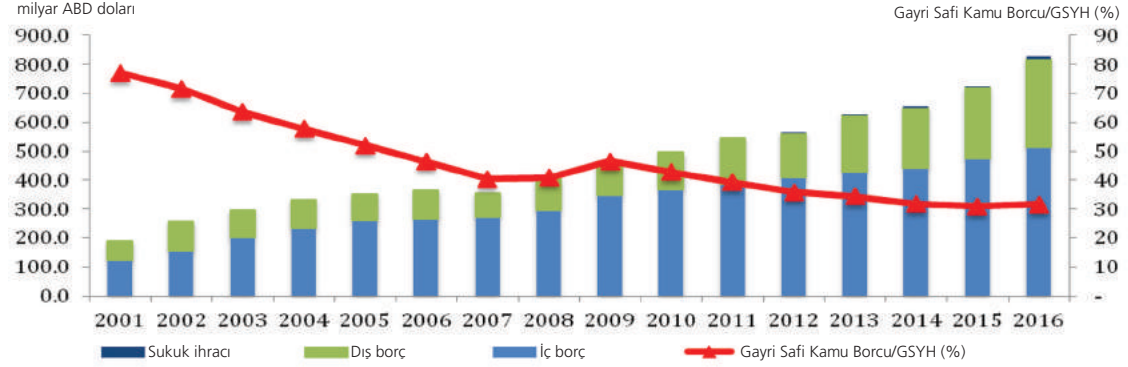
Kaynaklar: SPK, Eikon-Thomson Reuters

İç Piyasa – Kamu Sektörü İhracı

2001’de Türkiye, kamu borcu GSYH’sinin yüzde 77’sine ulaşınca ve enflasyon oranı rekor kırarak yüzde 68,5’e yükselince şiddetli bir finansal kriz yaşamıştır. Dolayısıyla Türk hükümeti, yükselen kamu borcu ve kontrolden çıkan enflasyon ile mücadele etmek için stratejik nitelikte ekonomik reformlar yapmıştır. 2016 sonu itibarıyla gayri safi kamu borcu yüzde 32’ye, enflasyon oranı ise yüzde 8,5’e düşürülmüştür (Grafik 4.47’de gösterildiği gibi). Diğer çözümlerle birlikte borçlanma

maliyetlerinin düşürülmesiyle kamu borcunun yönetiminin iyileştirilmesi, borçlanma senetlerinin vadelerini artırmıştır. Ulusal para biriminde sabit oranlı borçlanma, Türkiye'nin borç yükünün azaltılmasına olanak tanıyan tedbirler arasında yer almaktadır.

Grafik 4.47: Türkiye'nin Gayri Safi Kamu Borcu (2001-2016)



Kaynak: Undersecretariat of Treasury

Tablo 4.20: Türkiye'nin Bütçe Açıkları (2014-2017ö)

milyar TL	2014	2015	2016t	2017*
Devlet gelirleri	425,4	482,8	554,1	574,6
Devlet harcamaları	448,8	506,3	584,1	601,1
Bütçe açığı	(23,4)	(23,5)	(29,9)	(26,5)

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Türkiye

* Kasım 2017 sonu itibarıyla mevcut rakamlara göre.

Türkiye, geçmişten beri bütçe açıklarını finanse etmek için iç ve dış borçlanma senetleri ihraç ederek sermaye piyasası araçlarından faydalanmaktadır (Türkiye'nin 2014-2017 arası bütçe açıklarına dair Tablo 4.20'ye bakınız). 2012'de sukuk ihraçlarına ilişkin kanunda değişiklik yapılmasıyla Türkiye, aynı yıl içinde Amerikan doları ve Türk lirası birimlerinde ilk sukuk ihracını gerçekleştirmiş ve bu, kurumsal sukuk ihracı için devlet sukuku referans getiri eğrilerinin oluşturulmasını kolaylaştırmıştır. Bugüne kadar devlet sukuku ihraçları toplam devlet borçlanma senedi ihraçlarının yalnızca yaklaşık yüzde 3'ünü oluşturmasına rağmen OVP (2016-2018), OVP (2017-2019) ve OVP (2018-2020) kapsamındaki taahhütler, faizsiz finans araçlarının potansiyel olarak gelecekte bütçe gereksinimlerinin bir kısmını oluşturması için zemin hazırlamış olarak görünmektedir.

HMVKŞ, 2012 başında duyurulan bir takvime göre o yıldan beri iç piyasada düzenli olarak sukuk ihraç etmektedir. Sukukun vadesi 2012-2015 arasında 2 yıldır, ancak 2016'dan beri HMVKŞ, hem 2 yıl hem de 5 yıl vadeli sukuk ihraç etmektedir. Ayrıca HMVKŞ 2016'dan beri iç piyasada TÜFE'ye endeksli icâre sukuku ve sabit kira ödemeli sukuk ihraç etmektedir. Buna ek olarak HMVKŞ, sukuk araçlarını çeşitlendirmek için 2017'de iç piyasada bireysel yatırımcılara altın cinsinden icâre sukuku ihraç etmeye başlamıştır.

HMVKŞ, uluslararası piyasada 5 ile 10 yıl arasında vadeye sahip ABD doları biriminde sukuk ihraçları gerçekleştirmektedir. Tablo 4.21'de Türk Hükümeti'nin 2012'den Ekim 2017'ye kadar gerçekleştirdiği yerli ve uluslararası sukuk ihraçlarının sayısı gösterilmektedir.

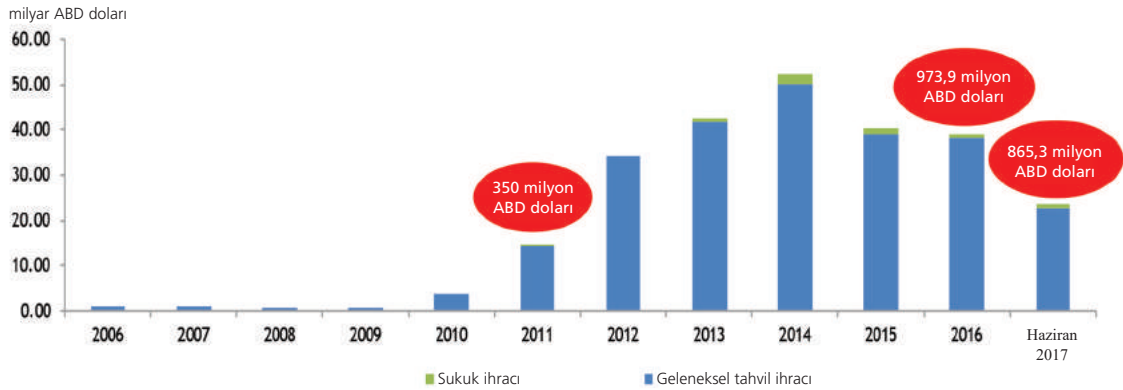
Tablo 4.21: Türkiye Kamu Sektörü Sukuk İhraçları

	2012	2013	2014	2015	2016	Ekim 2017
İç piyasadaki sukuk ihraçlarının sayısı	1	2	2	2	5	8
İç piyasadaki ihraçlar (milyon TL)	1.624	3.333	3.173	3.390	6.262	4.462
Uluslararası piyasadaki sukuk ihraçlarının sayısı	1	1	1	-	1	1
Uluslararası piyasadaki ihraçlar (milyon ABD doları)	1.500	1.250	1.000	-	1.000	1.250
Toplam yıllık borçlanma içinde sukuk ihraçlarının payı	%3,7	%3,8	%3,7	%3,5	%8,5	%5,5
Toplam borç stoku içinde sukuk ihraçlarının payı	%0,8	%1,8	%2,3	%2,6	%2,7	%3,1

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

İç Piyasa – Özel Sektör İhracı

Türkiye’de yerli kurumsal tahvil piyasası ancak Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından Ekim 2010’da Türk bankalarının TL birimindeki tahvil ihraçlarıyla ilgili olarak kılavuz ilkeler yayımlanmasından sonra gelişme göstermiştir. Aynı yıl içinde sukuk kılavuz ilkelerinin uygulamaya konulmasının ardından katılım bankalarının sukuk ihraçlarında da bir artış yaşanmıştır. 2016 sonu itibarıyla sukuk, özel sektörün tahvil ihraçlarının yaklaşık %3’ünü (865,3 milyon ABD doları) oluşturmaktadır (Grafik 4.48’e bakınız).

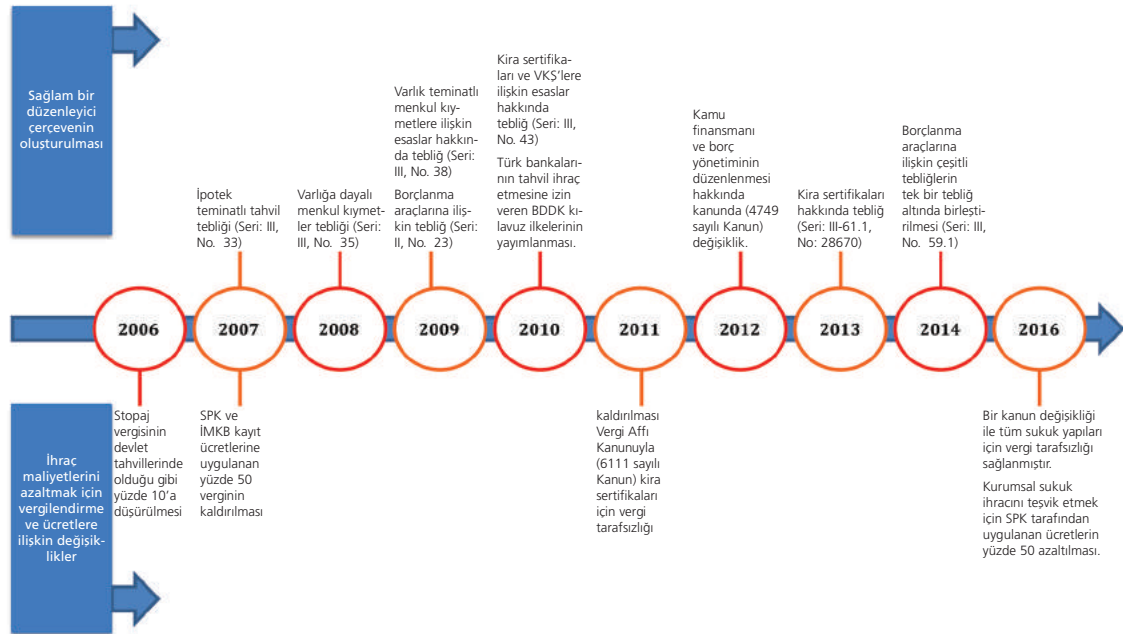
Grafik 4.48: Türkiye’de Özel Sektörün Geleneksel Tahvil ve Sukuk İhraçları


Kaynaklar: SPK, Bloomberg, Eikon-Thomson Reuters

Katılım bankalarının likidite yönetimini desteklemek için Şer’i uyumlu yatırımlara yönelik yoğun iştahı göz önünde bulundurulduğunda, hükümet ve düzenleyici kurumlar DT’leri ve büyük ve köklü şirketleri sukuk ihraç etmeleri için teşvik etmelidir. Doğu Asya ülkeleri (Malezya ve Tayland), kurumsal sektörün iç piyasada tahvil ihraç etmesini cazip hale getirmek için vergi teşvikleri sağlamaktadır. Benzer şekilde Türkiye’nin kurumları da son on yılda kurumsal (kamu hizmeti veren

şirketler) tahvil piyasasının gelişmesi için gereken ekosistemi oluşturmak amacıyla düzenleyici ve mali girişimlerde bulunmaktadır (Şekil 4.14'te görüldüğü gibi). Ancak, sağlanan ek vergi kolaylıkları (örneğin borçlanma senetlerine yapılan yatırımlar için stopaj vergisinin kaldırılması) ve iç piyasada yabancı para birimlerinde ihrac yapılmasına olanak tanımak için kuralların gevşetilmesi, bir sukuk mekanizmasının oluşturulmasını kolaylaştırabilir.

Şekil 4.14: Kurumsal Tahvil İhracatını Geliştirmeye Yönelik Düzenleyici ve Mali Girişimler



Kaynaklar: SPK, BDDK

*Not: Haziran 2016'da SPK, halka arz, sukuk ihraçları ve gayrimenkul sertifikalarının ihraçlarında uygulanan kayıt ücretlerinde yüzde 50 indirim yapılacağını duyurmuştur (Kaynak: Büyüme Stratejisi Raporu 2016).

4.5.3 SUKUK YAPILARI, İHRAÇLARI VE YATIRIMLARININ ANALİZİ

Sukuk Yapılarının Analizi

Sukuk yapıları seçiminin yapılmasında uygun varlıkların kullanılabilirliği ön plandadır. Devlet ve özel sektör sukukunda ihraçlar çoğunlukla vekâlet ve icâre sözleşmelerine dayalı olarak yapılandırılmaktadır (Tablo 4.22'ye bakınız). Şekil 4.15'te Tebliğ'de onay verilen sukuk yapılarının türleri gösterilmektedir.

Tablo 4.22: Şer'i Yapı Türlerine Göre Türkiye'nin Özel Sektör Sukuk İhraçları

Sukuk yapısının türü / (milyon ABD doları)	2013	2014	2015	2016	Haziran 2017
Yönetim sözleşmesine dayalı (vekâlet sukuku)	278,8	1.152,4	848,9	792,4	655,1
Sahipliğe dayalı (teminatlı icâre sukuku)	565,4	672,2	175,5	56,7	14,2
Ortaklık sözleşmesine dayalı (müşâreke)	-	-	-	-	118,0

Alım-satıma dayalı sözleşme (murâbaha/teverruk sukuku)	-	250,0	226,3	124,8	78,0
Toplam	844,2	2.074,7	1.250,7	973,9	865,3

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Şekil 4.15: Tebliğ’de Onay Verilen Kira Sertifikalarının Türleri

Sahipliğe Dayalı Kira Sertifikaları	Yönetim Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikaları	Alım-Satıma Dayalı Kira Sertifikaları	Ortaklığa Dayalı Kira Sertifikaları	Eser Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikaları
Sahipliğe dayalı kira sertifikaları, kaynak kuruluşa veya üçüncü kişilere kiralanmak veya VKŞ adına yönetilmek üzere VKŞ tarafından kaynak kuruluştan devralınacak varlık ve hakların finansmanını sağlamak için ihraç edilen kira sertifikalarıdır.	Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, kaynak kuruluşa ait varlık veya hakların vade boyunca kiralanması da dâhil olmak üzere VKŞ lehine yönetilmesi neticesinde elde edilen gelirlerin sözleşme hükümleri çerçevesinde VKŞ’ye aktarılması amacıyla ihraç edilen kira sertifikalarıdır.	Alım-satıma dayalı kira sertifikaları, bir varlık veya hakkın VKŞ tarafından satın alınarak şirketlere vadeli olarak satılması işleminde varlık veya hak alımının finansmanını sağlamak için ihraç edilen kira sertifikalarıdır.	- Ortaklığa dayalı kira sertifikaları, VKŞ’nin müşterek girişime ortak olmak amacıyla ihraç ettiği kira sertifikalarıdır. - İki tür ortak girişime izin verilmektedir: i. Münhasıran VKŞ’nin sermaye koyduğu ortak girişimler ve ii. VKŞ’nin nakdi sermaye, diğer ortakların ise kişisel emek veya ticari itibar haricinde sermaye koyduğu ortak girişimler.	Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, VKŞ’nin iş sahibi sıfatıyla taraf olduğu bir eser sözleşmesi kapsamında eserin meydana getirilmesini sağlamak amacıyla ihraç edilen kira sertifikalarıdır.

Kaynak: Kira Sertifikalarına İlişkin Tebliğ, SPK

Not: Sahipliğe dayalı kira sertifikaları ve ortaklığa dayalı kira sertifikaları kapsamında gerçekleştirilen ihraçların tutarı, varlık ve hakların tespit edilen gerçeğe uygun değerinin yüzde 90’ını aşamaz.

Geçmişteki kira sertifikası ihraçlarına bakıldığında, bankalar ve finansal aracı kuruluşlar tarafından bu amaçla VKŞ’ler kurulmuştur. VKŞ’ler tarafından ihraç edilen kira sertifikalarının bir kısmında, VKŞ’leri bir finansman kanalı olarak kullanan şirketler kaynak kuruluş olmuştur. Bu, bir VKŞ’nin birden fazla kaynak kuruluşun söz konusu olduğu birkaç kira sertifikası ihracı gerçekleştirdiği durumlarda yatırımcıların kafasında ödeme acziyle ilgili soru işaretleri yaratmıştır. Tebliğ’e göre, VKŞ’lerin farklı kaynak şirketlerden varlık satın almalarına izin verilmektedir. Varlıklar VKŞ’lere devredildiğinde, tapu siciline kaynak şirket lehine zorunlu bir ön alım hakkı kaydedilir. Yatırımcıların çıkarlarını korumak için, VKŞ’lerin kuruluş sözleşmesinde yer alan bir hükümde, kira sertifikası sahiplerine verilen taahhüdün yerine getirilmemesi durumunda, o kira sertifikası için dayanak olarak gösterilen varlıkların satılacağı ve satış gelirlerinin kira sertifikası sahiplerine yatırımları ile orantılı olarak dağıtılacağı belirtilmektedir. VKŞ’lerin işlem ve faaliyetlerine uygulanan başka kısıtlamalar da vardır. Tablo 4.23’te, 2010’dan Ağustos 2017’ye kadar kurumlar tarafından ihraç edilen kira sertifikalarının sayısı gösterilmektedir.

Tablo 4.23: Kurumların İhraç Ettiği Kira Sertifikalarının Sayısı (2010-Ağustos 2017)

İhraççı	2011	2013	2014	2015	2016	Ağustos 2017	Toplam
Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama A.Ş.	-	2	2	2	3	9	18
Aktif Yatırım Bankası	400,893	434,489	477,31	420,203	412,176	420,203	420,203
İFM İstanbul Finans Merkezi İnşaat Taahhüt	400,893	434,489	477,31	420,203	412,176	420,203	420,203
GAP İnşaat Yatırım ve Dış Ticaret	-	434,489	477,31	420,203	412,176	420,203	420,203
Asya Varlık Kiralama A.Ş.	-	5	4	-	-	-	9
Bank Asya	-	5	4	-	-	-	9
Bereket Varlık Kiralama A.Ş.	-	-	1	-	4	7	12
Albaraka Türk Katılım Bankası	-	-	1	-	4	7	12
Halk Varlık Kiralama A.Ş.	-	-	-	-	-	1	1
Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	-	-	-	-	-	1	1
Kabtek Varlık Kiralama A.Ş.	-	1	-	-	-	-	1
KabloteK Kablo Sanayi ve Ticaret	-	1	-	-	-	-	1
Katılım Varlık Kiralama A.Ş.	-	-	-	-	-	2	2
Zorlu Enerji Elektrik Üretim	-	-	-	-	-	2	2
KT Kira Sertifikaları Varlık Kiralama A.Ş.	-	1	6	24	14	15	60
Kuveyt Türk Katılım Bankası	-	1	6	24	14	15	60
KT Sukuk Varlık Kiralama A.Ş.	1	-	-	-	-	2	3
Derindere Turizm Otomotiv San. ve Tic.	-	-	-	-	-	1	1
Kuveyt Türk Katılım Bankası	1	-	-	-	-	-	1
Toprak Mahsulleri Ofisi	-	-	-	-	-	1	1
TF Varlık Kiralama A.Ş.	-	1	7	12	10	14	44
Türkiye Finans Katılım Bankası	-	1	5	12	10	14	42
Türkiye Finans Katılım Bankası (Fon Kullanıcısı Çetin Cıvata)	-	-	2	-	-	-	2
TFKB Varlık Kiralama A.Ş.	-	-	1	2	-	-	3
Gama Güç Sistemleri Mühendislik Ve Taahhüt	-	-	-	1	-	-	1
Tırsan Treyler Sanayi Ve Ticaret	-	-	1	-	-	-	1
Zorlu Holding	-	-	-	1	-	-	1
Vakıf Varlık Kiralama A.Ş.	-	-	-	-	-	7	7
Vakıf Katılım Bankası	-	-	-	-	-	7	7
Ziraat Varlık Kiralama A.Ş.	-	-	-	-	3	9	12
Ziraat Katılım Bankası	-	-	-	-	3	9	12
Genel Toplam	1	10	21	40	34	66	172

Kaynak: SPK

Sukuk İhraçlarının Analizi – Arz (Satış Tarafı)

Güçlü bir yerli tahvil piyasasının temel yapı taşı hem kamu sektörü hem de özel sektörden iç borçlanma senetlerinin sürdürülebilir bir arzının sağlanmasıdır. Bunun anahtarı, devlet tahvillerine ilişkin bir referans getiri eğrisinin oluşturulmasıdır. Referans getiri eğrileri, birincil ve ikincil tahvil piyasalarının verimli işleyişinde çok önemli bir rol oynamaktadır. Tahvil piyasasının likiditesinin iyileştirilmesi ve risksiz bir getiri eğrisinin sağlanması için likit bir devlet tahvili karşılaştırma

ölçütünün oluşturulması şarttır. Grafik 4.49’da görüldüğü gibi Türk Hükümeti ve düzenleyici kurumlar, devletin geleneksel tahvil ve sukuk ihraçları için farklı vadeler sunulmasında başarılı olmuştur.

Ancak Türkiye, şirketler için finansman kaynaklarını çeşitlendirmeli ve şirketlerin banka kredilerine aşırı bağımlılığını azaltmalıdır. İyi işleyen bir kurumsal tahvil piyasası, bankaların ve şirketlerin sermaye piyasalarından faydalanmasına ve finansman maliyetlerini potansiyel olarak optimize etmelerine olanak tanıyacaktır. Kurumsal tahvil ihracıyla doğrudan finansman sağlama, yabancı finansman ihtiyacını da azaltır ve ekonomiyi dışsal şoklara karşı daha dayanıklı hale getirir. Tahvil piyasaları, zor zamanlarda bankacılık sektörünü korurken, kredi risklerini ekonomiye yaymak suretiyle finansal istikrara katkıda bulunmaktadır. Kısa vadeli mevduatlarda faiz oranı yüzde 11,1 ve 2 yıllık devlet tahvilleri için faiz oranı yüzde 10,4 iken 2015’ten bu yana ihraç edilen kurumsal borçlanma senetlerindeki ortalama kupon faiz oranı yüzde 12,1’e karşılık gelmektedir⁷.

Grafik 4.49: Türkiye’nin 10 Yıllık Devlet Tahvili Getirisi



Kaynaklar: Hazine Müsteşarlığı, Trading Economics

Türkiye’de yerli kurumsal tahvil piyasasının öncüleri bankalar, faktoring şirketleri ve finansal aracı kuruluşlardır. Tahvil piyasasına giren şirketler, risk primlerine göre devlet tahvili referans getiri eğrisinin üzerinde fiyatlandırılmaktadır. Risk primi şirketin kredi notuna göre ölçülebilir. Türkiye’de borçlanma senetlerinin ihracı için bir kredi notuna sahip olmak zorunlu değildir. Ancak Türkiye’deki ihraççıların çoğunluğu kredi notuna sahiptir.

Çoğu sukuk ihracı, katılım bankaları tarafından likidite yönetimi amacıyla gerçekleştirilirken bazıları finansal kiralama şirketleri için finansman kanalı olarak kullanılmaktadır. Bugüne kadar yalnızca Aktif Bank’ın bir bağlı ortaklığı olan Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama Şirketi tarafından 2013’te ihraç edilen sukuk, proje finansmanı amacıyla kullanılmıştır (İstanbul Uluslararası Finans Merkezi’nin oluşturulması projesi). 100,0 milyon TL nominal tutar ile ihraç edilen 1 yıllık sukuk, 3 kat fazla talep görmüştür. Hükümet, DT’ler ve DBŞ’ler arasından, sukukla fon toplayacak ve diğer kurumsal ihraçlara destek olmak için gereken referans getiri eğrilerini sağlayacak potansiyeli sukuk ihraççıları belirlemek için daha fazla uyumlu çalışma gerçekleştirmelidir. Tablo 4.24’te Türkiye’de gerçekleştirilen referans kurumsal sukuk ihraçlarından bazılarının detayları verilmektedir.

7 “Türkiye şirket tahvillerinin kurtarma planına ihtiyacı var”, Bloomberg, 24 Ağustos 2017

Tablo 4.24: Türkiye’de Gerçekleştirilen Referans Kurumsal Sukuk İhraçlarının Dökümü

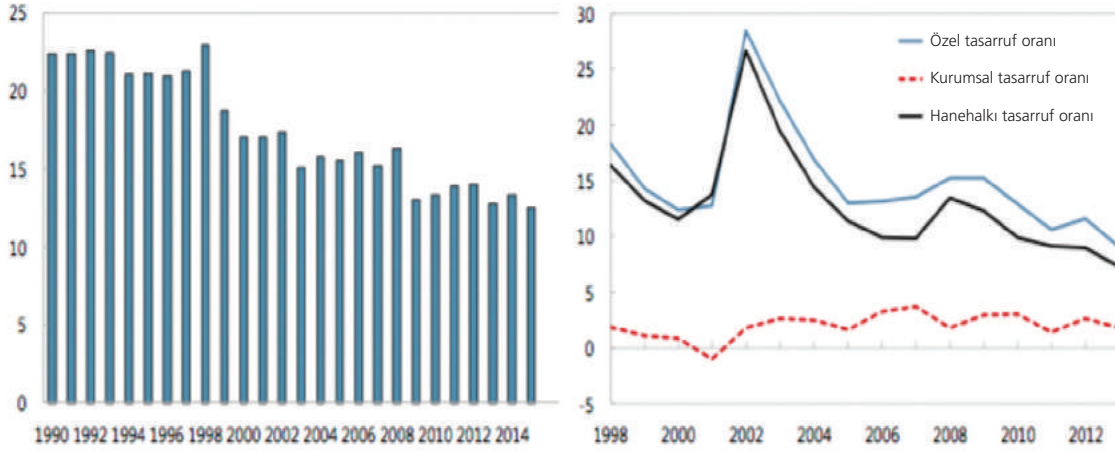
Sukuk ihraççısı	KT Kira Sertifikaları Varlık Kiralama A.Ş.	KT Sukuk Company Limited	TF Varlık Kiralama A.Ş.
Kaynak kuruluş	Kuveyt Türk Katılım Bankası	Kuveyt Türk Katılım Bankası	Türkiye Finans Katılım Bankası
Para birimi	Ringgit	Amerikan doları	Ringgit
Yapı	Vekâlet	İcâre	Murâbaha
Yükümlü/sukuk derecelendirme notları	AA3 (RAM)	BBB- (Fitch)	AA3 (RAM)
Sukuk varlıkları	Şer’i uyumlu emtia	Şer’i uyumlu emtia	Şer’i uyumlu emtia
Amaç	Genel kurumsal ve finansman amacıyla kullanım	Şirketin sermayesinin artırılması	Genel kurumsal ve finansman amacıyla kullanım
İhraç tarihi	31 Mart 2015	17 Şubat 2016	30 Haziran 2014
Vade	10 yıl	10 yıl	20 yıl
Vade dolum tarihi	31 Mart 2025	17 Şubat 2026	30 Haziran 2034
Miktar	2 milyar TL	350 milyon ABD doları	3 milyar MYR
Periyodik dağıtım	%5,72	%7,90	%6,00
Kotasyon	-	İrlanda Borsası	-
Yatırımcıların coğrafi dağılımı	Malezya	-	Malezya
Yatırımcıların coğrafi dağılımı	-	-	Orta Doğu ve Asya (%49), Avrupa (%32), ABD (%29).

Kaynaklar: RAM, Kuveyt Türk

Sukuk Yatırımlarının Analizi – Talep (Alım Tarafı)

Geçmişte yüksek enflasyon (Kutu 4.13’te açıklandığı gibi) ve istikrarsız makroekonomik ortam, yerli kurumsal yatırımcıların büyümesini kısıtlamıştır. Grafik 4.50’de görüldüğü gibi, IMF raporuna göre Türkiye’nin tasarruf oranı dünya ortalamasından önemli derecede düşüktür (IMF, 2016). Özel sektörün tasarruf oranı 1998-2003 arasında ortalama olarak GSYH’nin yüzde 18’i iken 2010’dan beri yüzde 13’ün altında seyretmektedir. Kamu tasarruf oranı yüzde 3 civarında seyrederken yatırım oranı 2002’deki yüzde 17 düzeyinden 2014’te yüzde 20’ye çıkmıştır. Bu şartlar altında hem kamu sektörü hem de özel sektörün yurt içi tasarrufları artık yatırımları karşılamamaktadır ve tasarruflar ve yatırımlar arasında büyük bir açığa ve dolayısıyla cari açığa neden olmaktadır.

Grafik 4.50: Türkiye'nin Geçmişteki Tasarrufları (GSYH'nin Yüzdesi Olarak) ve Tasarruf Oranları

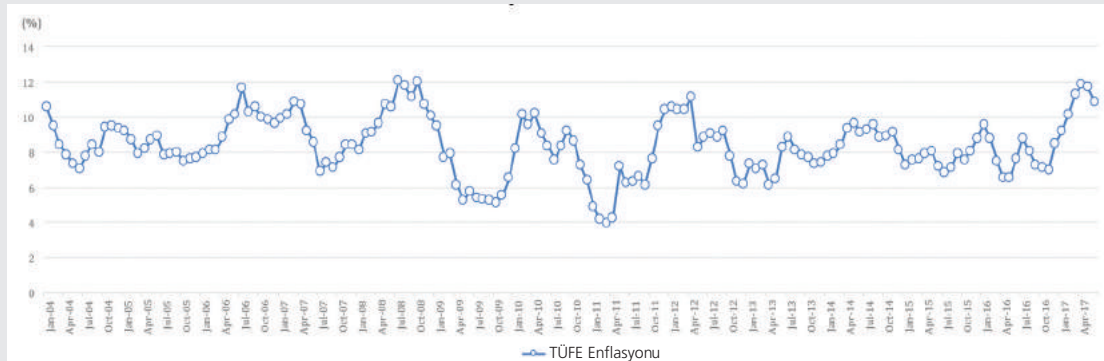


Kaynaklar: IMF hesaplamaları, TCMB, IMF World Economic Outlook

Ağustos 2016'da Türkiye'nin emeklilik sisteminde değişiklik yapılarak çalışan nüfus otomatik olarak bireysel emeklilik sistemine dâhil edilmiştir. 2016 sonu itibarıyla katılımcı tabanı 6,6 milyona çıkmış ve katılımcıların fonları da 60,8 milyon TL'ye yükselmiştir (devlet katkılarıyla beraber önceki yıl 48,0 milyon TL düzeyine göre yüzde 26,7 artış) (Kutu 4.14'e bakınız). Türkiye'nin genç nüfusu ve yükselen gelir düzeyleri göz önünde bulundurulduğunda bireysel emeklilik sistemi, yatırım fonları ve sigorta/tekâfül piyasası önemli bir potansiyele sahiptir. Kutu 4.15'te Türkiye'deki yatırım fonları sektörünün genel bir değerlendirmesi sunulmaktadır.

Kutu 4.13: Türkiye'nin Geçmişteki Enflasyon Oranları

Türk ekonomisi, enflasyonun kontrolsüz bir şekilde yükselmesi bakımından uzun bir geçmişe sahiptir. Hükümet'in 2002'de gerçekleştirdiği önemli reformlar ve sorumlu mali yönetim, enflasyonun düşürülmesini sağlamıştır. Ancak TCMB'nin en güncel tahminlerine göre, yükselen gıda fiyatları nedeniyle 2017 için öngörülen enflasyon oranı yüzde 8,7 olarak revize edilmiştir. Enflasyon sepetinin beşte birini oluşturan gıda ürünlerinin fiyatları Haziran 2017'de yüzde 14'ten fazla yükselmiştir. Aşağıda görüldüğü gibi ay sonunda enflasyon oranı yüzde 10,9 olarak gerçekleşmiştir.



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

Kutu 4.14: Türkiye Emeklilik Sistemi

Bireysel emeklilik sistemi, Hazine Müsteşarlığı ve SPK tarafından düzenlenmekte ve denetlenmektedir. Türkiye'nin bireysel emeklilik sistemi kanunu ilk olarak 2001'de onaylanmış ve 2003'te uygulanmaya başlamıştır. Ağustos 2016'da TBMM, bireysel emeklilik tasarrufları ve yatırım sistemini düzenleyen kanunda yapılan bir değişikliği onaylamıştır.

Değiştirilen kanuna göre emeklilik sistemi, Ocak 2017'den itibaren bütünleşik bir otomatik kayıt uygulamasını içerecektir. Çalışanlar emeklilik planına dâhil olduğunun kendisine bildirildiği tarihi takip eden 2 ay içinde sözleşmeden cayma hakkına sahiptir. Çalışanın emeklilik planından ayrılması halinde ödenmiş olan katkı payları, varsa yatırım gelirleriyle birlikte 10 gün içinde iade edilecektir. Çalışan nüfusun sisteme katılımını teşvik etmek için çalışanlar,

ödedikleri katkı paylarının yüzde 25'i kadar ek bir tutarı emeklilik hesaplarına devlet katkısı olarak alacaktır. Türkiye'deki çalışanların sistemde kalması için ek teşvikler de sağlanmaktadır.

	2016 sonu
Katılımcılar	6.627.025
Emeklilik Yatırım Fonları (TL)	53.409.391.715
Devlet Katkısı Fonları (TL)	7.438.179.620
Aracılar	39.680
Emeklilik şirketleri	18

2016 sonu itibarıyla 7,8 milyon sözleşme yürürlüktedir. Katılımcı sayısı yıllık olarak yüzde 10 kadar artış göstererek 6,6 milyonu geçmiştir. Aynı dönemde fonların toplam net varlık değeri yüzde 24 artarak 53,4 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi (Temmuz, 2017)

Kutu 4.15: Türkiye Yatırım Fonları

Yatırım fonları, kanun hükümleri uyarınca tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, SPK Tebliği'nde belirtilen varlıklar ve işlemlerden oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından içtüzük ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığını ifade eder.

Şemsiye fon, katılma payları tek bir içtüzük kapsamında ihraç edilen tüm fonları kapsayan yatırım fonudur. Yatırım fonlarının bir şemsiye fon şeklinde kurulması zorunludur. Şemsiye fonlar, Tebliğ'de belirtilen on türden biri olarak kurulabilir. Yatırım fonlarının portföy büyüklüklerine göre fon tiplerinin dağılımına bakıldığında "Borçlanma Araçlarına Yatırım Fonları" ve "Para Piyasası Fonları", 2016 sonu itibarıyla yatırım

fonlarının toplam portföy büyüklüğünün yüzde 82'sini oluşturmaktadır. Borçlanma aracı fonlarında fon net varlık değerinin en az yüzde 80'i kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırılmaktadır. Para piyasası fonları, portföyünün tamamı devamlı olarak, vadesine en fazla 184 gün kalmış likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan ve portföyünün günlük olarak hesaplanan ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonları kapsayan araçlara yatırılmaktadır.

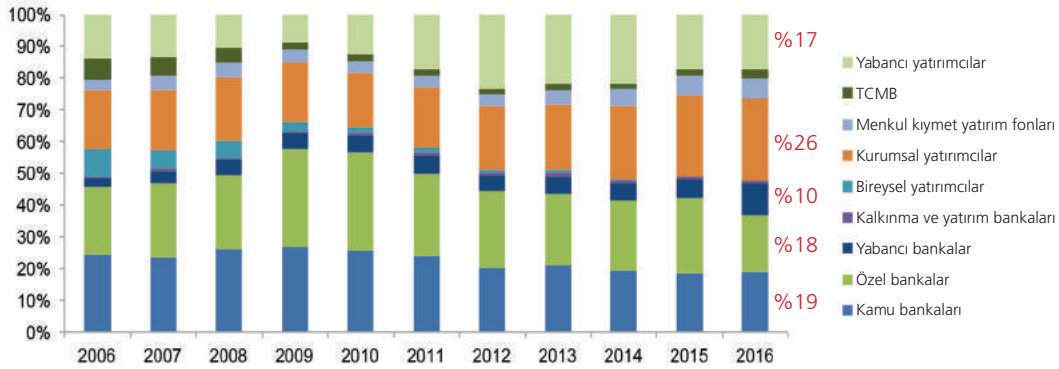
	2016 sonu
Yatırım Fonları (milyar TL)	43.755,33
Yatırım Fonları (sayı)	433
Yatılımcılar	3.089.530

Fonların toplam net varlık değeri, yıllık olarak yüzde 12 artarak 43,75 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Kaynak: SPK (2016)

Yerli kurumsal yatırımcı tabanının (sigorta şirketleri, emeklilik fonları, yatırım fonları ve diğer kolektif yatırım planları) küçük olması nedeniyle devletin iç borçlarının finansmanı büyük oranda şirketlerden, finans kuruluşlarından ve yabancı yatırımcılardan karşılanmaktadır. Sonuç olarak kısa-orta vadedeki istah, Türkiye’de ihraç edilen borçlanma senetlerinin vade profilini (ortalama 5 yıldan az) belirlemektedir. Hükümetin/şirketlerin uzun vadeli finansman gereksinimleri ile eşleşecek uzun vadeli varlıklara sahip olan BDFAK’ların (örneğin emeklilik fonları, varlık fonu yöneticileri, sigorta/tekâfül işletmeleri) katılımının artması, uzun vadeli araçların ihracatını kolaylaştıracaktır. Grafik 4.51’de Türkiye’nin devlet iç borçlanma senetlerine yatırım yapan yatırımcıların kategorileri gösterilmektedir.

Grafik 4.51: Devlet İç Borçlanma Senetleri Sahiplerinin Sınıflandırılması (2006-2016)

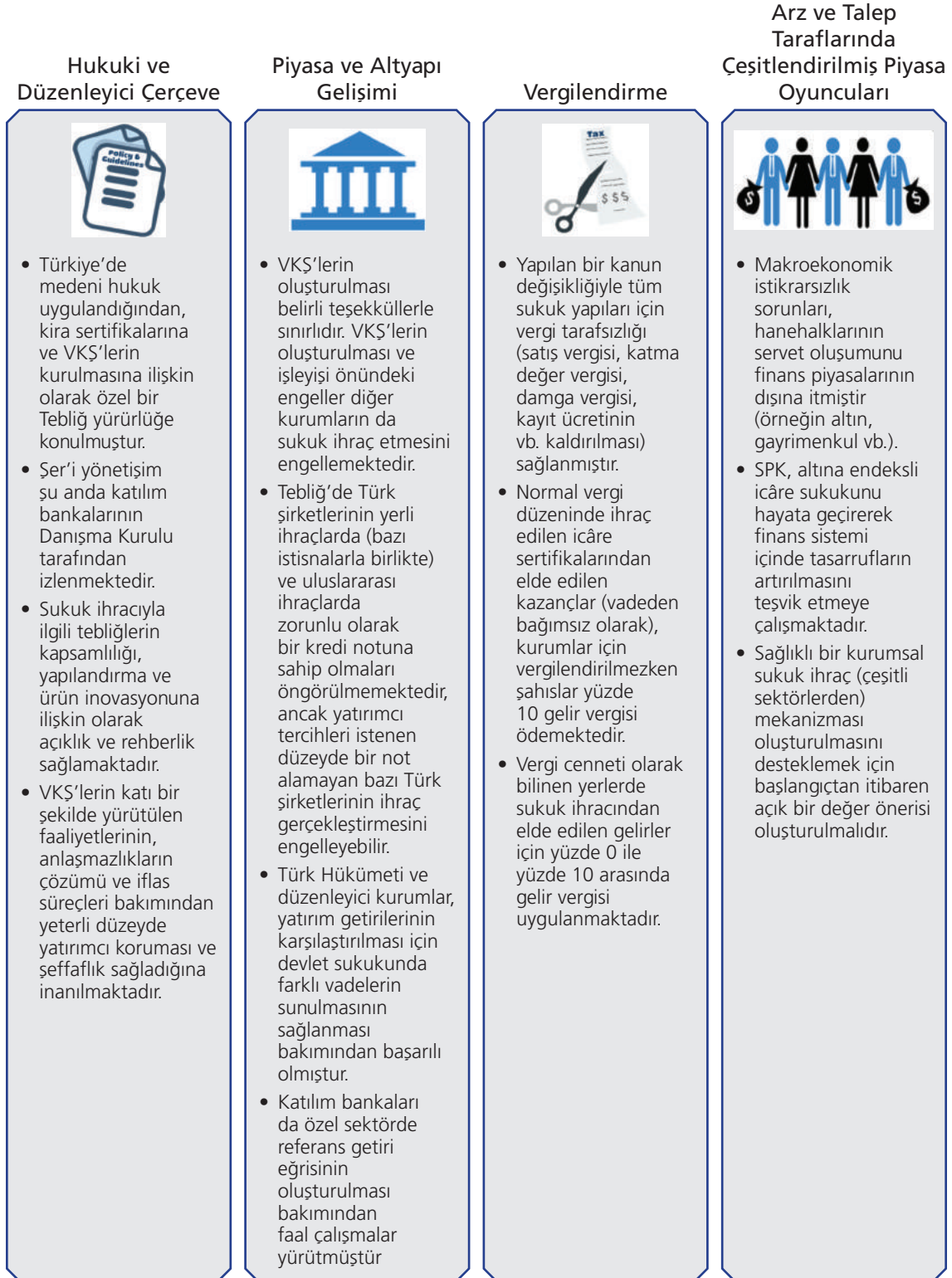


Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

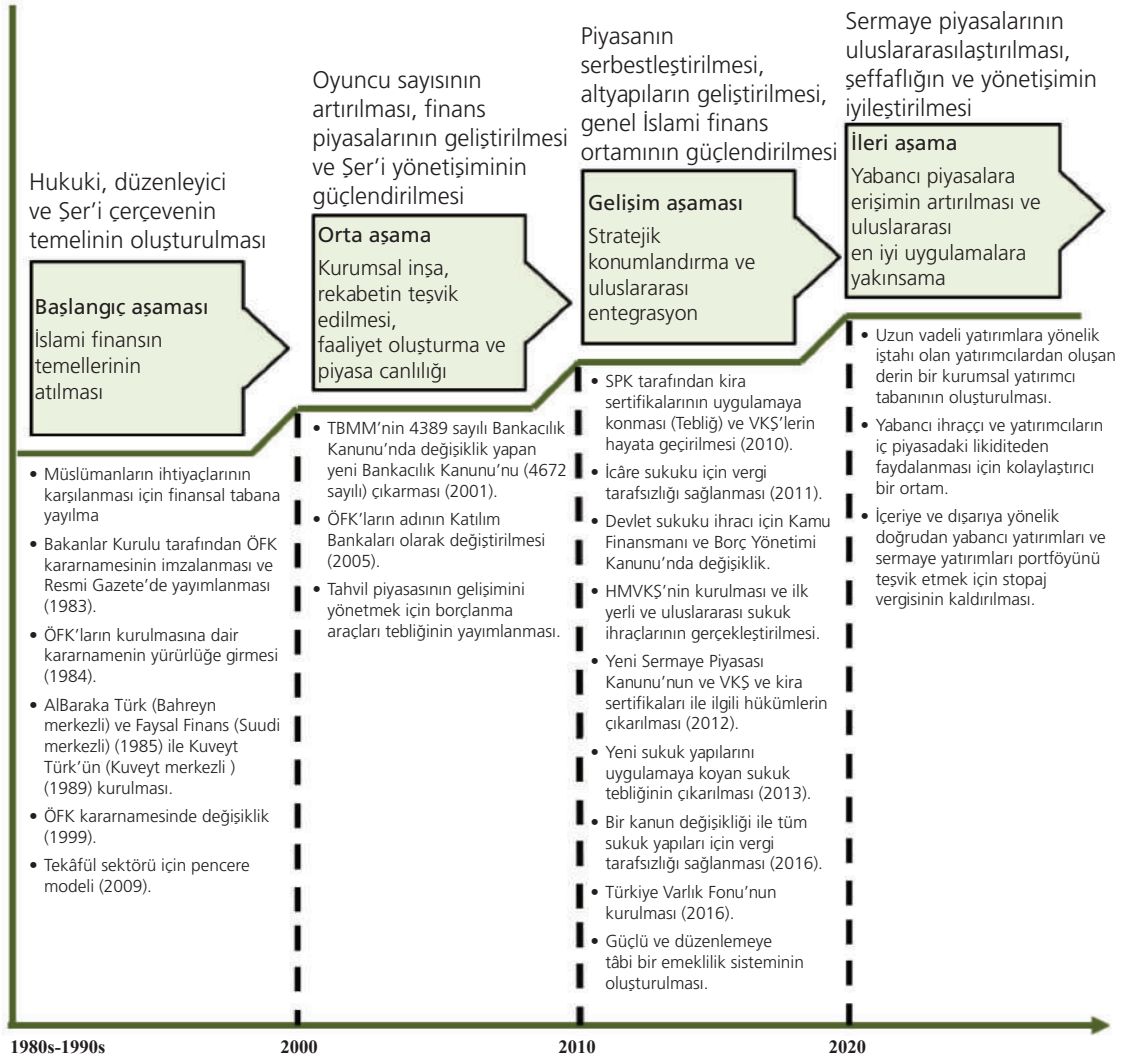
4.5.4 TÜRKİYE SUKUK PİYASASININ TEMELİNİ OLUŞTURAN FAKTÖRLER

Türkiye sukuk piyasası, ağırlıklı olarak devlet tarafından yapılan ihraçlar ve katılım bankaları sayesinde büyümektedir. Şekil 4.16’da görüldüğü gibi bu alanda gerçekleştirilen uyumlu çalışmalar, Türkiye’nin bütçe açıklarının finanse edilmesinin ve katılım bankalarının finansman gereksinimlerinin karşılanmasını desteklemek için ülkenin sukuk piyasasının uygulanabilir finansman çözümlerine yönelmesi bakımından gelişimine zemin hazırlamaktadır. Ancak, daha fazla özel sektör ihraççısının piyasaya çekilmesi amacıyla sukukun cazibesini artırmak için ek tedbirlerin uygulanması gerekmektedir.

Sukuk piyasasının 2010’da faaliyete geçmesinden beri Türkiye, küresel sukuk ihraçlarına katkı bakımından övgüye değer bir gelişme kaydetmiştir. Ancak, sukuk sektörünün gelişiminin hızlandırılması bakımından hâlâ iyileşme sağlanabilir. Şekil 4.17’de ekonomik kalkınmanın finanse edilmesinde bir finansman alternatifi olarak kaydedilen gelişmenin aşamaları ve büyüme potansiyeli gösterilmektedir.

Sekil 4.16: Türkiye Sukuk Piyasasının Gelişimine Zemin Hazırlayan Temel Faktörler

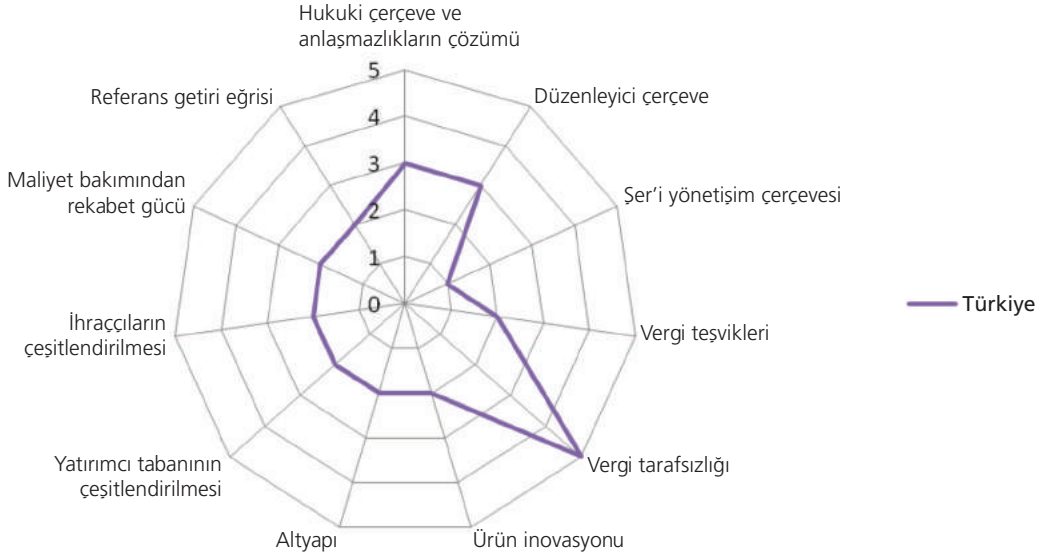
Kaynaklar: RAM ve ISRA

Şekil 4.17: Türkiye Finans Sektörüne İslami Finansın Dâhil Edilmesinin Aşamaları


Kaynaklar: RAM ve ISRA

4.5.5 ÜLKEYE ÖZEL TAVSİYELER

Türkiye'ye özel tavsiyeler hazırlanırken, Grafik 4.52'de gösterildiği gibi sukuk piyasasının karşı karşıya olduğu sorunlar gözden geçirilmiştir. Türkiye, vergi tarafsızlığında en iyi puana sahipken diğer faktörlerin geliştirilmesi gerekmektedir. Tablo 4.25 ve 4.26'da sukuk arzı ve talebini artıracakı öngörülen bir ekosistemin oluşturulmasında kaydedilen ilerlemeyi desteklemeye yönelik temel tavsiyeler sunulmaktadır.

Grafik 4.52: Türkiye Sukuk Piyasasının Gelişimini Etkileyen Faktörler


Kaynaklar: RAM ve ISRA

Tablo 4.25: Talebi (Alım Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler

Sorunlar ve güçlükler	Talep (alım tarafı) fırsatları
Sermaye piyasası aracılığı hâlâ önemsiz düzeydedir.	Makroekonomik istikrarsızlık (yani yerel para birimindeki oynaklık, yüksek enflasyon oranı), hanehalklarının tasarruflarını maddi olmayan varlıklara (örneğin altın, gayrimenkul) ve dövizle yatırımlarına yol açmaktadır. Hükümet, kurumsal fonların oluşturulmasında uygun bir rol oynamaktadır. Mevcut piyasa koşulları göz önünde bulundurulduğunda zaman alacak olan yerli finansal sistem içinde servet oluşumu için uyumlu çalışmalar yürütülmelidir.
İhraç edilen tahviller 3 ile 5 yıl arasında vadeye sahiptir.	Sermaye piyasaları, uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılayacak uzun vadeli fonlar için aracılık yapılmasına olanak tanır. Proje bazlı sukuk ile finansman sağlamak için DT'ler veya DBŞ'ler arasından uygun adayların belirlenmesi, diğer kurumsal ihraçları desteklemek için gereken referans getiri eğrilerinin oluşturulmasını sağlayabilir.
Bireysel yatırımcılar altın ve gayrimenkule yatırım yapmayı tercih etmektedir.	Hükümetin, DT'lerin ve şirketlerin altyapı projeleriyle bağlantılı perakende sukuk ihraç etmesinin teşvik edilmesi. Türkiye'nin dini fonlarından (hac fonu, zekât, vakıf) hükümetin altyapı projelerinin doğrudan finansmanı ile bağlantılı finansman ile faydalanmak için yeni ürünlerin oluşturulması.

Stopaj vergisi	2011 tarihli Vergi Affı Kanunu kapsamında VKŞ'ler, kira sertifikalarına dayanak olarak gösterilen varlıkların devri için uygulanan katma değer vergisinden, varlıkların devir işlemine ilişkin damga vergisinden, tapu senedi devrinden kaynaklanan harç ve ücretlerden ve kurumlar vergisinden muaftır. Bu, en az 5 yıl vadeli borçlanma senetlerine ilişkin olarak stopaj vergisinin uygulanmamasını da içermektedir. Kira sertifikalarına uygulanan stopaj vergisinin kaldırılması, Türkiye'nin sermaye piyasalarına daha fazla yatırımın akmasını sağlayacak ve BDFAK'ların aracılık faaliyetlerini iyileştirecektir.
UP ihraçlar	
Ülkede yerleşik ve yerleşik olmayan gerçek kişi vergi mükelleflerinin kira sertifikası alım-satımından ve kupon ödemelerinden elde ettiği gelirler yüzde 10 vergiye tâbidir.	
YP ihraçlar	
Bir yıl vadeli olarak vergi cenneti bölgelerinden ihraç edilen kira sertifikalarından kazançlar	
Bir ile üç yıl vadeli olarak vergi cenneti bölgelerinden ihraç edilen kira sertifikalarından kazançlar	%7
Üç ile beş yıl vadeli olarak vergi cenneti bölgelerinden ihraç edilen kira sertifikalarından kazançlar	%3
Beş yıla kadar vadeli olarak vergi cenneti bölgelerinden ihraç edilen kira sertifikalarından kazançlar	%0

Kaynaklar: RAM ve ISRA

Tablo 4.26: Arzı (Satış Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler

Sorunlar ve güçlükler	Arz (satış tarafı) fırsatları
Katılım bankalarının likidite yönetimine ilişkin yatırım araçlarının azlığı, eşit olmayan şartların oluşmasına yol açmıştır.	Katılım bankalarının artan talebi, devlet ihraçları ve kurumsal ihraçlarla karşılanabilir. DT'lerin, DBŞ'lerin ve büyük ve köklü şirketlerin teşvik edilmesi için çalışmalar yürütülmelidir. Kamu hizmetleri (örneğin telekomünikasyon, elektrik, su, enerji) veren şirketler veya altyapı projeleri gerçekleştiren şirketlere (örneğin belediye şirketleri) odaklanılmalıdır.
Sermaye piyasaları üzerindeki kısıtlamalar.	Aşağıdakilere olanak tanımak için düzenlemeler revize edilmeli: Türkiye'de faaliyet gösteren çok uluslu şirketlerin TL biriminde tahvil ihraçları gerçekleştirmesi. Türk finans kuruluşlarının yabancı para birimlerinde borç vermesine izin verildiğinden iç tahvil piyasasında yabancı para birimlerinde tahviller ihraç edilmesi.

Kaynaklar: RAM ve ISRA

4.6 HONG KONG

4.6.1 HONG KONG SERMAYE PİYASALARINA GENEL BAKIŞ

Hong Kong, başta Çin olmak üzere Asya'dan ve dünyanın diğer ülkelerinden küresel yatırımcılara bir platform sağlayan güçlü sermaye piyasalarına sahiptir. Hong Kong özellikle (i) canlı bir uluslararası tahvil piyasasına sahip küresel bir finans merkezi ve hisse senedi yatırımlarında dünya lideri, (ii) uluslararası bir varlık yönetim merkezi ve (iii) renminbi (RMB) biriminde vergi cenneti nitelikli küresel bir iş merkezi olarak tanınmaktadır (Hong Kong: Çin'in Küresel Finans Merkezi).

En yüksek Finansal Gelişim Endeksi puanına sahip olan Hong Kong, dünyanın önde gelen uluslararası finans merkezlerinden (UFM) biridir. Dünyanın en rekabetçi ve en serbest ekonomiye sahip bölgesi olmanın gururunu yaşamaktadır. Kutu 4.16'da Hong Kong'un çeşitli uluslararası raporlarda sahip olduğu yüksek konum açıklanmaktadır.

Kutu 4.16: Hong Kong Dünyada İlk 5 UFM Arasında

Hong Kong 2017'de Londra ve New York'un altında ve Asya'da Singapur'un üstünde yer alarak en iyi üçüncü UFM olmuştur. Aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi çeşitli raporlara göre son 10 yılda (2007-2017), üçüncü ve dördüncü sıralar için Singapur ile ve beşinci sıradaki Tokyo ile rekabet etmektedir.

Sıralama	2017 Küresel Finans Merkezleri Endeksi 22	Finansal Gelişmişlik Endeksi 2012	2017 Ekonomik Özgürlük Endeksi	Dünyada Ekonomik Özgürlük: 2017 Yıllık Raporu 2017 Yıllık Raporu	Dünya Bankası İş Yapma Endeksi 2017	IMD Dünya Rekabet Gücü Yıllığı 2017
1	Londra	Hong Kong	Hong Kong	Hong Kong	Yeni Zelanda	Hong Kong
2	New York	Amerika Birleşik Devletleri	Singapur	Singapur	Singapur	İsviçre
3	Hong Kong	Birleşik Krallık	Yeni Zelanda	Yeni Zelanda	Danimarka	Singapur
4	Singapur	Singapur	İsviçre	İsviçre	Hong Kong	Amerika Birleşik Devletleri
5	Tokyo	Avustralya	Avustralya	İrlanda	Kore	Hollanda

Kaynaklar: The Global Financial Centres Index 22 (2017), Financial Development Index (2012), Index of Economic Freedom (2017), Economic Freedom of the World: Yıllık Faaliyet Raporları (2017), World Bank Doing Business Report (2017), World Competitiveness Yearbook (2017)

2017'de Küresel Finans Merkezleri Endeksi'nde Hong Kong, iş ortamı, beşerî sermaye, altyapı ve finansal gelişmişlik alanlarında dünyadaki en rekabetçi üçüncü finans merkezi, itibar bakımından ise ikinci finans merkezi olmuştur. Ayrıca aşağıdaki tablolarda görüldüğü gibi bankacılık, yatırım yönetimi, sigortacılık, profesyonel hizmetler ve hükümet ve düzenleyici kurumlar alanlarında en iyi 5 UFM arasında yer almıştır.

Rekabet Gücü Alanları					
Sıralama	İş Ortamı	Beşerî Sermaye	Altyapı	Finansal Gelişmişlik	İtibar
1	Londra	Londra	Londra	Londra	Londra
2	New York	New York	New York	New York	Hong Kong
3	Hong Kong	Hong Kong	Hong Kong	Hong Kong	Singapur
4	Singapur	Singapur	Singapur	Singapur	New York
5	Şanghay	Şanghay	Şanghay	Şanghay	Tokyo

Kaynak: The Global Financial Centres Index 22 (2017:8)

Sektör Alt Endeksleri					
Sıralama	Bankacılık	Yatırım Yönetimi	Sigortacılık	Profesyonel Hizmetler	Hükümet ve Düzenleyici Kurumlar
1	Londra	Londra	Şanghay	Londra	Londra
2	New York	New York	Hong Kong	New York	New York
3	Hong Kong	Hong Kong	New York	Hong Kong	Singapur
4	Singapur	Singapur	Londra	Singapur	Hong Kong
5	Şanghay	Şanghay	Singapur	Şanghay	Pekin

Kaynak: The Global Financial Centres Index 22 (2017: 30)

Yüzyılı aşkın süredir Hong Kong, Anakara Çin için bir geçit görevi görmektedir. Uluslararası finansa öncü olan Hong Kong, yatırımcılara Çin'in farklı piyasa segmentlerine ve artan refahına erişim imkânı sağlamak için sofistike finansal altyapısına güvenmektedir. Örneğin, Çin'in gayrimenkul piyasasına erişim sağlamak isteyen yatırımcılar, Anakara Çin'deki gayrimenkullere ilişkin risklerle Hong Kong'da kote olmuş GYO'lardan faydalanabilir. Dolayısıyla, Anakara Çin ve Asya'daki refahı artan yatırımcılar için varlık yönetim merkezi olarak görev görür. Hong Kong, 2017 Küresel Finans Merkezi Endeksi'nde yatırım yönetimi alanında Londra ve New York'un ardından üçüncü sırada yer almıştır.

Hong Kong'un uluslararası tahvil piyasası, canlı faaliyetleri ve küresel ihracçıları ile bilinmektedir. Hem yerli hem de yabancı para birimlerinde yerli ve uluslararası ihracçı ve yatırımcılara açık erişim imkânı sunmaktadır. Dim sum tahviller olarak da bilinen RMB birimindeki tahvil ihracı giderek daha fazla önem kazanmaktadır ve Hong Kong'u Asya'daki en çok tercih edilen uluslararası tahvil piyasalarından biri haline getirmektedir (Cbonds Finans Verileri). Ayrıca Hong Kong, kendi içinden, Anakara Çin'den ve dünyanın farklı yerlerinden hükümetler, şirketler ve finans kuruluşları gibi ihracçıları çeken bir RMB tahvil piyasası oluşturmuş Çin dışı ilk bölgedir. Kutu 4.17'de görüldüğü gibi GSYH'sine göre Hong Kong'un tahvil piyasası 2016 sonu itibarıyla Asya tahvil piyasaları arasında Japonya, Güney Kore, Malezya, Singapur ve Tayland'ın ardından yedinci sırada yer almaktadır. Grafik 4.53'te Hong Kong'da devlet teşekkülleri, yarı devlet teşekkülleri ve şirketler tarafından gerçekleştirilen ve 2006'da 43,8 milyon ABD doları düzeyindeyken 2016'da 414,7 milyon ABD doları seviyesine ulaşan tahvil ihracı gösterilmektedir.

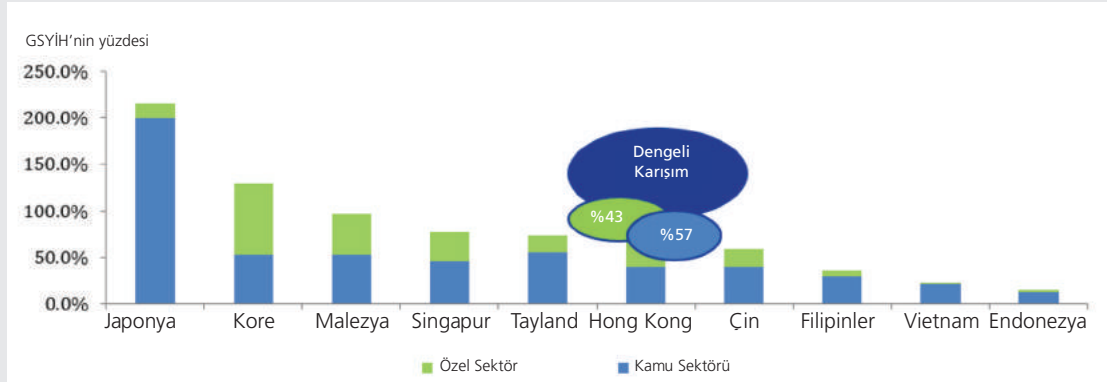
Kutu 4.17: 2016 sonu itibarıyla Seçilen Asya Borç Piyasalarının Hacmi (milyar ABD doları)

Hong Kong'un tahvil piyasasının gelişimi

Yıllar içinde tahvil ihracının istikrarlı büyümesi, Hong Kong'un tahvil piyasasının sağlıklı gelişimini göstermektedir. Hong Kong'daki geniş yatırımcı tabanı, daha fazla ihracçıyı yerli borç piyasasını kullanarak finansman ölçeklerini genişletmeleri için cezbetmektedir. Piyasa, hem yerli hem de yabancı para birimlerinde yerli ve uluslararası ihracçı ve yatırımcılara açık erişim imkânı sunmaktadır. Hong Kong Para Kurumu (HKMA), kurumsal tahvil ihracılarını ve enflasyona endeksli bireysel tahvil (i-Tahvil) ve 65 yaş ve üzeri Hong Konglulara yönelik enflasyona endeksli Gümüş Tahvili gibi bireysel ihracıları içeren Devlet Tahvili programıyla yerli tahvil piyasasının sürdürülebilir gelişimini desteklemeye devam etmektedir. Hong Kong'un dolar tahvilleri dışında, 2016 itibarıyla iki adet ABD doları biriminde sukuk ihracı da tedavüldedir.

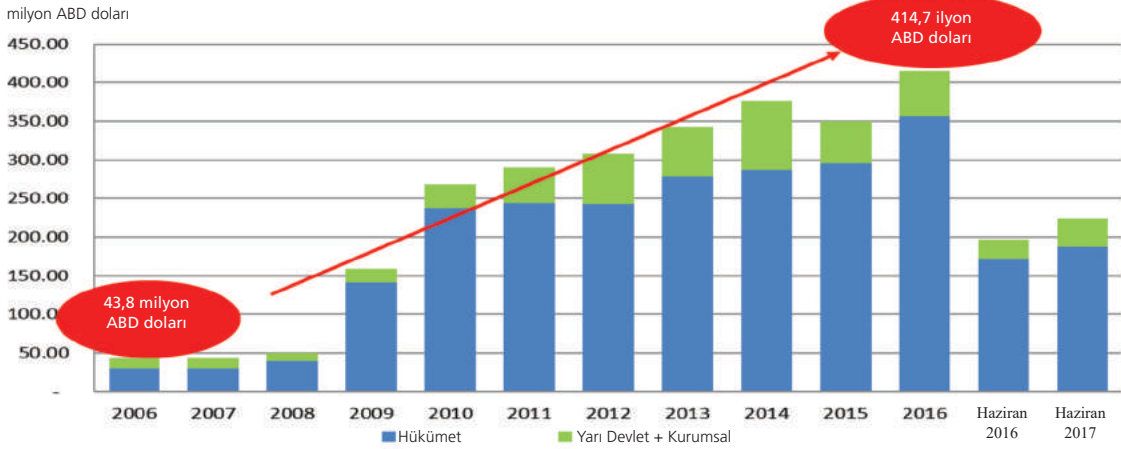
	Kurumsal tahvil piyasası	Devlet tahvili piyasası	Toplam
Japonya	670,8	8.965,8	9.636,6
Çin	2.155,0	4.974,0	7.129,0
Kore	1.010,9	702,0	1.713,7
Tayland	81,5	221,5	303,0
Malezya	119,0	141,2	260,2
Singapur	99,0	137,0	236,0
Hong Kong	97,0	133,0	230,0
Endonezya	23,0	139,0	163,0
Filipinler	18,0	80,0	98,0
Vietnam	2,0	42,0	44,0

Seçilen borç piyasalarının GSYH'ye göre hacmi (2016 sonu itibarıyla)



Kaynak: Asian Bonds Online

Grafik 4.53: Hong Kong'daki Tahvil İhraçları (2006-Haziran 2017)



Kaynak: Bloomberg

Temmuz 2017’de Hong Kong ve Anakara Çin arasında tahvil piyasalarının gelişimini desteklemek için Tahvil Bağlantısı (Bond Connect) oluşturulmuştur. Tahvil Bağlantısı, Anakara Çin’den ve yurt dışından yatırımcıların, Çin ve Hong’un ilgili finansal altyapı kuruluşları arasındaki bağlantılarla birbirlerinin tahvil piyasalarında işlem yapmasına olanak tanıyan yeni bir karşılıklı piyasa erişim programıdır. Tahvil Bağlantısı’nın yurt dışındaki yatırımcıların Hong Kong’dan normal vergi düzeninde ihraç edilen tahvillerle işlem yapmasına olanak tanıyarak Hong Kong’un Anakara Çin’e açılan finansal menkul kıymetler geçidi olarak pozisyonunu güçlendirmesi beklenmektedir. Hong Kong 2014’ten beri aktif bir şekilde sukuk ihraç etmesi ve Şubat 2017’de 10 yıl vadeli bir sukuk ihracı gerçekleştirmesi nedeniyle, Tahvil Bağlantısı ayrıca Hong Kong’un küresel bir İslami finans merkezi olma yoluna açılan bir kapı da olabilir.

UNCTAD Dünya Yatırım Raporu 2017’de, Hong Kong’u doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) için çok cazip bir pazar olarak nitelendirilmiştir. 2016’da Hong Kong’a gelen küresel DYY 108 milyar ABD doları olmuş ve Hong Kong bu alanda Anakara Çin’in (134 milyar ABD doları) ardından dünyada dördüncü sırada yer almıştır. Ayrıca Tablo 4.27’de görüldüğü gibi Haziran 2017 sonu itibarıyla piyasa değeri bakımından Hong Kong, dünya borsaları arasında yedinci ve Asya borsaları arasında üçüncü sırada yer almaktadır.

Tablo 4.27: Dünyanın En İyi Borsalarının Piyasa Değeri

	Dünya Sıralaması	Asya Sıralaması	Piyasa Değeri (milyar ABD doları)
ABD (NYSE Euronext)	1		20.658,99
ABD (Nasdaq)	2		8.745,95
Japonya (Japan Exchange Group)	3	1	5.501,98
Çin (Şanghay)	4	2	4.536,96
Avrupa (NYSE Euronext)	5		4.034,23
BK (London Stock Exchange Group)	6		4.004,81
Hong Kong	7	3	3.674,30
Çin (Şenzen)	8	4	3.347,50
Kanada (Toronto)	9		2.128,06
Almanya (Deutsche Borse)	10		1.993,80

Kaynak: Bloomberg, World Federation of Exchanges (WFE)

Aralık 2016’da Hong Kong, Anakara Çin ile ikinci bağlantısı olan Borsa Bağlantısı’nı (Stock Connect) hayata geçirmiştir. O zamandan beri hisse senetlerinde daha yüksek işlem hacmi kaydedilmektedir. 2017’nin 1. çeyreğinde ilk halka arz sayısı son 20 yıldaki en yüksek değerine ulaştığından (KPMG, 2017) ve bu, birincil piyasaya olan güçlü talebi gösterdiğinden, Borsa Bağlantısı’nın Hong Kong Borsası’nı güçlendirdiği söylenebilir. Bu program, Hong Kong’a Çin ile dünyanın geri kalanı arasındaki “süper bağlantı noktası” olma fırsatı vermektedir.

Genel olarak Hong Kong, büyüklüğü ve nüfusuna kıyasla çok daha büyük bir finans sektörüne sahip olan güçlü bir UFM’dir ve ayrıca ekonomisine uluslararası şirketler hakimdir. Hong Kong, uluslararası ihraççıları ve yatırımcıları çekmek için özellikle Anakara Çin için piyasa erişimini kolaylaştıran bölgesel bir merkez görevi görerek sermaye piyasalarını geliştirmeye odaklanmaktadır. Tablo 4.28’de Hong Kong’un dünyadaki ve Asya’daki konumu özetlenmektedir.

Tablo 4.28: Hong Kong'un Seçilen Alanlardaki Finansal Konumu

	Dünya Sıralaması	Asya Sıralaması
Uluslararası finans merkezi*	3	1
Borsa**	7	3
Tahvil piyasası***	-	7

* Kaynak: Global Financial Centres Index (2017)

** Haziran 2017 sonu itibarıyla piyasa değerine göre

*** Kaynak: Asian Bonds Online, RAM

4.6.2 HONG KONG SUKUK PİYASASININ GELİŞİMİ

Hong Kong, İslami finansın 2000'lerin ortasında sahip olduğu yüksek potansiyeli önceden görmüştür. Daha sonra İSP'nin gelişimini teşvik etmek için bir UFM ve birinci sınıf varlık yönetim merkezi olarak güçlü yanlarından faydalanmaya çalışmıştır. Hong Kong nispeten küçük bir İslami topluluğa (PEW Araştırma Forumu 2009'a göre toplam nüfusunun yalnızca yüzde 0,1'i) sahip olduğundan toplu İslami finans faaliyetlerine girişme stratejisi tamamen bilinçli bir şekilde oluşturulmuştur. Bu durum, tüm sermaye piyasalarını genişletme stratejisiyle uyumlu bir stratejiydi. Hong Kong bir UFM olarak finansal ürün ve hizmetlerini çeşitlendirerek pozisyonunu pekiştirmek istemektedir. Diğer yandan, finansal aracılıkta temel güçlü niteliklere sahip olan uluslararası finansa öncü bir pazar olarak Çin, Orta Doğu ve dünyanın diğer yerlerinden yatırımcıları ve fon toplayıcıları sukuk platformu aracılığıyla bir araya getirerek fon toplama ve yatırım ihtiyaçları eşleştirmeyi amaçlamaktadır. Anakara Çin ile olan bağlantısından faydalanan Hong Kong, Çinli ihraççıların uluslararası piyasalara erişim sağlamalarına ve İslami yatırımcı tabanlarını genişletmelerine yardımcı olmak için bir sermaye toplama merkezi rolü oynamaktadır. Aynı zamanda, Orta Doğu ve diğer bölgelerden yatırımcılara Anakara Çin ve diğer Asya ülkelerinin hızlı ekonomik büyümesine katılmaları için fırsatlar sunmayı amaçlamaktadır. Bir UFM olarak geleneksel piyasada bir finansal aracı olarak görev yapmaktadır. İslami finansı geliştirmeye yönelik çalışmalarıyla Hong Kong, İslami finans piyasasına hizmet etmek için rekabet üstünlüğünü daha da artıracaktır.

Tablo 4.29'da Hong Kong Hükümeti'nin İSP'sini ve özellikle de sukuk piyasasını geliştirmek için yürüttüğü çalışmaların kısa bir özeti sunulmaktadır.

Tablo 4.29: Hong Kong'un İSP/Sukuk Piyasasının Gelişimi

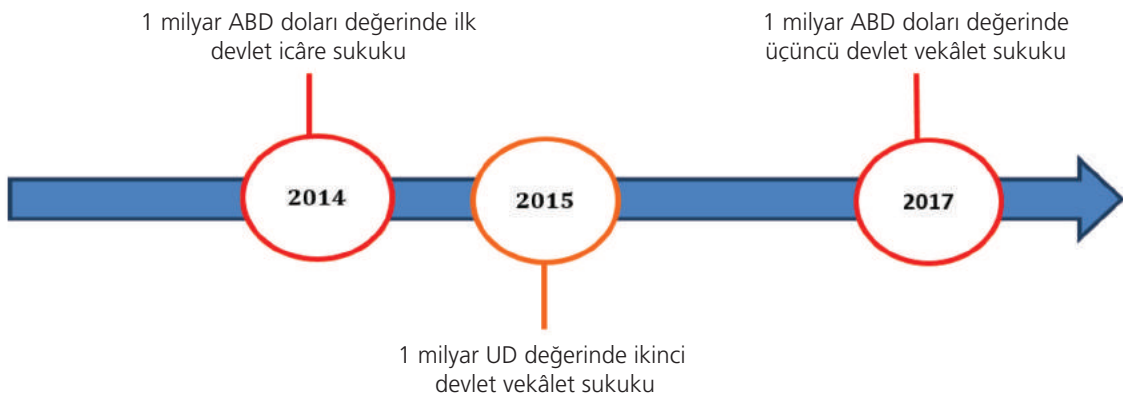
Yıl	Açıklama
2007	- Hong Kong Özel İdari Bölgesi Başkanı, 2007-2008 Politika Değerlendirmesi'nde İslami finansın yüksek potansiyelinden bahsetmiş ve Hükümet'in Hong Kong'da bir İslami finans platformu oluşturmak için bu yeni İslami finans gelişim trendinden faydalanma hedefini vurgulamıştır. Bu, küresel bir finans merkezi olarak Hong Kong'un pozisyonunu daha da pekiştirmeye yöneliktir. Özellikle aşağıdaki girişimler belirtilmiştir: - Hong Kong'un finansal hizmetlerinin başlıca İslami ülke ve bölgelere tanıtılması. - Bir İslami tahvil piyasası oluşturulması. - Bu hedeflere ulaşabilmek amacıyla, Hong Kong Para Kurumu (HKMA), finans sektörüyle birlikte, ilgili konuları araştırarak Hong Kong'da İslami borçlanma araçlarının uygulamaya konulmasına yönelik tavsiyelerde bulunmak üzere bir ekip oluşturmuştur (2007-2008 Politika Değerlendirmesi).

2008	• Şer'i uyumlu finans ürünlerinin ve kendi bölgelerinde finansal altyapının geliştirilmesinde işbirliğini teşvik etmek için HKMA ile Dubai Uluslararası Finans Merkezi Kurumu (DIFC Kurumu) arasında 20 Mayıs 2008'de bir Mutabakat Zaptı imzalanmıştır (Basın Açıklaması, HKMA, DIFC Kurumu, 2008).
2009	• Özellikle beşerî sermayenin ve finansal altyapının geliştirilmesi ve sınır ötesi finansal faaliyetlerin teşvik edilmesi bakımından İslami finans alanında işbirliğini güçlendirmek için Eylül 2009'da HKMA ve BNM arasında bir Mutabakat Zaptı imzalanmıştır. • İslami fonların sınır ötesi arzını kolaylaştırmak için Kasım 2009'da Hong Kong Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Komisyonu ile Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu (SC) arasında bir karşılıklı tanıma anlaşması imzalanmıştır.
2013	• Hong Kong Hükümeti ve Hazine Yönetim Kurumu tarafından daha önce gerçekleştirilen bir çalışmada, Hong Kong'da İslami finans işlemlerinin önünde hiçbir önemli hukuki veya düzenleyici engel olmadığı tespit edilmiştir. Ancak, sukuk işlemlerini kolaylaştırmak ve sukuk ile geleneksel tahviller için eşit şartlar oluşturmak için Hong Kong'daki vergi rejiminin gözden geçirilmesi gerekiyordu. • Temmuz 2013'te sukuk ve tahviller için benzer bir vergilendirme çerçevesi oluşturmak için Yasama Konseyi tarafından Yurt İçi Gelirler ve Damga Vergisi Mevzuatı (Alternatif Tahvil Programları) (Değişiklik) Kararnamesi çıkarılmıştır.
2014	• Devlet Tahvili Programı kapsamında sukuk ihracına olanak tanımak için Mart 2014'te Yasama Konseyi tarafından Kredi (Değişiklik) Kararnamesi 2014'ün çıkarılması.

Kaynak: HKMA tarafından yayımlanan konuşmalar ve basın açıklamalarına dayanmaktadır.

Hong Kong'un bir İslami finans platformu oluşturma hedefinin yinelenildiği 2007-2008 Politika Değerlendirmesi'nden kısa bir süre sonra, Dow Jones İslami Piyasası Çin/Hong Kong Titanlar Endeksi'nin performansını izlemek için 2007'de Hong Kong'da yerli bir banka tarafından ilk İslami fon hayata geçirilmiştir. Hong Kong Borsası'nda kote olan Çin ile bağlantılı hisse senetlerini takip etmek için Mayıs 2008'de yeni bir Dow Jones İslami Piyasa Endeksi hayata geçirilmiştir (Lau, 2008). Hükümet sukuk piyasasını canlandırmak için çalışmalar yürütmüş olmasına rağmen bugüne kadar Hong Kong'un İSP'sinde önemli bir faaliyet olmamıştır. Şekil 4.18'de belirtildiği gibi Ekim 2017 itibarıyla Hong Kong Hükümeti 3 tane devlet sukuku ihracı gerçekleştirmiştir.

Şekil 4.18: Hong Kong'un Devlet Sukuku İhraçları (2014-2017)



Kaynak: ISRA

4.6.3 SUKUK YAPILARI, İHRAÇLARI VE YATIRIMLARININ ANALİZİ

Hong Kong hükümeti sukuk piyasasına girerek İslami finans platformunu yerli ve uluslararası ihraççılara ve yatırımcılara sunabilmektedir. İkinci ve üçüncü ihraçları sukuk piyasasında hız kazanılmasını sağlamış ve Hong Kong'un uluslararası ihraççı ve yatırımcıları çekebilecek canlı ve esnek bir sukuk platformuna sahip olduğunu göstermiştir. 2014'te Hong Kong, Birleşik Krallık ve Lüksemburg'un yanında ilk sukuk ihracını gerçekleştiren devletler arasında yer almıştır. Hong Kong 2014'ten beri 2 tane daha uluslararası sukuk ihracı gerçekleştirmiş (2015 ve 2017'de) ve bu ihraçlar başarılı şekilde S&P'den AAA notu alarak çeşitli yatırımcılardan aşırı talep görmüştür. Hong Kong Hükümeti'nin sukuk ihraçlarının detayları Tablo 4.30'da verilmektedir.

Tablo 4.30: Hong Kong Hükümeti'nin Sukuk İhraçlarına Genel Bakış

İhraççı ÖAK	Hong Kong Sukuk 2014 Limited	Hong Kong Sukuk 2015 Limited	Hong Kong Sukuk 2017 Limited
Yükümlü:	Hong Kong ÖİB Hükümeti	Hong Kong ÖİB Hükümeti	Hong Kong ÖİB Hükümeti
Para birimi/format	ABD doları	ABD doları	ABD doları
Yapı	İcâre	Vekâlet	Vekâlet
Sukuk derecelendirmeleri	AAA (S&P) Aa1 (Moody's)	AAA (S&P) Aa1 (Moody's)	AAA (S&P) AA+ (Fitch)
Sukuk varlıkları	Hong Kong'daki 2 ticari gayrimenkulde seçilen birimler.	Varlıkların üçte biri Hong Kong'daki bir ofis binasında seçilen birimlerle, üçte ikisi de Şer'i uyumlu mallarla desteklenmektedir.	Varlıkların üçte biri Hong Kong'daki bir ofis binasında seçilen birimlerle, üçte ikisi de Şer'i uyumlu mallarla desteklenmektedir.
Gelirlerin kullanımı	Satın alma anlaşması uyarınca varlıkların satın alma bedeli olarak. FSI'nın elde ettiği gelirler Tahvil Fonu'na (Kamu Finansmanı Kararnamesi (Bölüm 2) madde 29 kapsamında 8 Temmuz 2009'da çıkarılan karar (Bölüm 2S) uyarınca kurulan) yazılacak, oradan da Borsa Fonu'na aktarılacaktır.	En az yüzde 34'ü Satın Alma Anlaşması uyarınca kira varlıkları için satın alma bedeli olarak, en az yüzde 66 olmak üzere kalanı da murâbaha sözleşmesi uyarınca HKÖİB Hükümeti'ne satılacak malların edinilmesi için. FSI'nın elde ettiği gelirler Tahvil Fonu'na (Kamu Finansmanı Kararnamesi (Bölüm 2) madde 29 kapsamında 8 Temmuz 2009'da çıkarılan karar (Bölüm 2S) uyarınca kurulan) yazılacak, oradan da Borsa Fonu'na aktarılacaktır.	En az yüzde 34'ü Satın Alma Anlaşması uyarınca kira varlıkları için satın alma bedeli olarak, en az yüzde 66 olmak üzere kalanı da murâbaha sözleşmesi uyarınca HKÖİB Hükümeti'ne satılacak malların edinilmesi için. FSI'nın elde ettiği gelirler Tahvil Fonu'na (Kamu Finansmanı Kararnamesi (Bölüm 2) madde 29 kapsamında 8 Temmuz 2009'da çıkarılan karar (Bölüm 2S) uyarınca kurulan) yazılacak, oradan da Borsa Fonu'na aktarılacaktır.
Vade	5 yıl	5 yıl	10 yıl
İhraç tarihi	11 Eylül 2014	3 Haziran 2015	28 Şubat 2017
Vade dolum tarihi	11 Eylül 2019	3 Haziran 2020	28 Şubat 2020
Miktar	1 milyar ABD doları	1 milyar ABD doları	1 milyar ABD doları

Sipariş defteri	Alınan 4,7 milyar ABD doları tutarındaki siparişle 4,7 kat fazla talep.	Alınan 2 milyar ABD doları tutarındaki siparişle 2 kat fazla talep.	Alınan 1,72 milyar ABD doları tutarındaki siparişle 1,72 kat fazla talep.
Kotasyon	Hong Kong Borsası Bursa Malaysia (Malezya Borsası) Nasdaq Dubai/DFM	Hong Kong Borsası Bursa Malaysia (Malezya Borsası) Nasdaq Dubai/DFM	Hong Kong Borsası Malezya Borsası (Muafiyet Rejimi) Nasdaq Dubai
Düzenleyenler	CIMB Islamic HSBC Abu Dabi Ulusal Bankası Standard Chartered	CIMB Islamic HSBC Abu Dabi Ulusal Bankası Standard Chartered	CIMB Islamic HSBC Abu Dabi Ulusal Bankası Standard Chartered
Danışmanlar	Allen & Overy Norton Rose Fulbright	Linklaters	-
Yatırımcıların coğrafi dağılımı	Orta Doğu (%36), Asya (%47), Avrupa (%6), ABD (%11)	Orta Doğu (%42), Asya (%43), Avrupa (%15)	Orta Doğu (%25), Asya (%57), Avrupa (%18)

Kaynaklar: 2014, 2015 ve 2017 yıllarındaki devlet sukuku ihraçlarının izahnameleri, sukuk.com

Sukuk Yapılarının Analizi

2017 itibarıyla Hong Kong, her biri 1 milyar ABD doları tutarında 3 sukuk ihracı gerçekleştirmiştir. İlk sukukun yapısı, ihraç tutarının en az yüzde 100'ü bedelinde maddi varlıkların dayanak olarak gösterilmesini gerektiren icâre kavramına dayalıdır. Finansman maliyetinin çok yüksek olması nedeniyle bu Hong Kong için bir sorun olmuştur. Dolayısıyla ikinci ve üçüncü sukukta, daha az maddi varlık kullanılan vekâlet yapısına geçilmiş ve sonuç olarak daha düşük finansman maliyeti sağlanmıştır. Varlıkların üçte biri Hong Kong'daki bir ofis binasında seçilen birimlerle, üçte ikisi de Şer'i uyumlu mallarla desteklenmiştir. Maliye Bakanı'na göre Hükümet, daha az varlığın dayanak olarak gösterildiği vekâlet yapısı biçimindeki bir yapı kullanılarak özel sektördeki potansiyeli ihraççılar için bir referans oluşturmayı ummuştur (South China Morning Post, 2015).

Sukuk İhraçlarının Analizi – Arz (Satış Tarafı)

11 Eylül 2014'te ihraç edilen ilk sukuk 5 yıl vadeliydi ve dünyada 120 kurumsal yatırımcıdan 4,7 milyar ABD doları talep almıştır. Bunların yüzde 36'sı Orta Doğu'dan, yüzde 47'si Asya'dan, yüzde 6'sı Avrupa'dan ve yüzde 11'i ABD'dendi. Yatırımcı türlerine bakıldığında, yüzde 56'sı banka ve özel bankalardan, yüzde 30'u varlık fonları, merkez bankaları ve uluslararası kuruluşlardan, yüzde 11'i fon yöneticilerinden ve yüzde 3'ü sigorta şirketlerinden oluşmaktaydı. Hong Kong, Malezya ve Dubai'de kote olmuştur. Kâr oranı yüzde 2,005'e ulaşmış ve S&P'den AAA notu alınmıştır. Bu sukuk için Hong Kong Sukuk 2014 Limited adlı ÖAK kurulmuştur. Sukukta icâre yapısı kullanılmış ve Hong Kong'da 2 ticari gayrimenkulde seçilen birimler dayanak olarak gösterilmiştir.

İkinci sukuk 3 Haziran 2015'te ihraç edilmiştir. Yine 5 yıl vadeli olan bu sukuk için, dünyada 49 kurumsal yatırımcıdan toplam 2 milyar ABD dolarlık talep alınmıştır. Sukuk yüzde 42'si Orta Doğu'ya, yüzde 43'ü Asya'ya ve yüzde 15'i Avrupa'ya dağıtılmıştır. Yatırımcı türlerine bakıldığında, yüzde 23'ü uluslararası kuruluşlar, merkez bankaları veya varlık fonlarından, yüzde 77'si ise bankalar, özel bankalar ve fon yöneticilerinden oluşmaktaydı. Hong Kong, Malezya ve Dubai'de kote olmuştur. Kâr oranı yüzde 1,894'e ulaşmıştır. Sukukun yapısı vekâlet olarak değiştirilmesine rağmen S&P'den AAA notu almıştır.

Üçüncü sukuk 28 Şubat 2017'de ihraç edilmiş olup Hong Kong'un ilk AAA notlu 10 yıl vadeli devlet sukuku olmuştur. Dünyada 88 kurumsal yatırımcıdan 1,72 milyar ABD dolarlık talep almıştır.

Bunların yüzde 57'si Asya'dan, yüzde 25'i Orta Doğudan ve yüzde 18'i Avrupa'dandı. Yatırımcı türlerine bakıldığında, yüzde 53'ü bankalardan, yüzde 36'sı fon yöneticileri, özel bankalar ve sigorta şirketlerinden, yüzde 11'i varlık fonlarından, merkez bankalarından ve uluslararası kuruluşlardan oluşmaktaydı. Bu sukuk da yarısı daha önceki ihraçlara katılmamış olan yeni yatırımcılar çekmiştir. Bu sukuk, Hong Kong, Malezya ve Dubai'de kote olmuştur. Yine S&P'den AAA notu almıştır. Bu ihraç için Hong Kong Sukuk 2017 Limited adlı ÖAK kurulmuştur. Kâr oranı yüzde 3,132 olarak gerçekleşmiş ve önceki 2 sukukun kâr oranını geride bırakmıştır. Önceki 2 sukukun 5 yıllık vadesi ile karşılaştırıldığında, 10 yıl vadeli üçüncü ihraç getiri eğrisini uzatmış ve iç piyasadaki potansiyel ihraççılar için bir referans görevi görmüştür.

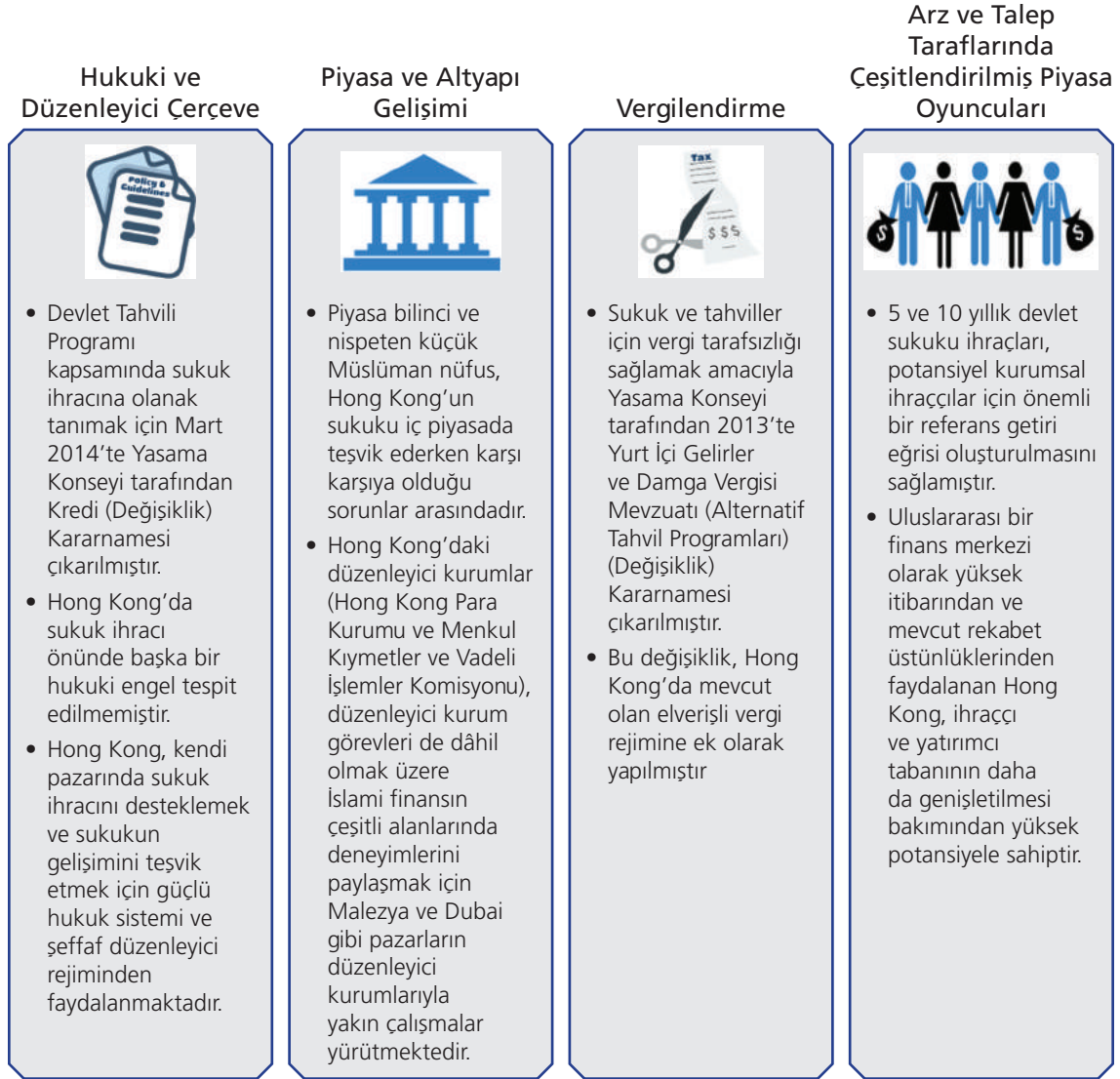
Sukuk Yatırımlarının Analizi – Talep (Alım Tarafı)

Altyapı projelerini veya hükümetlerin bütçe açıklarını finanse etmek için yaygın bir şekilde kullanılan diğer devlet sukuku ihraçlarının aksine Hong Kong'un 3 sukuk ihracından elde edilen gelirler, ticari gelirler ve Şer'i uyumlu mallar olmak üzere sukuk yapılarındaki dayanak varlıkları satın almak için kullanılmıştır. Bu, Hong Kong'un uluslararası ihraççı ve yatırımcıları çekmek amacıyla bir UFM olarak konumunu yükseltmek ve ürün yelpazesini genişletmek için sukuk piyasasına girme saikini göstermektedir. Sukuk ihraçları hükümetin projeleri için finansman toplamaktan ziyade sektör için referans oluşturmak amacıyla gerçekleştirilmiştir.

4.6.4 HONG KONG SUKUK PİYASASININ TEMELİNİ OLUŞTURAN FAKTÖRLER

Hong Kong, sukuk piyasasını geliştirmek için bir UFM olarak itibarından faydalanmaktadır. Bir UFM olarak Hong Kong, uluslararası yatırımcı ve ihraççılara, İngiliz içtihat hukukuna dayanan şeffaf, sağlam ve uluslararası kabul görmüş bir hukuk sistemi ve düzenleyici sistem, basit bir vergi sistemi, derin ve likit sermaye piyasaları, güçlü bir tahvil piyasası, bir kotasyon platformu, küresel uzmanlıklarını sunan çok sayıda uluslararası finansal aracı kuruluş, gelişmiş bir finansal altyapı ve son derece eğitimli profesyoneller havuzu da dâhil olmak üzere çeşitli avantajlar sunmaktadır. Sukuka ilişkin olarak Hong Kong, sukuk piyasasının sürdürülebilir gelişimi için hükümetin tam destek vermesi, Hong Kong Hükümeti'nin AAA notu ve Şer'i uyumlu çeşitli ürünlerin geliştirilmesi ve yapılandırılması için uluslararası finansal aracı kuruluşların ve Şer'i uzmanların güçlü varlığından faydalanma imkânı gibi özel rekabet üstünlüklerine sahiptir. Şekil 4.19'da hukuki, düzenleyici, vergisel ve teknik konular bakımından Hong Kong'un sukuk piyasasına dayanak oluşturan temel faktörler açıklanmaktadır.

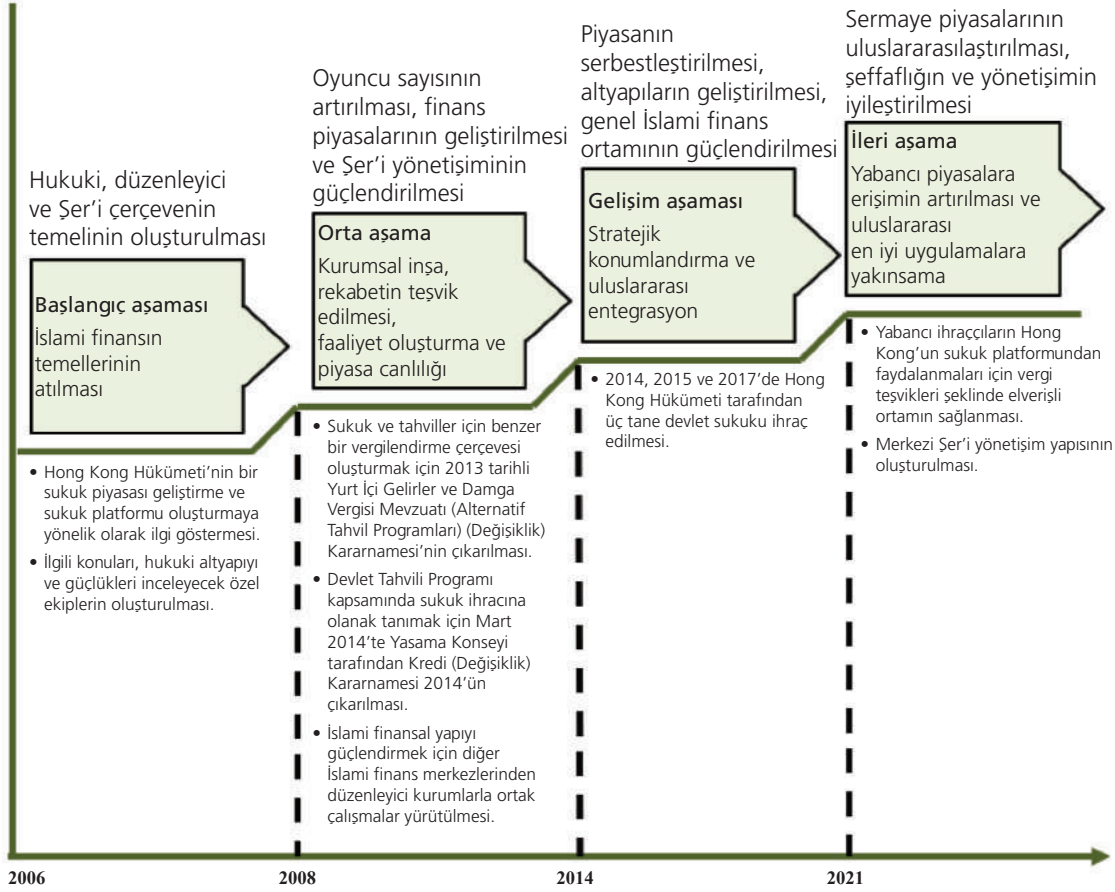
Şekil 4.19: Hong Kong Sukuk Piyasasının Gelişimine Zemin Hazırlayan Temel Faktörler



Kaynaklar: RAM ve ISRA

Yine de Hong Kong, sukuk piyasasında nispeten yenidir. Sukuk piyasasını geliştirmeye yönelik çalışmaları ancak 2007'de başlamıştır. O zamandan beri sukuk ihracını kolaylaştırmak için gereken adımları atmaktadır. Şekil 4.20'de Hong Kong'un finans sektörüne İslami finansın dâhil edilmesinin aşamaları gösterilmektedir. Şüphesiz Hong Kong'un İslami finans alanına entegrasyonunun geliştirilmesi bakımından daha çok yol alması gerekmektedir. Gelecekte, sukuk platformundan faydalanmaları için yabancı ihracatçıları cezbetmek, Şer'i yönetişimi daha da geliştirmek, ihracı ve yatırımcı tabanlarında daha fazla çeşitlilik sağlamak ve yeşil sukuk ve SSY sukuku gibi daha yenilikçi sukuk ihrac etme imkânlarını araştırmak için vergi teşvikleri şeklinde daha elverişli bir ortam oluşturmaya çalışmalıdır.

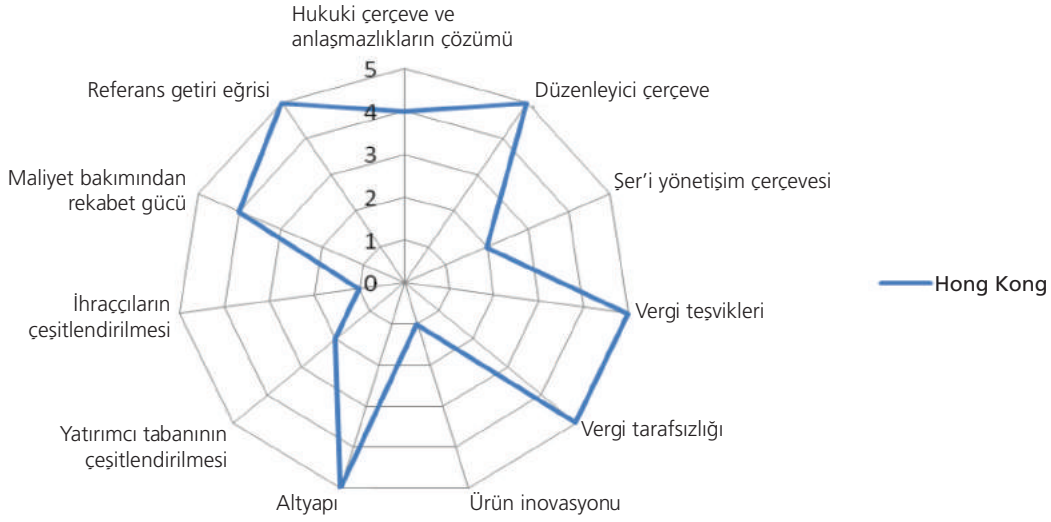
Şekil 4.20: Hong Kong'un Finans Sektörüne İslami Finansın Dâhil Edilmesinin Aşamaları



Kaynaklar: RAM ve ISRA

4.6.5 ÜLKEYE ÖZEL TAVSİYELER

Grafik 4.54'te görüldüğü gibi bazı temel faktörler, Hong Kong'un sukuk piyasasının gelişimine katkıda bulunmaktadır. Hong Kong Hükümeti, uygun vergi rejimine ek olarak özellikle bir referans getiri eğrisinin oluşturulması, tahvil/sukuk ihracı için mevcut altyapısı, güçlü düzenleyici çerçevesi ve tahvil ve sukuk ihracına ilişkin tarafsız vergi politikası bakımından yüksek puanlara sahiptir.

Grafik 4.54: Hong Kong Sukuk Piyasasının Gelişimini Etkileyen Faktörler


Kaynaklar: RAM ve ISRA

Yatırımcıların güveni nedeniyle Hong Kong'un devlet sukuku ihracı bir hayli başarılı olmuş olsa da sukuk piyasasının daha fazla geliştirilmesinde hâlâ karşılaşılan çeşitli güçlükler mevcuttur. Bu güçlükler dikkate alınarak arz ve talep tarafları açısından oluşturulan politika tavsiyeleri Tablo 4.31 ve 4.32'de kısaca sunulmaktadır.

Tablo 4.31: Talebi (Alım Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler

Sorunlar ve güçlükler	Talep (alım tarafı) fırsatları
Piyasa bilinci	Paydaşlar arasında İslami finans ve sukuka dair daha fazla tanıtım faaliyeti gerçekleştirilmesi. Meydana gelen sorunları halletmek ve sukuka dair bilinçliliği artırmak için düzenleyici kurumlar ve sektör oyuncuları arasında işbirliği platformları oluşturulması.
Sınırlı Müslüman nüfus	Şahısların perakende sukuka yatırım yapması için vergi indirimleri yoluyla teşvikler sağlanması.
Yatırımcı tabanı	Önde gelen küresel bir vergi cenneti ve RMB biriminde iş yapan bir ticari merkez olarak Hong Kong, RMB biriminde ihraç edilen sukuk ürünlerinin geliştirilmesinde avantaj sahibidir. Daha önce Malezya'da gerçekleştirilen RMB birimindeki sukuk ihracı çeşitli yatırımcı gruplarını çelmiş olup bu, RMB birimindeki sukuka yönelik güçlü talebi göstermektedir. Hong Kong da benzer girişimlerde bulunabilir.

Kaynaklar: RAM ve ISRA

Tablo 4.32: Arzı (Satış Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler

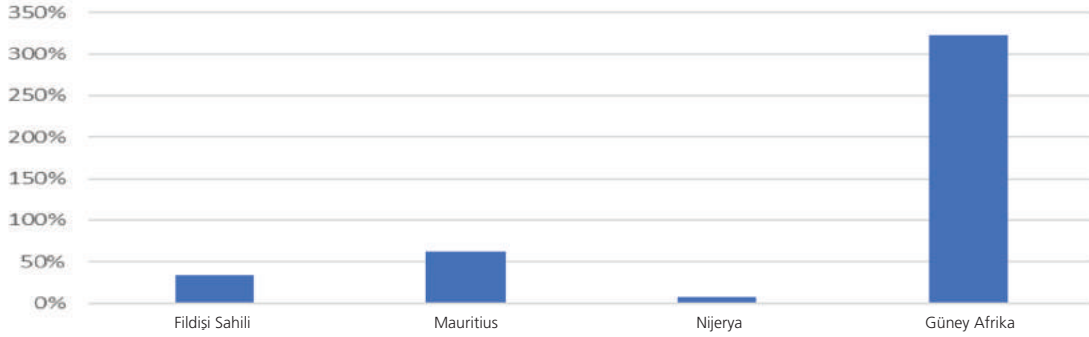
Sorunlar ve güçlükler	Arz (satış tarafı) fırsatları
Şu ana kadar kurumsal sukuk ihraç edilmemesi	Sukuk piyasasını desteklemek ve hem yerli hem de yabancı kurumsal ihraçlarda Hong Kong'un sukuk platformunun kullanılmasını teşvik etmek için güçlü tahvil piyasası altyapısından faydalanılması. Kurumsal ihraççıları çekmek için vergi kolaylıkları, ÖAK'ların kolay ve esnek bir şekilde kurulmasının sağlanması ve rekabetçi fiyatlandırma şeklinde ek teşvikler sunulması.
Perakende sukuk piyasasının olmaması	Hükümet, Hong Kong'da mevcut yüksek eğitim düzeyinden faydalanarak, sınırlı Müslüman nüfusunun ve genel nüfusun sukuk piyasasına katılımını teşvik etmek için perakende sukuk ihracını destekleyebilir.
Diğer İslami finans merkezleriyle rekabet	Hong Kong, yabancı kurumsal ihraççıları çekmek amacıyla kendi sukuk altyapısını iyileştirmek için diğer İslami finans merkezlerindeki ekosistemleri incelemelidir.
Diğer UFM'lerle rekabet	Hong Kong, İslami finans işletmelerini ve sukuk yapılarını kendi pazarlarına çekmek için rekabetçi stratejiler kullanan Cayman Adaları, Londra, Lüksemburg, Jersey, Bermuda ve Labuan gibi diğer bilinen UFM'lerde sunulan altyapıyı incelemelidir.
Şer'i yönetim	Seküler bir düzenleyici olarak Hong Kong'da bir Şer'i yönetim çerçevesi hâlâ mevcut değildir. Onun yerine, ihraççılar kendi Şer'i kurullarının uzmanlığından faydalanmaktadır. Bu, ihraççılar için ek yapılandırma maliyetlerine yol açmaktadır. Gelişmiş bir Şer'i yönetim yapısının oluşturulması ihraççılara daha fazla güven aşılayabilir.

Kaynaklar: RAM ve ISRA

4.7 NİJERYA

4.7.1 NİJERYA SERMAYE PİYASALARINA GENEL BAKIŞ

Nijerya sermaye piyasası kuruluşundan beri önemli oranda büyümüş ve 2015'te yüzde 28,4'lük bir CAGR kaydedilmiştir. Ancak, siyasi belirsizlikler, ham petrol gelirlerindeki azalmanın doğurduğu döviz yetersizliği, düşük enerji üretimi ve zayıf yatırımcı güveni nedeniyle sonraki yıl büyüme zayıflamıştır. Düşen emtia fiyatları, yükselen enflasyon ve daha az destekleyici bir küresel ortamın etkisi karşısında yavaş düzenlemelerin ardından Sahra altı Afrika ekonomilerinin de büyümesi yavaşlamış, 2015'teki yüzde 3,4 düzeyinden 2016'da yüzde 1,6'ya düşmüştür (DMO 2016 Yıllık Raporu). 2016'da Nijerya'nın GSYH'sine oranla piyasa değeri yüzde 7 olarak gerçekleşirken Grafik 4.55'te görüldüğü gibi bu oran Fildişi Sahili için yüzde 34, Mauritius için yüzde 62 ve Güney Afrika için yüzde 322 olarak kaydedilmiştir.

Grafik 4.55: GSYH'ye Oranla Piyasa Değeri

Kaynak: Dünya Bankası

Grafik 4.55'te yer alan veriler, Nijerya'nın sermaye piyasalarının bölgedeki benzer ülkelere kıyasla aşırı küçük olduğunu göstermektedir. Nijerya, Vizyon 20:2020 Ulusal Planı'na göre 2020'ye kadar dünyanın en büyük 20 ekonomisinde biri olmayı amaçlamaktadır. Bu, Nijerya'nın ekonomik büyümesini canlandırmayı ve ülkeyi sürekli ve hızlı bir sosyoekonomik kalkınma rotasına sokmayı amaçlayan uzun vadeli bir plandır. Bunun için aracılık faaliyetlerinin gerçekleştirilmesini sağlayacak ve orta ve uzun vadeli yatırım fonlarının mobilize edilmesi ve yönlendirilmesi de dâhil olmak üzere ülkenin sermaye ihtiyaçlarının karşılanmasını kolaylaştıracak güçlü sermaye piyasalarının mevcut olması gerekir. Bu doğrultuda Nijerya'nın sermaye piyasaları iyi bir şekilde konumlandırılmalı ve yapılandırılmalıdır. 2013'te Nijerya'nın Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) tarafından bir Sermaye Piyasası Ana Planı Komitesi kurularak ülkenin sermaye piyasalarının durumunu kontrol etme yetkisi verilmiştir. Komite, ulusal ekonomiye katkı, piyasa yapısı, rekabet gücü ve düzenleme ve gözetim olmak üzere 4 dönüşüm başlığı altında sorunları belirlemiş ve sınıflandırmış ve sonuç olarak Nijerya'nın Sermaye Piyasası Ana Planı 2015-2025 hazırlanmıştır.

SEC tarafından 2015'te açıklanan Sermaye Piyasası Ana Planı'nda, zorlu ekonomik ortamda bu niş pazarın büyümesine ilişkin stratejik dönüşüm konuları, girişimleri ve tavsiyeleri yer almaktadır (Kutu 4.18'e bakınız).

Kutu 4.18: Nijerya'nın 2015-2025 Sermaye Piyasası Dönüşüm Programı

Nijerya'nın sermaye piyasaları vizyonu:

"Afrika'nın en modern, verimli ve uluslararası rekabet gücü yüksek piyasası olmak ve Nijerya'nın dünyadaki en büyük 20 ekonomi arasına girmesini sağlamak."

Bu vizyonu gerçekleştirmek için 4 ana stratejik dönüşüm konusu belirlenmiş ve her bir konu başlığı altında temel hedefler ve bunlara ilişkin tavsiyeler sunulmuştur. 4 stratejik dönüşüm konusu şunlardır:

1. Nijerya'nın öncelikli ekonomi sektörlerinin sürdürülebilir ulusal gelişimi ve dönüşümü için sermaye toplanmasını teşvik etmek ve kolaylaştırmak ve böylelikle ulusal ekonomiye etkili bir şekilde katkıda bulunmak.
2. Piyasa yapısını ekonominin gereksinimleriyle uyumlu hale getirmek ve tüm paydaşların ölçeğini, boyutunu ve profesyonelliğini artırmak.

3. Şeffaflık, verimlilik ve likiditeyi artırmaya yönelik uygulamalar oluşturarak rekabetçiliği sağlamak ve yerli ve yabancı yatırımcı ve katılımcıların sermaye piyasalarına sürdürülebilir ilgisini cezbetmek.
4. Nijerya'nın sermaye piyasalarının derinleştirilmesini ve geliştirilmesini destekleyen elverişli ve kolaylaştırıcı bir gözetimsel ve düzenleyici çerçeve oluşturmak.

4 stratejik hedef doğrultusunda toplam 101 girişim önerilmiştir:

- Ulusal ekonomiye katkı için 28 girişim
- Piyasa yapısına ilişkin 20 girişim
- Rekabet gücü için 29 girişim
- Düzenleme ve gözetim için 24 girişim

Kaynak: SEC (2015a)

Sermaye Piyasası Ana Planı 2015, Nijerya'nın sermaye piyasasının büyümesini sağlayacak önemli bir katalizör tanımlamaktadır. Nijerya'nın bölgede İSP ürünlerine ilişkin önemli bir merkez haline getirilmesi amaçlanmaktadır. Bunu gerçekleştirmek için SEC'ye yönelik olarak 4 stratejik girişim belirlenmiştir:

- İslami yatırım kılavuz ilkelerini oluşturmak için Nijerya Merkez Bankası (CBN), Ulusal Sigortacılık Komisyonu (NAICOM) ve Emeklilik Komisyonu (PENCOM) ile birlikte çalışmak.
- Şer'i uyumlu ürünler geliştirmek.
- Şer'i uyumlu ürünlere dair kapasite geliştirmek (SEC ve işletmeciler).
- Şer'i uyumlu ürünler ve bunların faydaları hakkında farkındalık oluşturmak.

İSP'nin önemi, faizsiz sermaye piyasası ürünlerinin (FSPÜ'ler) (detaylar için Kutu 4.19'a bakınız) geliştirilmesine ilişkin ayrı bir ana planın yayımlanmasıyla daha da artmaktadır. FSPÜ Ana Planı 2015'in genel amacı, gelecek 10 yıl içinde (2015-2025) sermaye piyasalarının toplam değerine en az yüzde 25 katkıda bulunmaktır. FSMÜ Ana Planı'nın yayımlanmasından sonra 2 yıl içinde, SEC, Nijerya Borç Yönetim Ofisi (DMO), CBN, PENCOM, NAICOM, Finansal Milli Gelirler İdaresi (FIRS) ve Finansal Piyasalar Satıcı Teklifleri (FMDQ) gibi başlıca düzenleyici kurumlar tarafından planda öngörülen tavsiyelerin yarısı uygulanmıştır.

Kutu 4.19: Nijerya FSPÜ Ana Planı 2015 – 4 Temel Strateji

1. FSP için güçlü bir düzenleyici temel oluşturmak

Stratejik Girişimler

- SEC'nin kurumsal kapasitesinin güçlendirilmesi
- Finans sektöründeki düzenleyici kurumlar arasında koordinasyonun güçlendirilmesi
- FSPÜ'lere dair yeni kuralların oluşturulması/sürekli olarak gözden geçirilmesi

2. FSP paydaşlarının gelişimini teşvik etmek

Stratejik Girişimler

- Düzenleyici kurumların FSP ile ilgili konularda paydaşların sürekli olarak iletişim kurmasını sağlaması

- FSPÜ'ler hakkında halkı bilinçlendirme ve eğitim programlarının güçlü bir şekilde yürütülmesi
- Özel olarak hazırlanmış eğitimler/programlar/seminerler/çalıştaylar ile paydaşlarının kapasitesinin geliştirilmesi
- FSP'ye piyasa katılımcılarının kolaylıkla girmesinin sağlanması

3. FSPÜ'lerin geliştirilmesini teşvik etmek

Stratejik Girişimler

- Bankaların, tekâfül şirketlerinin, EFY'lerin, varlık yöneticilerinin ve diğer fon/portföy yöneticilerinin düzenleyici şartlarını karşılayan FSPÜ'lerin kullanılabilirliğinin sağlanması.
- Finansal tabana yayılmayı sağlamak için bireysel yatırımcıları çeken FSPÜ'lerin kullanılabilirliğinin sağlanması.
- Düzenleyici kurumların yeni ürünlerle ilgili vergi konularının ele alınması için paydaşların iletişim kurmalarını sağlaması.

4. Bölgesel bir FSP merkezi oluşturmak

Stratejik Girişimler

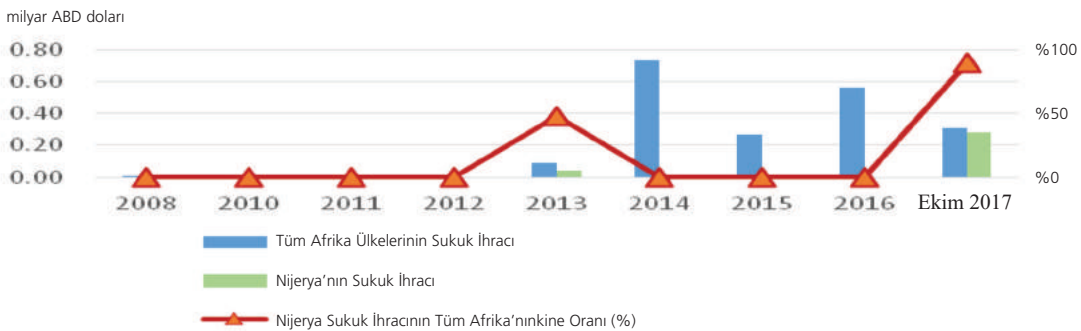
- FSPÜ'lerin çapraz kotasyonunun teşvik edilmesi ve artırılması.
- Birden çok para biriminde kotasyonun teşvik edilmesi ve artırılması.
- FSPÜ kotasyon/ihrac süreci maliyetinin makul seviyelere çekilmesi.
- Sahra altı Afrika bölgesinde FSP'nin aktif bir şekilde teşvik edilmesinin sağlanması.
- İkincil piyasada FSPÜ'lerin likiditesinin artırılması.

Kaynak: SEC (2015b)

4.7.2 NİJERYA SUKUK PİYASASININ GELİŞİMİ

Nijerya sukuk piyasası hâlâ başlangıç aşamasındadır. Afrika küresel sukuk piyasasında yalnızca yüzde 0,46 paya sahiptir ve bugüne kadar toplam 3,33 milyar ABD doları değerinde 619 sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Ekim 2017 sonu itibarıyla Sahra altı Afrika bölgesindeki 55 ülkeden yalnızca 7 tanesi sukuk ihrac etmiştir. Grafik 4.56'da görüldüğü gibi Nijerya bu bölgede Güney Afrika ve Fildişi Sahili'nin ardından üçüncü en büyük sukuk ihracçısıdır.

Grafik 4.56: Nijerya'nın ve Afrika'nın Sukuk İhraçları (2008-Ekim 2017)



Kaynak: Bloomberg

Nijerya 2013'ten beri başarılı bir şekilde 2 devlet sukuku ihraç etmiştir. SEC'nin Sukuk Kuralları yayımlaması, ilk sukuk ihracı için zemin hazırlamış ve Osun Eyaleti Hükümeti 11,4 milyar NGN'lik icâre sukuku (Osun Eyaleti Sukuku) ihraç etmiştir. Osun Eyaleti Sukuku, eyaletteki 20 lise, 2 ortaokul ve 2 ilkokul binasının yapımını finanse etmek için Osun Eyaletinin 60 milyar NGN'lik Borçlanma Senedi İhraç Programı'nın bir parçasıdır. Bu sukuk kapsamında tanınan vergi teşvikleri, sukukun aşırı talep görmesini sağlamıştır. Sukuk, yerli bankalar, fon yöneticileri, sigortacılık şirketleri ve yüksek net değerli kişiler tarafından satın alınmıştır. Vergi teşvikleri, sukuk sahiplerine kaynakta kesinti yapılmadan stopaj vergisi, eyalet ve federal gelir ve sermaye kazançları vergisi uygulanmayan ödemeler alma hakkı tanımaktadır. Ayrıca, sukukun elden çıkarılmasıyla elde edilen gelirler de vergiden muaftır ve satış veya devir işlemlerinde damga vergisi ödenmemektedir. Bu vergi avantajları, devletin her kademesinden (ulus altı ve ulus üstü) ihraç edilen tüm tahvil sınıflarını (sukuk dâhil) ve kurumsal tahvilleri şirket gelirleri vergisinden, şahsi gelir vergisinden, katma değer vergisinden, sermaye kazançları vergisinden ve damga vergisinden muaf tutan Mart 2010'da Federal Hükümet tarafından onaylanmış 10 yıllık vergi feragat programından kaynaklanmaktadır.

Osun Eyaleti Sukuku'nun başarılı bir şekilde ihracı, Nijerya'nın ikinci sukuk ihracı için zemin hazırlamıştır. Nijerya Federal Hükümetinin (NFH) 100,0 milyar NGN'lik icâre sukuku (NFH Sukuku) 2017'de ihraç edilmiştir. Gelirler, Nijerya'da ekonomik olarak stratejik önemi nedeniyle Enerji, Bayındırlık ve İskan Bakanlığı tarafından seçilen 6 jeopolitik bölgede 25 karayolunun inşa edilmesi ve iyileştirilmesi için kullanılacaktır. NFH Sukuku için de benzer vergi teşvikleri sağlanmış ve böylelikle emeklilik fonları, bankalar, fon yöneticileri ve kurumsal ve bireysel oyuncular gibi çeşitli yatırımcılar, ihraca aşırı talep göstermişlerdir. Osun Eyaleti Sukuk ve NFH Sukuku'na dair ek detaylar Tablo 4.33'te verilmektedir. İhraç mekanizmasında başka bir devlet sukukunun daha olduğu belirtilmektedir. Nigerian Mortgage Refinance Company (NMRC) ilk sukuk ihracını gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Bu ihracın amacı, ipotek borçlarının yeniden finansmanı için daha ucuz finansman kaynakları bulmak ve nihai ipotek lehtarlarının faiz yükünü hafifletmektir.

Tablo 4.33: Nijerya Hükümeti'nin Sukuk İhraçlarına Genel Bakış

İhraççı ÖAK	Osun Sukuk Company Plc	FGN Roads Sukuk Company 1 Plc
İhraççı ÖAK	Osun Sukuk Company Plc	FGN Roads Sukuk Company 1 Plc
Yükümlü:	Osun Eyalet Hükümeti	Nijerya Federal Hükümeti
Para birimi/format	Nijerya Nairası	Nijerya Nairası
Yapı	İcâre	İcâre
Sukuk/yükümlü notu	Bbb+ (Agusto & Co) A (Agusto & Co)	B- (Fitch)
Gelirlerin kullanımı	0,43 milyar nairalık teklif maliyetinin kesilmesinden sonra kalan 10,97 milyar nairalık net gelir (tutarın yüzde 3,77'si) şunlar için kullanılacaktır: (i) 23 lisenin inşası (toplam maliyet 10,35 milyar naira – sukuk bedelinin yüzde 94,35'i) (ii) 2 ortaokul inşası (toplam maliyet 0,30 milyar naira – sukuk bedelinin yüzde 2,73'ü)	Ülkede karayollarının inşası ve iyileştirilmesini finanse etmek: (i) Kuzey Merkez: 16,67 milyar naira tutarında 5 proje: Loko Oweta köprüsünün inşası, Abuja-Lokoja karayolunun (1. ve 4. kısımlar) çift şeride çıkarılması, Suleja-Minna karayolunun (2. etap) çift şeride çıkarılması, Lokoja-Benin karayolunun (1. kısım) çift şeride çıkarılması

Gelirlerin kullanımı	(iii) 2 ilkokul inşası (toplam maliyet 0,32 milyar naira – sukuk bedelinin yüzde 2,92’si)	(ii) Kuzey Doğu: 16,67 milyar tutarındaki 5 proje: Kano-Maiduguri karayolunun (2-5. kısımlar) çift şeride çıkarılması (iii) Kuzey Batı: 16,67 milyar naira tutarındaki 4 proje: Kano-Maiduguri karayolunun (1. kısım) çift şeride çıkarılması, Kano-Katsina karayolunun (1. etap) çift şeride çıkarılması, Kano batı çevre yolunun ve Kaduna doğu çevre yolunun inşası (iv) Güney Doğu: 16,67 milyar naira tutarındaki 4 proje: Onitsha-Enugu otobanının ve Enugu-Port Harcourt karayolunun (1-3. kısımlar) iyileştirilmesi (v) Güney Güney: 16,67 milyar naira tutarındaki 5 proje: Enugu-Port Harcourt karayolunun (4. kısım) iyileştirilmesi, Yenegwe karayolu kavşağı-Kolo-Otuoke Bayelsa Palm’ın çift şeride çıkarılması ve Lokoja-Benin karayolunun (2-4. kısımlar) çift şeride çıkarılması (vi) Güney Batı: 16,67 milyar naira tutarındaki 3 proje: Benin-Ofosu-Ore-Ajebandele-Shagamu bölünmüş yolunun (3 ve 4. aşamalar) yeniden inşası ve Ibadan-Ilorin karayolunun (2. kısım) çift şeride çıkarılması
Vade	7 yıl	7 yıl
İhraç tarihi	10 Ekim 2013	22 Eylül 2017
Vade dolum tarihi	10 Ekim 2020	22 Eylül 2024
Miktar	11,4 milyar naira	100,0 milyar naira
Kâr oranı	%14,75	%16,47
Sipariş defteri	Hepsi satıldı	%5,8 fazla talep gördü
Kotasyon	NSE FMDQ	NSE FMDQ

Kaynaklar: Osun Sukuk Company Plc İzahnamesi, FGN Roads Sukuk Company 1 Plc İzahnamesi

Bu sukuk ihraçlarının olumlu sonuçları, Nijerya’nın düzenleyici çerçevesi ve sermaye piyasalarına dâhil edilmiş olan altyapı ve reformlarla desteklenmektedir. Tablo 4.34’te NFH’nin ülkedeki İSP’yi ve özellikle sukuk piyasasını geliştirmek için gerçekleştirdiği girişimlerin kısa bir açıklaması sunulmaktadır.

Tablo 4.34: Nijerya İSP/Sukuk Piyasasının Gelişimi

Yıl	Açıklama
2008	• Lotus Capital Ltd. tarafından ilk helal yatırım oluşturulmuştur.
2010	• SEC İslami Fon Yönetimine Dair Kurallar’ı yayımlamıştır.
2011	• Nijerya Merkez Bankası, BDFAK’ların Düzenlenmesi ve Denetlenmesine İlişkin Kılavuz İlkeleri yayımlamıştır.
2012	• Nijerya Borsası’nda seçilen Şer’i uyumlu hisse senetlerini takip etmek için Lotus İslami Endeksi oluşturulmuştur. • SEC Sukuk Kurallarını yayımlamıştır.

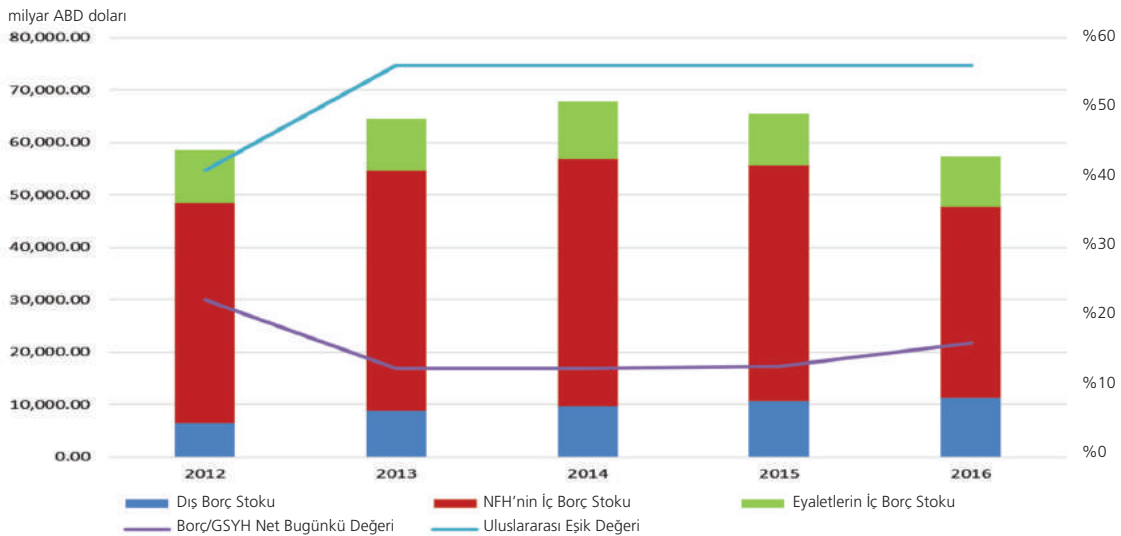
2013	- FIRS, Nijerya’da Faizsiz Bankacılığa İlişkin Vergi Sonuçları Hakkında Kılavuz İlkeleri yayımlamıştır. - Nijerya Merkez Bankası, Şer’i uyumlu konularda danışmanlık sağlanması için Finansal Düzenleme Uzmanları Danışma Konseyi’ni (FRACE) kurmuştur. - Nijerya’nın ilk sukuk ihracı: Osun Eyalet Hükümetinin 11,4 milyar naira tutarındaki icâre sukuku
2015	SEC, FSMÜ Ana Planı’nı hayata geçirmiştir.
2016	Nijerya Merkez Bankası, Eyalet Hükümetlerinin İhraç Ettiği Sukuk Araçlarına Likit Varlık Statüsünün Verilmesine İlişkin Kılavuz İlkeleri yayımlamıştır.
2017	- PENCOM, Emeklilik Fonu Yöneticisi Yatırımlarına Dair Kılavuz İlkeleri yayımlamıştır. - Nijerya’nın ikinci sukuk ihracı: 100,0 milyar NGN tutarında NFH icâre sukuku

Kaynaklar: SEC (2015b), CBN, SEC, PENCOM

İç Piyasa – Kamu Sektörü İhracı

Nijerya 2016’da art arda iki çeyrekte negatif GSYH büyüme oranıyla (2016 1. çeyrekte yüzde -0,36 ve 2016 2. çeyrekte yüzde -2,06) ekonomik durgunluğa girmiştir. Stagflasyon, ham petrol üretimi şokları ve üretimi ve kazançları önemli oranda etkileyen petrol ve doğal gaz boru hattı saldırıları bu durgunluğu tetikleyen faktörler arasında yer almaktadır. Enflasyon oranı Şubat 2016’da yüzde 11,38’e (2015 sonu: yüzde 9,55), Aralık ayında ise yüzde 18,55’e çıkmıştır. Kontrolden çıkan enflasyon, zayıf enerji arzı nedeniyle döviz yetersizliğine ve hızla düşen enerji fiyatlarına bağlanabilir. Nijerya’nın ödenmemiş kamu borcu Aralık 2016 sonu itibarıyla 17.360.009,57 milyon NGN (57.391,53 milyon ABD doları) olarak kaydedilmiş olup bu, bir yıl önceki 12.603.705,28 milyon NGN (65.428,53 milyon ABD doları) değerine göre 4.756.304,30 milyon NGN veya yüzde 37,74’lük bir artış anlamına gelmektedir (Grafik 4.57’ye bakınız). Kamu borcundaki yükseliş, 2015’te GSYH’nin yüzde 1,09’u iken 2016’da yüzde 2,14’üne çıkmış olan bütçe açığını finanse etmek için gerçekleştirilen ek ihraçlardan ve döviz kuru rejiminin serbestleştirilmesinin ardından nairanın dolara karşı değer kaybetmesiyle daha da kötüleşen vadesi gelmiş menkul kıymetlerin yeniden finanse edilmesi/itfa edilmesinden kaynaklanmıştır (DMO 2016 Yıllık Raporu).

Grafik 4.57: Nijerya’nın Ödenmemiş Kamu Borcu (2012-2016)



Kaynak: DMO

Mevcut verilere göre ülkenin bütçe açıkları, iç borç piyasasında NFH menkul kıymetlerinin aylık olarak ihraç edilmesi suretiyle iç borçlanmayla finanse edilmektedir. Bu, Nijerya Ulusal Borç Yönetim Çerçevesi 2013-2017 ve DMO Stratejik Planı'nın (2013-2017) şu hedefleri ile uyum içerisindedir: Hükümet'in finansman ihtiyaçlarını asgari maliyet ve risk ile etkili bir şekilde karşılamak, iç borç piyasasının gelişimini desteklemek ve genel olarak borçların sürdürülebilirliği ve ülkenin makroekonomik istikrarı için ulus altı düzeyde kapasite geliştirme girişimlerini sürdürmek. Şüphesiz Nijerya'nın 2 devlet sukuku ihracının başarılı bir şekilde gerçekleştirilmesi ve potansiyel olarak gelecekte gerçekleştirilecek ihraçlar, NFH'nin finansman açıklarını karşılamasına ve sermaye piyasası araçlarının çeşitliliğini artırmasına yardımcı olacaktır.

4.7.3 SUKUK YAPILARI, İHRAÇLARI VE YATIRIMLARININ ANALİZİ

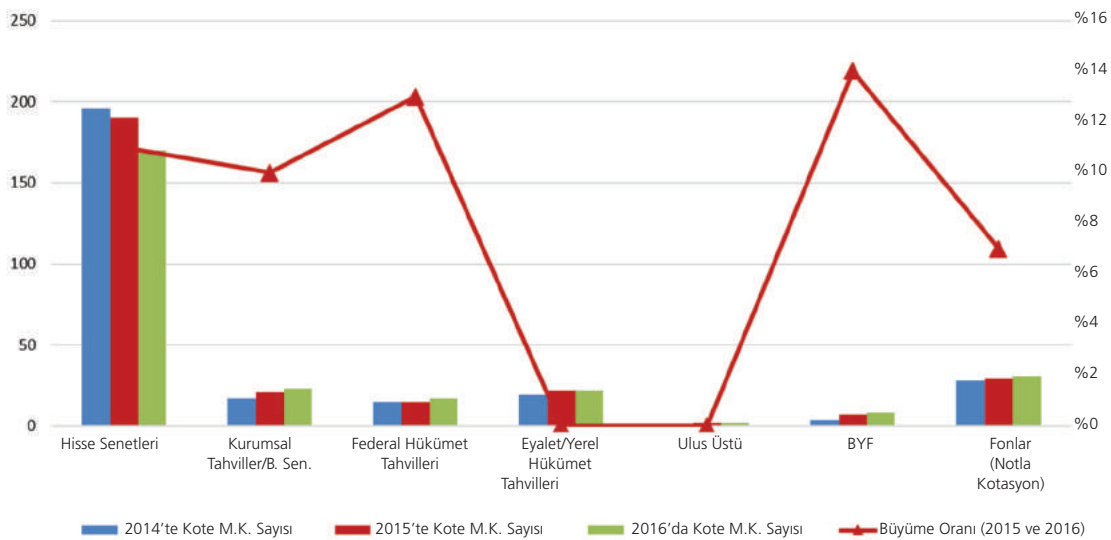
Sukuk Yapılarının Analizi

Sukuk Kuralları'nda, icâre, istisna, müşâreke ve murâbaha gibi Şer'i sözleşmelere dayalı sukuk yapılarının bir listesi verilmektedir. Kolaylaştırıcı kanuni hükümlere rağmen Nijerya'nın 2 devlet sukuku ihracında icâre yapısı kullanılmıştır.

Sukuk İhraçlarının Analizi – Arz (Satış Tarafı)

Borç piyasasının hacmi ve likiditesi, piyasanın canlılığının önemli göstergeleridir. Nijerya'nın iç tahvil piyasasının hacmine bakıldığında, hisse senetleri piyasasına kıyasla hâlâ küçük olduğu söylenebilir. NFH Sukuku ve Osun Eyaleti Sukuku'nun ihracı, ihraççı ve yatırımcılara sunulan araçların çeşitliliğini arttırarak Nijerya'nın yeni oluşmaya başlayan sermaye piyasalarını biraz derinleştirmiştir. Grafik 4.58'de 2014-2016 arasında iç borçlanma piyasasının hacmi gösterilmektedir. 2016 sonu itibarıyla tahvil piyasası, tüm iç borçlanma piyasasının yüzde 20'sine eşdeğerken hisse senedi piyasası yüzde 70 payla piyasaya hâkim durumdadır.

Grafik 4.58: Nijerya Sermaye Piyasalarının Hacmi (2014-2016)



Kaynak: NSE

Tablo 4.35'te yerli tahvil piyasasında devlet tahvili ihraçlarının (NFH ve eyalet hükümeti tahvilleri) kurumsal tahvilleri geçtiği görülmektedir. Bu, borçlanma senetlerinin hükümet için güvenilir ve uygun maliyetli bir finansman kaynağı olduğunu göstermektedir. Devlet tahvilleri, kupon/kira

gelirinin ödenmesinden ve vade dolusunda anaparanın geri ödenmesinden tamamen sorumlu olan hükümetin doğrudan yükümlülüğü olduğu için güvenli ve düşük riskli yatırımlar olarak tanıtılmaktadır. Ayrıca federal hükümetin tam güven ve itimadı ile desteklenmektedir. Ancak borç piyasasında devlet tahvillerinin hâkimiyeti, kurumsal ihraççıları piyasaya girmekten caydıracaktır.

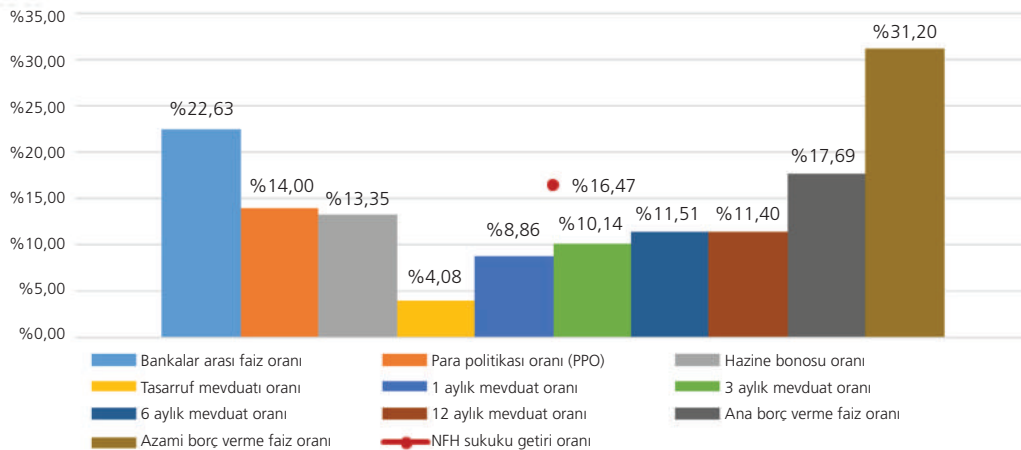
Tablo 4.35: Nijerya'nın Yurt İçi Tahvil Piyasasının Hacmi ve Bileşimi (2015-2016)

	2015		2016	
İhraççı	İtfası gelmemiş tutar (milyar naira)	Toplam içindeki oranı	İtfası gelmemiş tutar (milyar naira)	Toplam içindeki oranı
FGN	5.808,14	89,14	6.663,36	93,33
Eyalet hükümetleri	457,38	7,00	324,20	4,54
Kurumlar	226,15	3,47	127,31	1,78
Ulus üstü	24,95	0,38	24,95	0,35
Toplam	6.515,62	100,0	7.139,82	100,00

Kaynaklar: SEC, DMO

Devlet tahvilleri referans getiri eğrisi, verimli ve aktif bir borç piyasasının oluşturulması için büyük önem taşımaktadır. Osun Eyaleti ve NFH sukuku, devletin diğer kademeleri, şirketler ve çok taraflı kuruluşlar tarafından ileride ihraç edilebilecek 7 yıl vadeli sukukun fiyatlandırılması için referans teşkil etmektedir. Yatırımcılar için NFH sukukunun sunduğu yıllık yüzde 16,47 getiri, Nijerya'nın yüzde 15,98'lik enflasyon oranının üstündedir (Eylül 2017 itibarıyla). NFH sukukunun getirisi, ülkedeki resmi para politikası oranından (yüzde 14), hazine bonusu getirisinden (yüzde 13,35), tasarruf mevduatı oranından (yüzde 4,08) ve 1, 3, 6 ve 12 aylık sabit vadeli mevduat oranından (yüzde 8,86, yüzde 10,14, yüzde 11,51, yüzde 11,40) daha yüksek olduğundan yatırımcılara da cazip gelmektedir. Grafik 4.60'ta Nijerya Merkez Bankası'nın Ağustos 2017'de yayımladığı para piyasası oranları gösterilmektedir. Ancak özel ihraççılar için yüksek faiz oranları, kupon oranlarını etkileyerek özel ihraç konusunda cesaretlerini kırmaktadır. Grafik 4.59'da görüldüğü gibi Nijerya'nın ana borç verme faiz oranı yüzde 17,69'dur ve yüzde 6-13 gibi geniş bir makas aralığı göstermektedir.

Grafik 4.59: Nijerya'nın Ağustos 2017'de Para Piyasası Göstergeleri



Kaynak: CBN

NFH sukuku ile karşılaştırılacak 7 yıl vadeli bir NFH tahvili olmamasına rağmen NFH'nin 2016'da ihraç ettiği referans tahvilin kupon faiz oranlarının aralığı referans olarak alınabilir. NFH, 2016'da yeni bir 5 yıllık gösterge tahvil (yüzde 14,5 getirili NFH TEM 2021) ve 20 yıllık gösterge tahvil (yüzde 12,40 getirili NFH MAR 2036) ihraç etmiştir (Nijerya'nın 10 yıllık devlet tahvilinin getirisi için Grafik 4.60'a bakınız). Daha uzun vadeli NFH gösterge tahvilleri, ülkede ikinci Borç Yönetim Stratejisi'nin (2016-2019) uygulanması nedeniyle ihraç edilmiştir. Bu strateji kapsamında borçlanma maliyetini azaltmak ve vade profilini uzatmak için ülkenin borç portföyünde daha ucuz uzun vadeli dış finansman lehine denge sağlamaya çalışılmaktadır. Ayrıca kısa vadeli borçlanma araçlarının ihracını azaltarak ve yerli borç piyasasına yeni borçlanma araçlarını ekleyerek iç borç portföyünün vade profilinin uzatılması amaçlanmaktadır. Borç stratejisinin uygulanması, NFH'nin kamu borcunu yeniden yapılandırmasına, genel borçlanma maliyetini azaltmasına, kritik altyapı çalışmalarını minimum maliyetle finanse etmesine ve yerli borç piyasasında özel borçlanma için imkânlar oluşturulmasına yardımcı olmalıdır (DMO Yıllık Raporu 2016).

Grafik 4.60: Nijerya'nın 10 Yıllık Devlet Tahvili Getirisi



Kaynaklar: CBN, Trading Economics

Sukuk Yatırımlarının Analizi – Talep (Alım Tarafı)

NFH tahvil piyasası, 2016'da yüksek talep düzeyleriyle etkileyici bir performans sergilemiştir. Bu, finans piyasasının emeklilik alt sektörünün büyümesi ve alternatif bir yatırım aracı olarak tahvillere dair farkındalığın artması sayesinde oluşan çeşitli ve genişleyen bir yatırımcı tabanına işaret etmektedir. Ekonomik durgunluğa rağmen, yatırımcıların yüksek getirilerden faydalanmak için sabit gelirli araçları giderek daha fazla benimsemesi nedeniyle NFH tahvillerine ilişkin ikincil piyasadaki faaliyetler yıl içinde artmıştır (DMO Yıllık Raporu 2016). NFH tahvillerine ilişkin yatırımcı türlerinin dağılımı, toplam tahsis ve talep Tablo 4.36'da gösterilmektedir.

Yatırımcı tabanının genişlemesi de son düzenleyici revizyonlardan kaynaklanmaktadır. 2017'de PENCOM, emeklilik varlıklarına ilişkin yatırımlara dair düzenlemelerini revize etmiştir. Sonuç olarak Emeklilik Fonları Yöneticilerinin (EFY'ler) sukuka yatırım yapmasına izin verilmiştir. Bu kanuni değişiklikten önce EFY'lerin yalnızca tahvillere yatırım yapmalarına izin veriliyordu. Nijerya Merkez Bankası'nın FSPÜ'lerin likidite statüsüne dair kılavuz ilkelerinde sukuka "likit varlık" statüsü verilmektedir. Yani, NFH sukukunun düşük riski ve "likit varlık" statüsü, yatırımcıların bu sukuk senetlerini teminat olarak kullanmalarını nispeten kolaylaştırmaktadır. Bu, yatırım kültürünü

teşvik etmeye ve tasarrufları harekete geçirmeye yöneliktir. Ayrıca, NFH Sukuku Nijerya Borsasında (NSE) ve FMDQ Tezgâh Üstü Menkul Kıymetler Borsası'nda kote olduğundan ikincil piyasadaki likiditesi daha da artmaktadır. Bu kotasyon, vade dolumundan önce sukuk yatırımlarının hepsini veya bir kısmını satmak isteyen yatırımcılar için alternatif yollar sağlamaktadır. Bunun dışında Nijerya, Kutu 4.20'de gösterildiği gibi 2016'da ulusal tasarruflar stratejisine ilişkin bir yol haritası oluşturmak üzere teknik bir komite kurmuştur.

Tablo 4.36: 2016'da Tahsis Edilen NFH Tahvillerini Alan Yatırımcılar

Açıklama	Miktar	Sonuç
Sunulan toplam tutar		1.235.000,00
Toplam talep		2.125.748,10
Teklif aralığı (%)		8-19
Marjinal oran aralığı (%)		11,3340-16,4348
Kupon Aralığı (%)		12,4000-15,5400
		Toplam tahsis içindeki payı (%)
Mevduat bankaları	325.296,81	24,86
Emeklilik fonları	285.437,75	21,82
Devlet kurumları	240.603,33	18,39
Fon yöneticileri ve BDFAK'lar	408.362,88	31,21
Şahıslar	3.296,42	0,25
Sigortacılık şirketleri	20.880,39	1,60
Bireysel/diğer kurumsal yatırımcılar	6.425,75	0,49
Yabancı yatırımcılar	18.000,00	1,38
Toplam tahsis	1.308.303,33	100,00

Kaynak: DMO

Kutu 4.20: Nijerya'nın Ulusal Tasarruflar Stratejisi

Nijerya'nın ulusal tasarruf açığı çok büyüktür. Şu anda halkın tasarruf düzeyi hâlâ kritik derecede düşüktür. Aşağıdaki tabloda 2016 yılında nüfusun yüzde 36'sının banka hesaplarına erişim sahibi olduğu, yüzde 2'sinin sigorta kapsamında olduğu ve yüzde 5'inin bir emeklilik planından faydalandığı gösterilmektedir. Finans sistemindeki toplam tasarruf, servetini nakit olarak elinde tutan veya arazi, hayvan vb. gibi varlıklara yatıran yerel nüfusun servetinin çoğunu içermemektedir.

2010, 2012, 2014 ve 2016 için Nijerya'da Finansal Tabana Yayılma

		Durum					2020 hedefi ile olan fark
	Alanlar	2020 hedefi	2010	2012	2014	2016	
Toplam yetişkin nüfusun oranı	Ödemeler	%70	%22	%20	%24	%38	%-32
	Tasarruflar	%60	%24	%25	%32	%36	%-24
	Kredi	%40	%2	%2	%3	%3	%-37
	Sigortacılık	%40	%1	%3	%1	%2	%-38
	Emeklilik	%40	%5	%2	%5	%5	%-35
	Finansal sistemin dışında kalma	%20	%46,3	%39,7	%39,5	%41,6	%-21,6

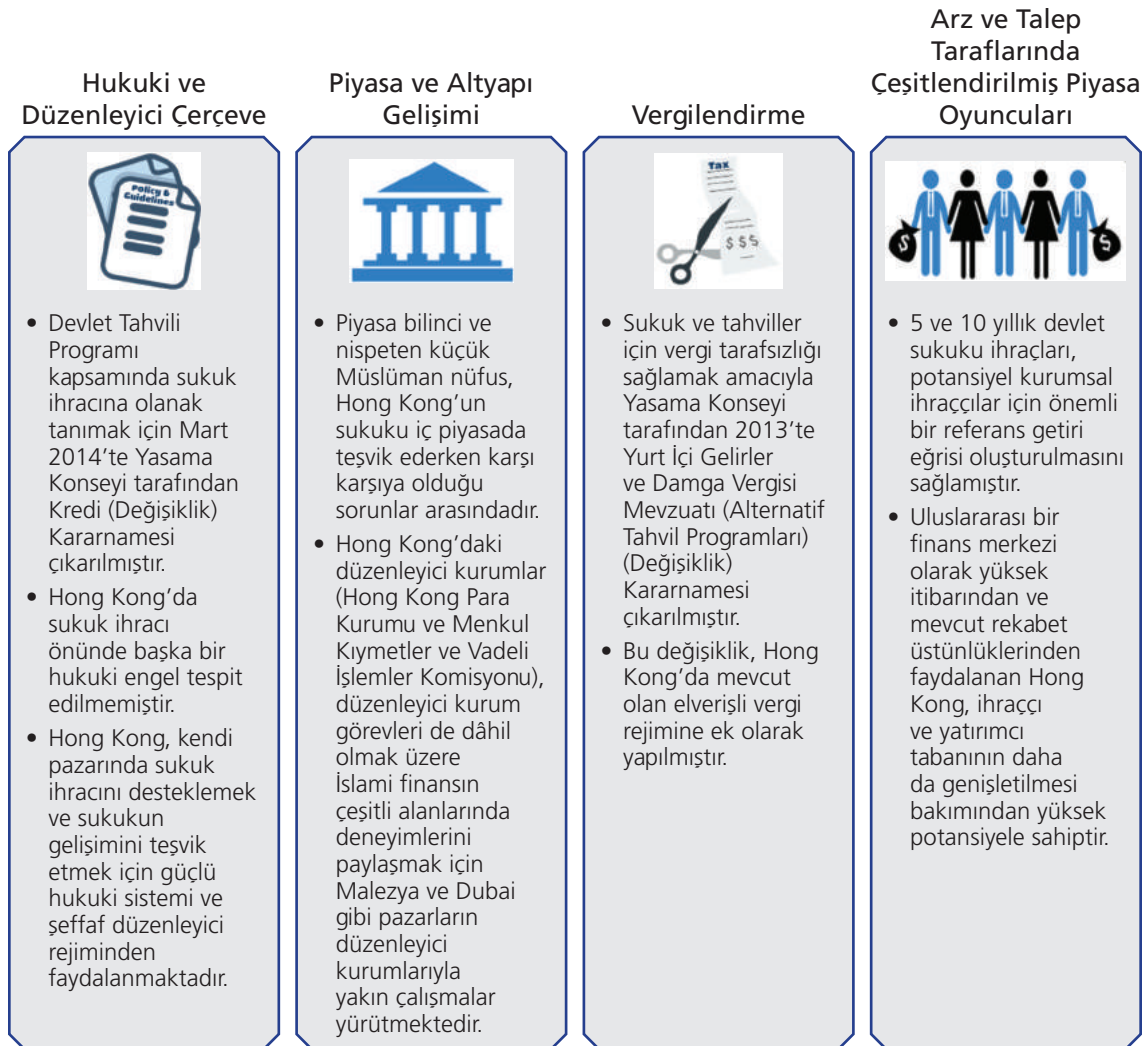
Bununla beraber, Emeklilik Reform Yasası'nda 2014 yılında değişiklik yapılarak 3 veya daha fazla sayıda çalışana sahip şirketlerin emeklilik planına katılmaları zorunlu hale getirilmiştir. Kanun değişikliğinden önce zorunlu katılım şartı 15 veya daha fazla çalışan istihdam eden özel işletmeler için uygulanıyordu. Mevcut sistemde devlet ve yerel hükümet çalışanları katılımın dışında tutulmaktadır. Toplam katkı payı yüzde 18 olarak uygulanacaktır (işverenler için yüzde 10, çalışanlar için yüzde 8).

Kaynak: EFINA

4.7.4 NİJERYA SUKUK PİYASASININ TEMELİNİ OLUŞTURAN FAKTÖRLER

Nijerya'nın yeni oluşan bir sektör olarak daha elverişli bir sukuk piyasası oluşturmak için daha fazla çaba göstermesi gerekmektedir. Şekil 4.21'de görüldüğü gibi bazı destek ayakları temele yerleştirilmiştir.

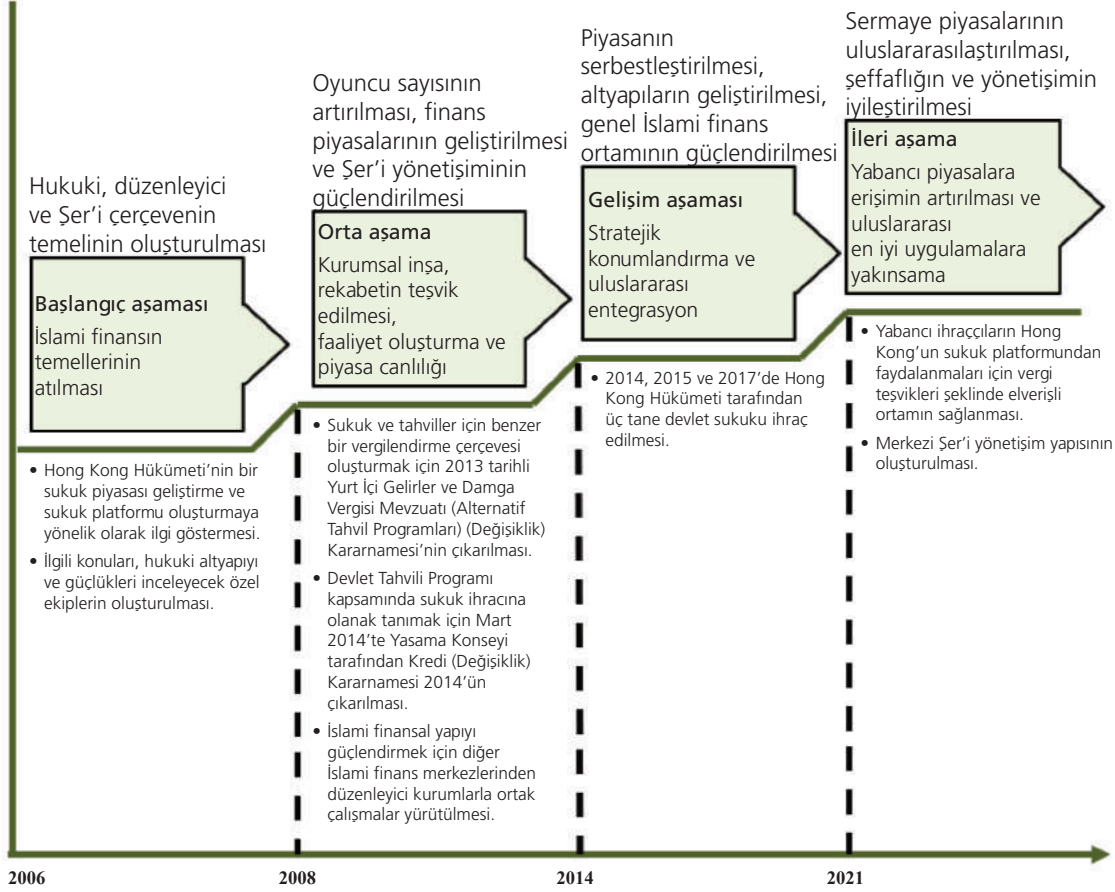
Şekil 4.21: Nijerya Sukuk Piyasasının Gelişimine Zemin Hazırlayan Temel Faktörler



Kaynaklar: RAM ve ISRA

Nijerya'nın sukuk piyasasının ilerleyişini desteklemek için Şekil 4.22'de gösterilen aşamalar sonraki gelişim aşamasına dair bazı fikirler verecektir.

Şekil 4.22: Nijerya'nın Finans Sektörüne İslami Finansın Dâhil Edilmesinin Aşamaları



Kaynaklar: RAM ve ISRA

4.7.5 ÜLKEYE ÖZEL TAVSİYELER

Nijerya, sukuk piyasasının geliştirilmesiyle yakından ilgilenmektedir. Ancak, Grafik 4.61'de görüldüğü gibi bu süreçte çeşitli güçlüklerle karşı karşıyadır. Tablo 4.37 ve 4.38'de arz ve talep bakımından Nijerya'nın sukuk piyasasının derinliği ve genişliğinin artırılmasına yönelik bazı öneriler özetlenmektedir. Tablo 4.39'da ülkenin altyapısının iyileştirilmesine dair tavsiyeler sunulmaktadır.

Grafik 4.61: Nijerya Sukuk Piyasasının Gelişimini Etkileyen Faktörler


Kaynaklar: RAM ve ISRA

Tablo 4.37: Arzı (Satış Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler

Sorunlar ve Güçlükler	Tavsiyeler
Kısa vadeli faizsiz likidite araçlarının olmaması	Nijerya Merkez Bankası, iftayı gelmemiş devlet sukukunun dışında, likidite yönetimi için İslami bankalara devlet sukuku ihraç etmeyi planlamaktadır. Faizsiz likidite araçları oluşturmak amacıyla kendi varlıklarının kullanılmasına imkân tanımak için Merkez Bankası Yasası'nda ve Bankalar ve Diğer Finansal Kuruluşlar Yasası'nda değişiklik yapmayı değerlendirecektir.
Eyalet sukukunun yetersizliği	Eyalet valilerinin, sukuk ihracıyla faizsiz sermaye piyasasına erişim sağlamaları teşvik edilmelidir.
Kurumsal sukukun olmaması	DBŞ'ler, kurumsal sukuk ihracına öncülük etmelidir. Bu, özel ihraççılar için bir referans teşkil edecektir.
Ulus üstü sukuk olmaması	SEC'nin IDB, AFDB ve diğer çok taraflı kuruluşları Nijerya'da uluslararası sukuk ihraç etmeye yönlendirmesi.
Şer'i uyumlu teminat veya kredi derecesinin artırılmasına ilişkin hükümlerin olmaması	SEC'nin Şer'i uyumlu teminatlara ilişkin hükümler üzerinde çalışmak için IDB ile iletişim kurması.
FSPÜ'lerin olmaması	Daha fazla Şer'i uyumlu ürünün nasıl yapılandırılacağına dair piyasa paydaşlarının eğitilmesi ve teşvik edilmesi.
Vergi teşviklerinin yetersizliği	SEC'nin, düzenleyici kurum ücretlerinin yüzde 50 indirilmesi, vergi oranının düşürülmesi ve FSPÜ'lerin ihracında daha kısa süreç tamamlanma süresi gibi teşvikleri artırmak amacıyla ek tedbirlerin alınması için diğer düzenleyici kurumlarla yakın çalışmalar yürütmesi. Ayrıca devlet kurumları dışındaki kurumlarca ihraç edilen sukuka mevcut vergi teşviklerinin tanınmasının değerlendirilmesi.

Kaynaklar: RAM ve ISRA

Tablo 4.38: Talebi (Alım Tarafı) Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler

FSPÜ'lere ilişkin yerli piyasa hakkında farkındalığın olmaması (dini gruplar arasında da)	2015'te yayımlanan Sermaye Piyasası Okuryazarlığı Ana Planı Komitesi'nin raporunda açıklandığı gibi FSPÜ'lere dair farkındalık/bilinçlendirme programlarının etkili bir şekilde yürütülmesi. Nijerya Merkez Bankası ve SEC'nin FSPÜ'lere dair mutabakat sağlanması için Ulusal Hristiyan Büyükler Forumu (NCEF) gibi etkili dini kurumlarla ilişkiler kurması.
Dış yatırımcıların olmaması	Operatörlerin dış kaynaklı faizsiz yatırım fonlarından faydalanmaya yönelik fırsatlar oluşturmak için daha çeşitli FSPÜ'leri teşvik etmesi.

Kaynaklar: RAM ve ISRA

Tablo 4.39: Altyapıyı Geliştirmeye Yönelik Tavsiyeler – Orta Vadeli Çözümler

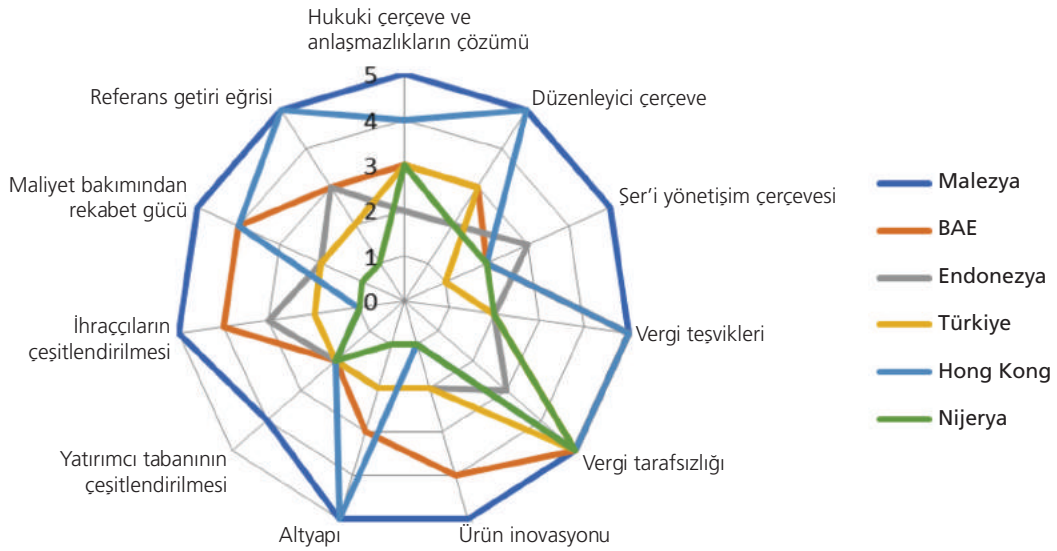
İpotekler için külfetli kayıt süreci	Tapunun ipotek vb. takyidattan arındırılması ve devrine ilişkin süreci kolaylaştırmak ve ipotek oluşturma sürecini daha az külfetli hale getirmek için Arazi Kullanım Yasası'nda değişiklik yapılmalıdır. Bu yüzden SEC, geleneksel yapılarla birlikte faizsiz yapılar kullanarak arazi edinimi için eşit şartlar oluşturmak ve iki kez onay alma gerekliliğini kaldırmak amacıyla valiler ve tapu idaresindeki ilgili paydaşlarla ilişkiler kurulmalıdır.
Tasarrufları harekete geçirmeye yönelik politikaların ve programların olmaması	Ulusal Tasarruflar Stratejisi Teknik Komitesi, bir ulusal tasarruflar stratejisine ilişkin yol haritasının yayımlanması ve uygulamaya konulmasını hızlandırmalıdır.
Düşük gelirli ve kalabalık pazar nüfusu için çok büyük risk mevcut olmasına rağmen sigortacılık hizmetlerinin düşük düzeyde kavranması	NAICOM, sigortacılık hizmetlerinin daha fazla alınmasını teşvik edecek unsurlar oluşturmak için NFH ile birlikte çalışmalıdır.
Sosyal huzursuzluk. Nijerya'da birçok etnik yapı bir arada yaşadığından azınlık çıkarları veya çeşitliliğe dayalı korkular huzursuzluk kaynağıdır.	Hükümetin sosyal, siyasi ve ekonomik sorunları ele almak için proaktif tedbirler alması gerekmektedir.

Kaynaklar: RAM ve ISRA

5. SUKUK PİYASASININ GELİŞİMİNE DAİR POLİTİKA TAVSİYELERİ

11 ana kritere göre vaka çalışmasındaki her bir ülkenin gelişim aşamalarına dair karşılaştırma tamamladıktan sonra, farklı İİT üyesi ülkelerdeki sukuk piyasalarını geliştirmek için aslında tüm ülkelere uygun tek bir çerçeve ve yol haritasının olmadığına kanaat getirilmiştir. Her bir piyasanın, istikrar düzeyine göre ölçülebilecek makroekonomik koşullara bağlı olarak kendine özgü özellikleri vardır. Örümcek ağı şeklinde verilen Grafik 5.1’de her bir ülkenin konumu özetlenmekte ve Malezya, yatırımcı tabanının çeşitlendirilmesi hariç olmak üzere tüm kriterlerde başı çekmektedir.

Grafik 5.1: İİT Ülkelerindeki Sukuk Piyasalarının Geliştirilmesinde Temel Yapı Taşları

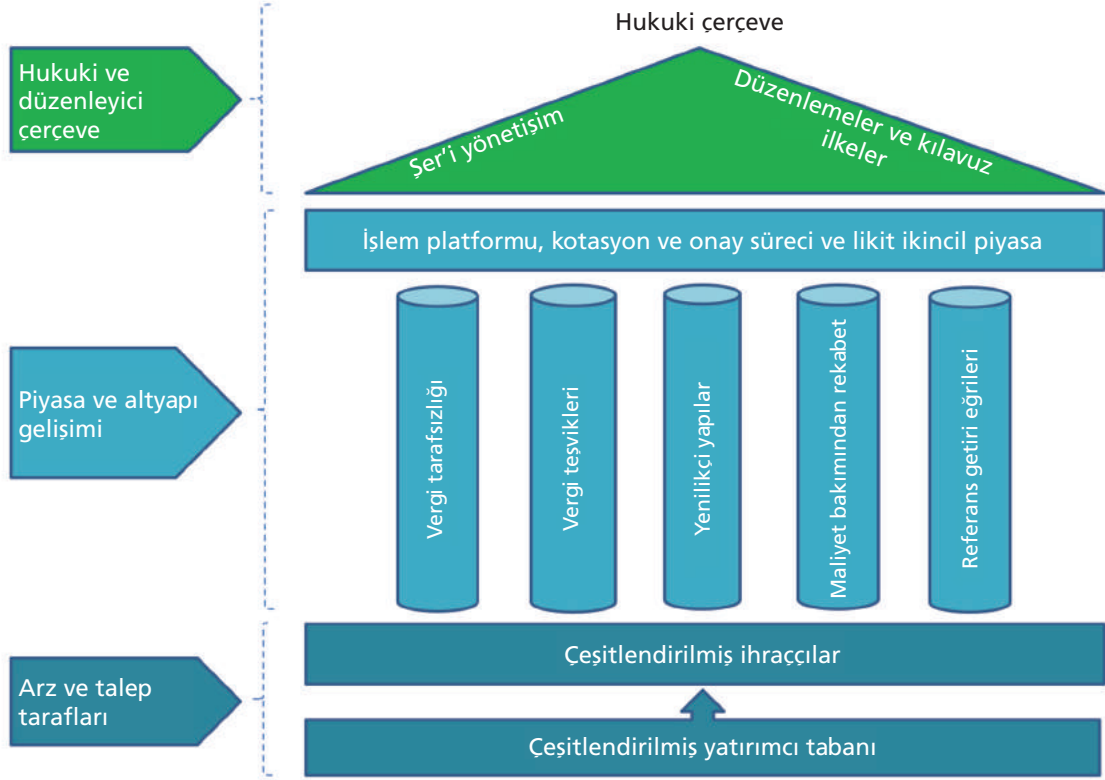


Kaynaklar: RAM ve ISRA

5.1 SUKUK PİYASALARINI GELİŞTİRMeye YÖNELİK STRATEJİK ÇERÇEVE VE YOL HARİTASI

Sukuk piyasasında önemli adımlar atmış bir ülke olarak Malezya'ya bakıldığında, olgunluk statüsüne erişmek için hem arz hem de talep oluşturulmasını kapsayan etraflı bir çerçevenin ve güçlü bir düzenleyici çerçeve ve piyasa altyapısının oluşturulmasının önemli olduğu sonucuna varılmaktadır. Şekil 5.1, her bir İİT üyesi ülkesinin gelişim durumunu ölçmek için bir araç ve ülkenin sermaye piyasası ana planına dâhil edilmesi gereken uyumlu bir yol haritasının oluşturulmasına yönelik bir rehber olarak kullanılabilir.

Şekil 5.1: Sukuk Piyasasının Uyumlu Gelişimi için Kapsamlı Bir Çerçeve



Kaynaklar: ISRA, RAM

Çerçeve 3 temel bileşenden oluşmaktadır:

1. Herhangi bir ülkede/bölgede sukuk piyasalarının geliştirilmesinde genel bir ilke olarak, Şer'i yönetişi içeren güçlü bir **hukuki ve düzenleyici çerçeve**.
2. Sukuk ihracı ve yatırımlarını kolaylaştırmaya yönelik olarak güçlü bir **piyasa ve altyapı gelişimi**.
3. Canlı bir ekosistem oluşturmak için hem arz (satış tarafı) hem de talep (alım tarafı) bakımından **çeşitlendirilmiş oyuncular** içeren bir piyasa.

Tablo 5.1'de çerçevenin her bir bileşeni detaylı olarak açıklanmaktadır.

Tablo 5.1: Sukuk Piyasalarının Geliştirilmesine Yönelik Kapsamlı Bir Çerçevenin Bileşenleri

Temel bileşenler	Gereksinimler	İşlevler
Hukuki ve düzenleyici çerçeve	1. Hukuki çerçeve	Özellikle anlaşmazlık halinde piyasa oyuncularına aşağıdaki şekilde kesinlik sağlamak:  Sukukun kendine özgü özelliklerinin dikkate alınması için ilgili yerel kanunlarda değişiklikler yaparak,

	2. Düzenlemeler ve kılavuz ilkeler	☒ Anlaşmazlıkların çözümü, iflas ve tahkim prosedürlerine ilişkin netlik sağlayarak, ☒ Bazı ülkelerde/bölgelerde içtihat hukukunun aksine medeni hukukun beraberinde getirdiği güçlüklerle ilgilenecek.
		Sukuk ve geleneksel tahviller için eşit şartlar sağlamak amacıyla destekleyici vergi kanunlarını kabul ederek. Aşağıdaki şekilde yatırımcıların korunmasını sağlamak: ☒ Borç sermaye piyasasını yönetmek için güçlü ve tek bir düzenlemeye sahip olarak, ☒ Kamuyu bilgilendirme, şeffaflık, yönetim, teknik değerlendirme ve beyanlara ilişkin gereklilikleri öngören özel kılavuz ilkeler yayımlayarak, ☒ Yabancı şirketlerin, çok uluslu kurumların ve çok taraflı kuruluşların katılımıyla politikaların sürekli olarak serbestleştirerek.
	3. Şer'i yönetim	Sukukun Şer'i uyumunu periyodik olarak değerlendirmek üzere ülke düzeyinde merkezi bir Şer'i kurum ve kontrol ve denetim de dâhil olmak üzere temel işlevleri içeren güçlü bir Şer'i yönetim çerçevesi oluşturmak. Gelişim aşamalarında sukukun baştan sona Şer'i uyumluluğunu sağlamak: ☒ Başlangıç ve kavramsallaştırma (yapılandırma) ☒ İhraç ☒ Vade dolumunda işlem
Piyasa ve altyapı gelişimi	1. İşlem platformu 2. Kayıt ve onay süreci 3. Aktif İslami para piyasası 4. Vergi tarafsızlığı	- Bireysel yatırımcılar da dâhil olmak üzere daha çeşitli bir yatırımcı tabanı için birincil ve ikincil piyasa işlemlerini kolaylaştırmak. - Süreç verimliliğini destekleyerek, pazarlama süresini kısaltarak ve ürün sunumunun kesinliğini sağlayarak ihraç sürecini hızlandırmak. - İslami bankaların likiditelerini yönetmeleri için daha kısa vadeli sukuk ihraçları gerçekleştirmek ve ikincil işlemleri artırmak. - Sukuk ve geleneksel tahviller arasında eşit şartlar oluşturmak ve bunun için varlıkların devrine ilişkin vergilerin ve kârlara ilişkin olarak uygulanan stopaj vergisinin kaldırılmasıyla daha fazla sukuk ihracı gerçekleştirilmesini teşvik etmek.

	5. Vergi teşvikleri	Şirketlerin hisse senedi piyasası yerine borç piyasası aracılığıyla fon toplamalarını ve geleneksel tahviller yerine daha fazla sukuk ihraç etmelerini teşvik etmek. Bu, vergi kolaylıkları veya indirimleriyle ve/veya ihraç maliyetlerinin azaltılmasıyla sağlanabilir.
	6. Yenilikçi yapılar	Hükümet, şirketler, bireysel yatırımcılar gibi farklı piyasa segmentlerinin ihtiyaçlarını karşılamak. ÇSY ve değer bazlı unsurlar içeren yapıların kullanım alanını genişletmek.
	7. Maliyet bakımından rekabet gücü	Mali olarak karşılanabilir kanuni ücretler, rekabetçi fiyatlandırma ve etkili bir onay sürecine dayalı olarak sukuk aracılığıyla fon toplamının cazibesini artırmak.
	8. Referans getiri eğrileri	Farklı vadelere sahip daha fazla kurumsal ihraç gerçekleştirilmesini sağlamak.
Arz ve talep taraflarında çeşitlendirilmiş piyasa oyuncuları	1. Çeşitlendirilmiş ihraççılar ve sıklıkla gerçekleştirilen ihraçlar	Hem UP hem de YP ihraçları içeren yeterli bir arz sağlamak. Farklı teşekküller tarafından ihraçlar gerçekleştirilmesini teşvik etmek:
		☒ Hükümet
		☒ Devletle bağlantılı teşekküller (veya devlet teşekkülleri/devletle ilişkili teşekküller)
	2. Çeşitlendirilmiş yatırımcı tabanı	☒ Kurumlar
		Aşağıdaki paydaşlardan talep oluşturmak ve piyasaya likidite sağlamak:
		☒ Bankacılık kurumları
		☒ Emeklilik fonları, tekâfül ve sigortacılık şirketleri, fon yönetim şirketleri, devlet varlık fonları gibi BDFAK'ların aracılığı.
		☒ Bireysel yatırımcıların dâhil edilmesi.

5.2 CANLI BİR SUKUK PİYASASININ GELİŞTİRİLMESİ İÇİN GENEL TAVSİYELER

Yukarıdaki kapsamlı çerçeveye göre Tablo 5.2'de İİT üyesi ülkelerin sukuk piyasalarını geliştirmek için uygulayabilecekleri genel tavsiyeler sunulmaktadır. Bu tavsiyeler, ilgili sukuk piyasalarının 3 aşamaya ayrılacak gelişim aşamalarına göre sunulmuştur:

1. Olgun
2. 3 alt aşamaya ayrılacak gelişmekte olan:
 - İleri düzey
 - Orta düzey
 - Başlangıç düzeyi

3. Emekleme dönemi

Politika tavsiyelerinde her bir piyasanın karşı karşıya olduğu temel sorun ve güçlükler ve mevcut makroekonomik koşulları dikkate alınmaktadır. Daha önce ele alınan her bir ölçütün gelişim durumuna bağlı olarak, yerli bir sukuk piyasasını bir sonraki gelişim aşamasına taşımak için pratik çözümler önerilmiştir. Ölçütler tüm gelişim aşamaları için geçerlidir ve yeni oluşmakta olan bir sukuk piyasasının gelişmekte olan statüsüne ve gelişmekte olan bir sukuk piyasasının olgun statüsüne yükseltilmesi için büyük öneme sahiptir.

Tablo 5.2: Sukuk Piyasasının Gelişim Aşamasına Göre Temel Sorunlar ve Tavsiyeler

Sukuk piyasasının gelişim aşaması	Sorunlar ve güçlükler	Temel tavsiyeler	Açıklama
Olgun (İİT üyesi ülkelerinden örnek olarak Malezya)	Piyasa ve altyapı gelişimi		BM'nin sürdürülebilir kalkınma hedeflerini destekleyen bir sukuk piyasası oluşturmak ve böylelikle cazibesini artırıp ana akım finans piyasaları içinde konumlandırmak.
	İslami para piyasası için kısa vadeli yatırımların yetersizliği.	İslami para piyasasının derinleştirilmesi ve ikincil işlemlerde likiditenin artırılması.	
	Öz ve hukuki biçimi vurgulayan makasidu's-serianın ruhuna gerçekten uygun yenilikçi sukuk yapılarının olmaması.	ÇSY unsurlarına dayalı DBA kavramı ve SSY'nin benimsendiği ihraçların artırılması.	
	Arz ve talep taraflarında çeşitlendirilmiş piyasa oyuncuları		
	Sosyal sorumluluk ve kâr maksimizasyonu arasında bir denge sağlayabilen yatırımcıların olmaması.	İslami finans toplulukları arasında, ticari getirilerden ödün vermeden sosyal hedeflerin gerçekleştirilmesinin vurgulandığı etki yaratan yatırıma dair daha fazla farkındalık yaratılması.	
	Bireysel yatırımcıların katılımında bulunmaması.	Vatandaşlar arasında perakende sukuka yatırım yapılması için farkındalığın artırılması.	
Gelişmekte olan (İleri düzey) (İİT üyesi ülkelerinden örnek olarak BAE ve Suudi Arabistan)	Hukuki ve düzenleyici çerçeve		Temerrüt ve/veya anlaşmazlık durumunda sukuk sahiplerine daha fazla kesinlik ve koruma sağlamak.
	Sukuk yapılandırmasını kolaylaştırmak için özellikle ayrı bir tröst kanununun mevcut olmadığı ve medeni hukukun uygulandığı ülkelerde kapsamlı bir hukuki çerçevenin olmaması ve düzenleyici çerçevede belirsizliklerin bulunması.	Yatırımcıların korunmasına ve menkul kıymetler üzerinde ipotek tesis edilmesine dair açıklık ve netliğin artırılması, temerrüt ve/veya anlaşmazlıkların (örneğin Investment Dar veya Dana Gas) önlenmesi.	

	• Merkezi olmayan Şer'i yönetim, Şer'i uyumlulukta daha fazla belirsizliğe ve muğlaklığa sebep olmaktadır ve bu da karmaşıklığı artırarak hem birincil ihracı hem de daha geniş bir yelpazedeki İslami sermaye piyasası araçlarının ikincil işlemlerini olumsuz bir şekilde etkilemektedir.	• Fikhi kararların, sukuk yapılarının ve hukuki belgelerin standardizasyonunun gözetimi için merkezi bir Şer'i kurum kurulması. Bu, yatırımcılar arasında daha fazla kesinlik oluşturarak sukuka olan talebi artıracaktır.	
	Piyasa ve altyapı gelişimi • İslami para piyasasının sığ olması ve likidite yönetimi için kısa vadeli araçların azlığı	• Kısa vadeli sukuk ihraçları gerçekleştirilmesi veya ILM sukuku satın alma taahhüdünde bulunulması.	İslami bankaların likiditelerini yönetebilmesi için daha fazla araç sunmak.
	Arz ve talep taraflarında çeşitlendirilmiş piyasa oyuncuları • Federal hükümet ve eyalet hükümetleri tarafından gösterge devlet sukuku ihraçlarının gerçekleştirilmemesi • Emeklilik fonları gibi uzun vadeli yatırımcıların yanı sıra sigortacılık ve tekâfül şirketlerinin ihtiyaçlarını karşılayan uzun vadeli sukuk ihraçlarının yetersizliği. • Yatırımcı tabanında çeşitliliğin olmaması ve BDFAK'ların daha az aracılığı ile bankacılık kurumlarının daha büyük paya sahip olması.	• Uluslararası ihraçlara ek olarak daha fazla yerli ihraç gerçekleştirilmesi. Federal hükümet ve eyalet hükümetleri, bütçe açıklarını finanse etmek için tahviller yerine sukuk aracılığıyla fon toplanmasına öncelik tanımalıdır. • Altyapı projelerini finanse etmek için özellikle hükümet tarafından daha uzun vadeli sukuk ihraçları gerçekleştirilmesi ve yerli şirketlerin daha uzun vadeli sukuk ihraç etmelerine olanak tanımak için gereken referans getiri eğrilerinin sağlanması. • Aşağıdakiler gibi çeşitli yatırımcıların talebinin artırılması: – Uzun vadeli yatırımlara ihtiyaç duyan sigortacılık şirketleri ve emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılar,	• Farklı vadelerde sürdürülebilir bir devlet sukuku ve kurumsal sukuk arzı sağlamak ve "dışlama" yerine yer açmayı teşvik etmek. • Finansman verimliliğini artırmak ve özel sektörün bankacılık kredilerine ilişkin olarak maruz kaldığı dışlama etkisi de dâhil olmak üzere yüksek kamu borcunun sebep olduğu olumsuz ekonomik ve finansal etkileri azaltmak.

		– Şu anda hisse senetlerine ve gayrimenkule daha fazla yatırım yapan yüksek net değere sahip kişiler, – Devlet varlık fonlarının yerli tahvil piyasalarına yatırım yapmasının teşvik edilmesi, – Bireysel yatırımcılar.	
Gelişmekte olan (orta düzey ve başlangıç düzeyi) (İİT üyesi ülkelerinden örnek olarak Endonezya ve Türkiye)	Hukuki ve düzenleyici çerçeve		İSP'nin gelişimi için elverişli bir ortam sağlamak.
	• Piyasadaki makroekonomik koşullar (yüksek enflasyon oranı ve oynak para birimi) sebebiyle yerli şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak için yabancı para biriminde geleneksel tahviller ihraç etmeyi tercih etmesi.	• Makroekonomik istikrarı sağlamak/iyileştirmek için hükümet ve para politikası düzeyinde çalışmalar yürütülmelidir.	
	• Sermaye piyasaları üzerindeki kısıtlamalar.	• Çok uluslu kuruluşların yerli piyasada ulusal para biriminde ve yabancı para biriminde sukuk ihraç etmesine olanak tanımak için bazı düzenlemelerin revize edilmesi.	
	Piyasa ve altyapı gelişimi		Daha etkili sermaye piyasası aracılığı sağlamak ve güvenilir bir finansman kaynağı olarak daha fazla sukuk ihracı gerçekleştirilmesini teşvik etmek. Sukuk ve geleneksel tahviller için eşit şartlar sağlayarak piyasa oyuncularına daha fazla erişim sağlanmasını temin etmek.
	• Temel piyasa paydaşları arasında farkındalık olmaması: Hizmet sağlayıcılar (yatırım bankaları, menkul kıymet şirketleri, danışmanlık şirketleri, tacirler, derecelendirme kuruluşları), bankacılık kurumları ve BDFAK'lar.	• Alternatif bir finansman kaynağı olarak sukukun önemine dair bilgilerin artırılması ve yapılandırma, ihraç ve yatırım süreçlerine ilişkin olarak farklı piyasa segmentleri arasında piyasa bilincinin teşvik edilmesi.	
	• Etkisiz ve verimsiz platformlar nedeniyle ikincil piyasa işlemlerinin olmaması.	• Verimli takas sistemleri olan etkili bir platformun geliştirilmesi.	

	Sukuk ihraç edilmesini ve yatırımcıların geleneksel tahviller yerine sukuka yatırım yapmasını teşvik eden vergi avantajlarının olmaması.	Sermaye piyasalarına daha fazla yatırımın akmasının ve sukuk ile geleneksel tahviller için eşit şartlar oluşturulmasının sağlanması için sukuka yönelik olarak vergi tarafsızlığı sağlanması ve daha fazla vergi teşviki (stopaj vergileri ve ihraç maliyeti kesintileri gibi) tanınması.
	Şer'i uyumlu biçimde hareket eden kurumsal yatırımcıların ayırt edici gereksinimlerini karşılayan cazip sukuk yapılarının yetersizliği.	Dini kurumsal yatırımcıları (örneğin vakıf ve hac fonları) sukuk piyasasına girmeleri için ikna etmek amacıyla sukuk yapılarında (örneğin vakıf bağlantılı sukuk) yenilikler yapılmasının teşvik edilmesi.
	Arz ve talep taraflarında çeşitlendirilmiş piyasa oyuncuları	
	Uzun vadeli yatırım yapan yatırımcıların ihtiyaçlarını karşılamak için altyapı projelerini finanse eden uzun vadeli ihraçların olmaması/ yetersiz olması.	Başta kamu hizmetleri (örneğin telekomünikasyon, elektrik, su, enerji) veren şirketler veya altyapı projeleri gerçekleştiren şirketler (örneğin belediye şirketleri) olmak üzere DT'lerin ve köklü ve büyük şirketlerin sukuk ihraç etmelerinin teşvik edilmesi.
Emekleme dönemi (İİT üyesi ülkelerinden örnek olarak Nijerya ve sukuk piyasasına yeni girmiş olan birçok Afrika ülkesi)	Kritik öneme sahip kurumsal yatırımcıların olmaması.	Emeklilik fonlarının kurulmasını artıracak zorunlu bir emeklilik planı veya ulusal tasarruf stratejisinin uygulanması.
	Hukuki ve düzenleyici çerçeve	
	Güçlü bir hukuki ve düzenleyici çerçeveye yönelik ihtiyaç.	Tapunun ipotek vb. takyidattan arındırılması ve devrine ilişkin süreci kolaylaştırmak ve ipotek oluşturma sürecini daha az külfetli hale getirmek için ilgili yasalarda (örneğin arazi kullanım yasası) değişiklik yapılması.
	- Bankalar ve BDFAK'lere daha fazla yatırım aracı sunmak. - Yatırımcı tabanlarının çeşitlendirilmesine ilişkin çalışmaları güçlendirmek.	
	- Sukuk ihraçı için daha hızlı ve sorunsuz bir onay süreci sağlamak. - Sukuka ilişkin kotasyon sürecini basitleştirmek.	

	Sosyal huzursuzluk. Nijerya’da çeşitli dini inançlara sahip birçok etnik yapı bir arada yaşadığından azınlık çıkarları veya çeşitliliğe dayalı korkular huzursuzluk kaynağıdır.	Hükümetin sosyal, siyasi ve ekonomik sorunları ele almak için proaktif tedbirlere başvurması gerekmektedir.	
	Piyasa ve altyapı gelişimi		Daha etkili sermaye piyasası aracılığı sağlamak ve güvenilir bir finansman kaynağı olarak daha fazla sukuk ihracı gerçekleştirilmesini teşvik etmek.
	Altyapı projelerini finanse etmek için etkili bir finansman aracı olarak sukukun önemi ve faydalarına dair farkındalık olmaması.	Hükümet, düzenleyici kuruluşlar ve piyasa oyuncuları, az gelişmiş ekonomilerde altyapı projelerini finanse etmek için etkili bir finansman aracı olarak sukukun teşvik edilmesi için ortak çalışmalar yürütmelidir.	
	Gayrimüslim dini gruplar arasında İSP araçlarına dair farkındalık olmaması.	Etkili dini kurumlar ile daha fazla ilişki kurularak gayrimüslim nüfusun sukuk ve diğer İSP araçlarına dair daha fazla bilgi sahibi olmasının teşvik edilmesi.	
	Arz ve talep taraflarında çeşitlendirilmiş piyasa oyuncuları		Yatırımcı tabanını çeşitlendirmek.
	Finansal tabana yayılma sorunları ve ülkedeki toplam nüfusa kıyasla çalışan nüfusun oranının düşük olması.	Düşük gelirli grupların ve tüm piyasanın tekâfül veya sigorta hizmetleri almasının teşvik edilmesi ve böylelikle uzun vadeli sukuk satın alma taahhüdünde bulunacak daha fazla tekâfül/sigorta şirketinin kurulmasının teşvik edilmesi.	

Kaynaklar: RAM ve ISRA

6. SONUÇ

Bu son bölümde çalışmanın 3 ana boyuta ayrılabilen temel bulguları ve tavsiyeleri özetlenmektedir:

- Sukuk yapıları
- Sukuk ihraçları (arz – satış tarafı)
- Sukuk yatırımları (talep – alım tarafı)

Bu 3 boyut, vaka çalışmalarında sukuk piyasalarının gelişimini ölçmek ve ilgili ülkenin karşı karşıya olduğu ana sorunları değerlendirmek için kullanılmıştır. Bir sukuk piyasasının gelişimi için Tablo 6.1’de örneklendiği gibi 3 temel bileşenin vurgulandığı kapsamlı bir çerçeveye sahip olmak büyük önem taşır.

Tablo 6.1: Sukuk Piyasalarının Geliştirilmesine Yönelik Kapsamlı Bir Çerçevenin Temel Bileşenleri

Bileşen	Rol	Sorumlu Paydaş
Hukuki ve düzenleyici çerçeve	Sukuk ve geleneksel tahviller için eşit şartlar sağlamak amacıyla mevcut hukuki, düzenleyici ve Şer’i yönetim ve vergiye ilişkin çerçevelerin iyileştirilmesi.	• Maliye bakanlığı (veya ona eşdeğer bir kurum) • Sermaye piyasası kurumu • Vergi idaresi • Ulusal Şer’i danışma kurulu
Piyasa ve altyapı gelişimi	İkincil işlemleri desteklemek için İslami bir para piyasasının, şeffaflık, ihraçların izlenmesi ve fiyat rehberliği için elektronik bir işlem platformunun oluşturulması. Piyasa oyuncularını sukuk piyasasına çekmek için farklı ticari özelliklere (vergi tarafsızlığı ve teşvikleri, rekabetçi maliyetler, çeşitli ihtiyaçlara cevap veren yenilikçi yapılar ve referans getiri eğrileri) sahip ulusal para biriminde ve yabancı para birimlerinde sukuk ihracının teşvik edilmesi.	• Merkez bankası • Menkul kıymetler ve emtia borsaları • Maliye bakanlığı (veya ona eşdeğer bir kurum) • Vergi idaresi • Merkez bankası • Devletle ilişkili teşekküller veya onlara eşdeğer teşekküller (DT’ler/DBS’ler) • Kurumsal ihraççılar
Arz ve talep taraflarında çeşitlendirilmiş piyasa oyuncuları	Sukuk ihracı için arz (satış tarafı) ve talebin (alım tarafı) desteklenmesi.	• Hükümet • Hizmet sağlayıcılar (yatırım bankaları, menkul kıymet şirketleri, danışmanlık şirketleri, aracılar, tacirler, derecelendirme kuruluşları) • Bankacılık kurumları ve holding şirketleri • BDFAK’lar

Kaynaklar: RAM ve ISRA

Bu çalışma, şirketlerin öncülük ettiği aktif bir UP tahvil piyasasına sahip ülkelerin alternatif bir finansman yöntemi olarak sukukun teşvik edilmesini kolaylaştırdığını göstermektedir. Aşağıdaki alt bölümlerde yukarıda bahsedilen boyutlara göre farklı sukuk piyasalarının mevcut durumu özetlenmektedir.

6.1 SUKUK YAPILARI

AAOIFI'nin yatırım sukukuna dair 17 numaralı Şer'i Standardı, özellikle Arap ülkelerinde çeşitli sukuk yapılarının ihracı için zemin hazırlamıştır. İcâre sözleşmeleri, bölgedeki sukuk ihraçlarının büyük bir kısmını oluştururken, son dönemlerdeki eğilimler, maddi varlıkları (icâre varlıkları ve hisse senetleri gibi) ve borç alacaklarını (murâbaha veya istisna işlemlerinden kaynaklananlar) birleştiren vekâlet/ vekâle bi'l-istismâr sözleşmelerinin de rağbet kazandığını göstermektedir. 2003 ve 2005 yıllarında IDB tarafından gerçekleştirilen gösterge vekâle bi'l-istismâr ihraçları, diğer piyasa oyuncularını (Türk özel sektör ihraççıları dâhil) da etkileyerek aynı yapıyı kullanmalarının önünü açmıştır.

Benzer bir senaryo, Malezya hariç olmak üzere Asya'da da görülebilir. Brunei, Pakistan ve Endonezya, ihraçlarının çoğunda dayanak Şer'i sözleşme olarak icâre yapısını kullanmaktadır. Bölgedeki diğer ülkelere farklı şekilde Malezya, ağırlıklı olarak murâbaha olmak üzere farklı Şer'i sözleşmelere dayalı sukuk ihraçları gerçekleştirmektedir. Bu, Şer'i uzmanların farklı görüşlerinden kaynaklanmaktadır. Örneğin, Ağustos 1996'da Malezya'nın İSP araçlarının geliştirilmesine yönelik kavramlardan biri olarak bey'u'd-deynin SC'nin SDK'sı tarafından kabul edilmesinin ardından Malezya'da borç alım-satımı veya bey'u'd-deyn yaygın bir uygulama haline gelmiştir. Yıllar boyunca, Malezya'daki uygulamalar uluslararası standartlara yakınsamış, bu nedenle ikincil ticaret ile ilgili AAOIFI şartlarına uygun olan Vekâlet/Vekâle bi'l-istismâr sukuku ihraçları artmıştır.

Sukuk ihraç eden birçok Afrika ülkesinde en çok kullanılan Şer'i sözleşme icaredir. Piyasa katılımcılarının buna ilişkin olarak bildirdiği gerekçeler arasında inşaat projelerinin finanse edilmesinde esneklik, alınıp satılabilirlik ve uygunluk bakımından basit özellikler yer almaktadır. Murâbaha yapısının aksine icâre yapısı, bir borsada sukuk aracının ikincil işlem görmesine olanak tanır ve bu, yatırımcıların işleme katılımının artırılmasına yardımcı olur. Ayrıca, icâre sözleşmesi yapısı gereğince otomatik olarak sukuk yatırımcılarına kupon ödemeleri şeklinde gerçekleşen periyodik kira ödemeleri oluşturmak üzere tasarlanır. Diğer yandan, Gambiya likidite yönetimi için selem sözleşmesine dayalı kısa vadeli sukuk ihraç etmektedir.

Vaka çalışmalarına ve seçilen ülkelere yapılan saha ziyaretlerine göre, Tablo 6.2'de açıklandığı gibi çeşitli sukuk piyasaları, sukuk yapıları bakımından birtakım sorun ve güçlüklerle karşı karşıyadır.

Tablo 6.2: Sukuk Piyasalarının Temel Sorunları ve Güçlükleri – Sukuk Yapıları

Sorunlar	Etkilenen ülkeler	Tavsiyeler
Sosyal hususlar ve ticari değerlerin dengeli bir karışımına sahip sukuk yapılarının sınırlı olması	- Malezya - BAE - Endonezya - Türkiye - Hong Kong - Nijerya	ÇSY taramasına dayalı DBA kavramı ve SSY'nin benimsendiği yeşil ve sosyal sorumluluk boyutu olan sukuk ihraçlarının artırılması.
Şer'i uyumlu biçimde hareket eden kurumsal yatırımcıların ayırt edici gereksinimlerini karşılayan cazip sukuk yapılarının yetersizliği	- BAE - Endonezya - Nijerya - Türkiye - Hong Kong	Dini kurumsal yatırımcıları (örneğin vakıf ve hac fonları) sukuk piyasasına girmeleri için ikna etmek amacıyla sukuk yapılarında (örneğin vakıf bağlantılı sukuk) inovasyonun sınırlarının genişletilmesi.
İSP araçları hakkında bilgi eksikliği (İslami yapılar ve ilkelere aşina olmama)	- Endonezya - Türkiye - Hong Kong - Nijerya	Konferanslar, eğitimler ve seminerlerle İSP ürünlerine dair piyasa bilincinin artırılması.

Kaynaklar: RAM ve ISRA

6.2 SUKUK İHRAÇLARI (ARZ – SATIŞ TARAFI)

Küresel petrol fiyatlarının düşük seviyesini koruması nedeniyle başta KİK ülkeleri olmak üzere Arap ülkeleri bütçe açıklarını finanse etmek için aktif bir şekilde ulusal para ve yabancı para birimlerinde devlet sukuku ihraç etmektedir. Bahreyn, Katar ve BAE bir süredir sukuk yoluyla hükümete finansman tedarik ederken, Umman ve Suudi Arabistan hükümetleri ancak 2017’de sukuk piyasasına girmeye başlamıştır. Nisan 2017’de Kuveyt de borç toplamak için komşuları ile aynı yolu izlemiş, ancak ilk referans getiri eğrisini oluşturmak için geleneksel bir uluslararası tahvil kullanmayı seçmiştir.

KİK’de devletlerin tahvil veya sukuk ihraç etme kararı, hedef yatırımcı tabanına, sukuk yapısının kolaylığına ve İslami finans stratejisine göre belirlenir; çünkü sukukun yapılandırılması geleneksel tahvillere kıyasla daha karmaşık ve zaman alan bir süreçtir. KİK’de, kurumsal ihraççılar çoğunlukla İslami finans kuruluşları ve devletle ilişkili teşekküllerdir, ancak Suudi Arabistan’da diğer kurumsal sektörlerin (örneğin havacılık, kimya, gıda işleme, sanayi ve petrol ve gaz) çeşitliliği görülmektedir.

Asya’da sukuk piyasasına Malezya ve Endonezya hâkimdir. Malezya’nın hâkimiyeti kurumsal ihraçlarından kaynaklanırken, Endonezya’nın devlet sukuku ihraçları, hacim ve ihraç sayısı bakımından artmaktadır. Özellikle Hong Kong, önce 2014’te devlet sukuku ihraç eden ilk İT üyesi olmayan Asya ülkesi olmuş, daha sonra 2015 ve 2017 yıllarında 2 tane daha ihraç gerçekleştirmiştir. Sadece devlet sukuku ihraç eden diğer ülkeler Brunei ve Bangladeş’tir. Endonezya ve Malezya’nın yarı devlet ve kurumsal sukuk ihraçlarında sektörel çeşitlilik gözlemlenebilir. Ancak Malezya, ihraç sayısı ve ihraç tutarı bakımından diğer ülkelerin üzerinde yer almaktadır. Malezya, sukuk ihracı bakımından hâlâ dünyanın en büyük pazarıdır ve Haziran 2017 sonu itibarıyla toplam küresel sukuk ihracının yüzde 48,0’ını (15,4 milyar ABD doları) gerçekleştirmiştir.

Afrika’da Gambiya, Sudan, Nijerya, Senegal, Güney Afrika, Togo ve Fildişi Sahili çoğunlukla altyapı projelerini finanse etmek için sukuk ihraçları gerçekleştirmektedir. Özellikle, Gambiya sukuku likidite yönetim aracı olarak kullanmaktadır. Her şeye rağmen, Afrika’nın sukuk piyasası henüz yeni oluşmaktadır ve ağırlıklı olarak devlet ve merkez bankası ihraçları söz konusudur. Devlet sukuku referans getiri eğrilerinin oluşturulmasıyla düzenleyici kurumlar, kurumsal oyuncuların yerli İSP’lere cezbedileceği konusunda iyimserdir. Ancak, henüz erkendir ve şirketlerin sukuk ihraç etmeleri için gereken değer önerisinin oluşturulmasında aşamalı olarak ilerleme kaydedilmesi gerekmektedir.

Vaka çalışmalarına ve seçilen ülkelere yapılan saha ziyaretlerine göre, Tablo 6.3’te açıklandığı gibi sukuk piyasaları, arz bakımından birtakım önemli sorun ve güçlüklerle karşı karşıyadır.

Tablo 6.3: Sukuk Piyasalarının Temel Sorunları ve Güçlükleri – Arz Tarafı

Sorunlar	Etkilenen ülkeler	Tavsiyeler
Özellikle devlet sukuku ihraçlarında ulusal para biriminde sukuk ihracının sınırlı olması/ gerçekleştirilmemesi	• BAE • Endonezya • Türkiye • Hong Kong • Nijerya	Yerli sukuk piyasasını derinleştirmek için ulusal para birimindeki sukuk ihraçlarının gerekliliğine dair daha fazla farkındalık oluşturulması.
İslami para piyasası faaliyetleri ve araçlarının azlığı	• BAE • Endonezya • Türkiye • Hong Kong • Nijerya	Kısa vadeli sukuk ve diğer İslami para piyasası araçlarının ihracının artırılması. IILM’nin kısa vadeli sukukunu satın alma taahhüdünde bulunulması.

Kurumsal ihraççılar için maliyet bakımından rekabet gücünün söz konusu olmaması	• Endonezya	Dini kurumsal yatırımcıları (örneğin vakıf ve hac fonları) sukuk piyasasına girmeleri için ikna etmek amacıyla sukuk yapılarında (örneğin vakıf bağlantılı sukuk) inovasyonun sınırlarının genişletilmesi.
Perakende sukukun olmaması/sınırlı olması	• Malezya • BAE • Türkiye • Hong Kong • Nijerya	Perakende sukuk getirilerinin sabit vadeli mevduat faiz oranlarına kıyasla daha cazip ve avantajlı hale getirilmesi.

Kaynaklar: RAM ve ISRA

6.3 SUKUK YATIRIMLARI (TALEP – ALIM TARAFI)

Başta KİK olmak üzere Arap ülkelerindeki finans sektörüne genellikle bankacılık sektörü öncülük etmektedir. BDFAK'lar KİK'de sınırlı bir mevcudiyete sahiptir. Yatırım fonları, çeşitli ülkelerde hızlı bir şekilde artmaktadır, ancak büyük oranda yerli hisse senetleri ve gayrimenkule odaklanmaktadır. Sigortacılık sektörü hâlâ küçüktür ve can ve mal kaybı risklerini hedef almaktadır. Sözleşmeye dayalı tasarruflar yeterli düzeyde gelişmemiştir ve çoğunlukla "gelirin tahakkuku anında yapılan kesinti" planları olarak tanımlanan kamu emeklilik sistemlerinin hâkimiyeti görülmektedir. Çoğu yatırım fonu bankalara ait olduğundan KİK'deki yerli yatırımcılar büyük oranda yerli finans kuruluşlarından oluşmaktadır. KİK'nin son tahvil (sukuk dâhil) ihraçlarındaki yatırımcı profiline ilişkin yapılan bir değerlendirmede yatırımcıların çoğunun yabancı olduğu görülmüştür. Birleşik Krallık, Avro Bölgesi ve Japonya'da tahvil getirilerinin negatif veya sıfıra yakın olması nedeniyle bu yatırımcılar Körfez bölgesindeki tahvil getirilerine yönelmektedir.

Asya'da Hong Kong ve Malezya BDFAK'ların güçlü aracılık faaliyetleriyle kendi finans piyasalarında sağlıklı gelişmeler yaşamaktadır. Diğer yandan Endonezya, GSYH'sine kıyasla tedavüldeki tahvil piyasasının oranını artırmak için çalışmalar yürütmektedir. McKinsey Asya Sermaye Piyasaları Gelişim Endeksi'ne göre Malezya, finansman ölçeği, yatırım fırsatları ve fiyatlandırma verimliliği bakımından 3,25 puanla (5 üzerinden) Asyalı komşularının üzerinde yer alırken Endonezya'nın puanı 2,20'dir.

Diğer bölgelere bakıldığında, Afrika ülkeleri 1980'lerin sonunda ve 1990'larda IMF ve Dünya Bankası tarafından desteklenen yapısal uyum programları kapsamında finans piyasalarını serbestleştirmiştir. Yapılan reformlar arasında kredi tavanlarının kaldırılması, faiz oranlarının serbestleştirilmesi, devlete ait bankaların yeniden yapılandırılması ve özelleştirilmesi ve özel bankacılık sistemleri ve finans piyasalarının gelişimini teşvik etmek için çeşitli tedbirlerin uygulanması yer almaktaydı. GSYH'nin yüzdesi olarak tedavüldeki tahviller ve piyasa değerinin artmasına bakılarak, Güney Afrika'nın finans piyasasının, diğer Afrika ülkelerine kıyasla en gelişmiş piyasa olduğu söylenebilir. Ancak, Afrika'nın finans sistemi diğer yükselen piyasalara kıyasla hâlâ az gelişmiş olarak sınıflandırılmaktadır. Yatırımcı profiline bakıldığında, Afrika'nın borçlanma senetlerini genellikle yabancılar satın almaktadır. Afrika hükümetleri, BDFAK'ların gelişimini hızlandırmak için tedbirler uygulasa da finansal tabana yayılma ve düşük tasarruf oranı gibi güçlükler gelişimi sekteye uğratmaktadır.

Sukuk piyasasının talep bakımından karşı karşıya olduğu sorun ve güçlükler Tablo 6.4'te sunulmaktadır.

Tablo 6.4: Sukuk Piyasalarının Temel Sorunları ve Güçlükleri – Talep Tarafı

Sorunlar	Etkilenen ülkeler	Tavsiyeler
Bireysel yatırımcıların katılımda bulunmaması	- Malezya - BAE - Türkiye - Hong Kong - Nijerya	Perakende sukuka yatırım yapılması için halkın farkındalığının artırılması.
Sermaye piyasalarında aracılık düzeyinin düşük olması	- Endonezya - Türkiye - Nijerya	Ülkenin makroekonomik koşullarının (örnek, oynak para birimi, yüksek enflasyon oranı) iyileştirilmesi için daha fazla çalışma yürütülmesi.
Uzun vadeli sukuk ihraç edilmemesi	- BAE - Türkiye - Nijerya - Hong Kong	Yerli şirketlerin daha uzun vadeli ihraçlar gerçekleştirmesine olanak tanıyacak gerekli referans getiri eğrilerini sağlamak için hükümetler ve DİT'lerin/DT'lerin farklı vadelerde ve daha sıklıkla sukuk ihraç etmesi. Geleneksel tahviller ve sendikasyon finansmanına yönelik ikili anlaşmalar yerine sukuk aracılığıyla altyapı projelerinin finanse edilmesi.
İhraç maliyetinin rekabetçi olmaması	- BAE - Endonezya - Türkiye - Nijerya	Stopaj vergilerinin, varlık devri için uygulanan vergilerin, varlık devir işlemine ilişkin damga vergisinin, tapu senetlerinin devrine ilişkin harç ve ücretlerin ve kurumlar vergisinin kaldırılması.
Dar yatırımcı tabanı – kritik öneme sahip kurumsal yatırımcıların olmaması	- BAE - Endonezya - Türkiye - Nijerya - Hong Kong	Uzun vadeli yatırım araçlarına ihtiyaç duyan BDFAK'ların talebinin artırılması.

Kaynaklar: RAM ve ISRA

Sonuç olarak, bir ülkenin ekonomisinin inşasında finansal kaynakların harekete geçirilmesi, kendi kendine sürdürülebilir kalkınmanın temelini oluşturmaktadır. Disiplinli makroekonomik politikalar ve mali politikalar, vergi gelirleri ve vergi dışı gelirlerin yönlendirilmesine ilişkin açık ve net hedefler ve sorumlu kamu harcamalarını içeren belirli hükümet stratejileri, organik büyümenin sağlanması için büyük öneme sahiptir. Yatırım için gereken finansal kaynakların elde edilmesini mümkün kılan elverişli ortamın teşvik edilmesi bakımından asıl sorumluluk hükümete aittir. Yerel politikaları belirleyenler, yönetişimin durumunu, makroekonomik ve mikroekonomik politikaları, finans sisteminin durumunu ve ülkenin ekonomik ortamının diğer temel unsurlarını tespit ederler. Finans ekosisteminin oluşturulmasında özel sektörün katılımını teşvik etmeye yönelik proaktif tedbirlerle bir ülke, “etkin güç” statüsünü kazanmaya yönelik uzun vadeli vizyonunu gerçekleştirebilecektir.

KAYNAKLAR

- Arab Monetary Fund Hesaplaması (2016). *Arab Financing Facility for Infrastructure, OPEC Fund for International Development*. Erişim adresi: <http://www.amf.org.ae/en/content/arab-monetary-fund-and-world-bank-group-launch-report-pension-systems-arab-region>
- Asian Bonds Online. Erişim adresi: <https://asianbondsonline.adb.org/>
- Asya Kalkınma Bankası (2013). *Broadening the Investor Base for Local Currency Bonds in ASEAN+2 Countries*. Erişim adresi: <https://www.adb.org/publications/broadening-investor-base-localcurrency-bonds-asean2-countries>
- Asya Kalkınma Bankası (Haziran 2017). *Asia Bond Monitor*. Erişim adresi: <https://www.adb.org/publicatireutersons/asia-bond-monitor-june-2017>
- Asya Kalkınma Bankası (Mart 2014). *Asia Bond Monitor*. Erişim adresi: <https://www.adb.org/publications/asia-bond-monitor-march-2014>
- Baby, A. (Temmuz 2016). UAE Must Tap Local Currency Bond Market. *Khaleej Times*. Erişim adresi: <https://www.khaleejtimes.com/business/uae-must-tap-local-bond-market>
- Banwo & Ighodalo, (2017). *Pencom Releases the Amended Regulations on Investment of Pension Fund Assets*, Erişim adresi: <http://www.banwo-ighodalo.com/assets/resources/c298d277a5c4b3e494f3a98806ce95e2.pdf>
- Bayina Advisors (2010). *KİK Borç Piyasası Raporu*. Erişim adresi: <http://www.bayina.net/Images/GCC.pdf>
- Bloomberg (19 Nisan 2017). GCC Fixed Income Chart Book: 1Q 2017 Review, *NBAD Global Markets*. Erişim adresi: https://www.nbad.com/content/dam/NBAD/insights-2017/documents/gcc-fixed-income/gcc-fixed-income-chart-book_9M%202017_12.10.2017.pdf
- Bloomberg (24 Ağustos 2017). “Türkiye şirket tahvillerinin kurtarma planına ihtiyacı var” Erişim adresi: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-08-24/fund-manager-calls-for-turkish%20corporate-bond-market-rescue-fund>
- BNM (2016). *Risk Developments and Assessment of Financial Stability in 2016*. Erişim adresi: <https://www.bnm.gov.my/files/publication/fsps/en/2016/cp01.pdf>
- Bouyarmoun, A. (8 Mayıs 2016). UAE Cabinet Approves Sharia Authority Launch. *The National*. Erişim adresi: <https://www.thenational.ae/business/uae-cabinet-approves-sharia-authority-launch-1.202169>
- Cbonds Finans Verileri. Hong Kong: Bonds. Erişim adresi: <http://em.cbonds.com/countries/Hong-kong-bond>
- CBUAE (2016). *Finansal İstikrar Raporu*. Erişim adresi: https://www.centralbank.ae/en/index.php?option=com_content&view=article&id=173&Itemid=231
- Chan, K. C., Finansal Hizmetler ve Hazine Sekreteri (15 Ekim 2014). Basın Açıklaması LCQ22: *Hong Kong’da İslami Tahvil Piyasasının Gelişimi*. Erişim adresi: <http://www.info.gov.hk/gia/general/201410/15/P201410150647.htm>
- Chan, N. T. L. (18 Eylül 2017). Hazine Piyasaları Zirvesi 2017’de Açılış Konuşması: *Building ‘Hong Kong’ as a Brand for Financial Services: Beyond Marketing*. Erişim adresi: <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/speech-speakers/ntlchan/20170918-1.shtml>

- Curtis, M-P. (2013). *Sukuk in the Sultanate of Oman*, Erişim adresi: <http://omanlawblog.curtis.com/2013/02/sukuk-in-sultanate-of-oman.html>
- Deloitte (2015). *Yatırım ve Büyümeyi Teşvik Etmek için Dubai'nin Borç Piyasasının Geliştirilmesi*. Erişim adresi: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/xs/Documents/finance/me_fa_dubai-economic-council-2015.PDF
- Dey, D. (2014). Sukuk on the World Stage, *Winter 2014 ACT Middle East Treasurer*, ss. 16-17.
- DIEDC (2013). *Dubai: İslami Ekonominin Başkenti*. Erişim adresi: www.iedcdubai.ae/assets/uploads/files/DIEDC%20powerpoint_1464192004.pdf
- DIEDC (2017). *Dubai: İslami Ekonominin Başkenti*. Erişim adresi: [http://www.iedcdubai.ae/assets/uploads/files/DIEDC%20ENGLISH%20OVERVIEW%20MARCH%202017%20FINAL%20\(1\)_1490694328.pdf](http://www.iedcdubai.ae/assets/uploads/files/DIEDC%20ENGLISH%20OVERVIEW%20MARCH%202017%20FINAL%20(1)_1490694328.pdf)
- DIEDC (2017a). *BAE'de İslami Finansın Gelişimine Genel Bakış*.
- DIFC (2009). *Dubai İslami Finans Merkezi Sukuk Rehberi*. Erişim adresi: <http://www.cibafi.org/ControlPanel/Documents/Laws/Dubai%20International%20Financial%20Centre%20Sukuk%20Guidebook%20UAE.pdf>
- DIFC (2009a). *Ulusal Para Birimindeki Borç Piyasasının Gelişimine Dair Rapor*. Erişim adresi: https://www.difc.ae/files/1214/5535/3552/White_Paper_on_Local_Currency_Debt_Market_Development.pdf
- DMO (2016). *Nijerya Borç Yönetim Ofisi Yıllık Raporu 2016*, Erişim adresi: <https://www.dmo.gov.ng/publications/reports/dmo-annual-report-statement-of-accounts/2115-2016-annual-report>
- Dünya Bankası Grubu (Haziran 2015). *Improving the Quality of Financial Intermediaries in the Gulf Cooperation Council Countries*. Erişim adresi: <http://documents.worldbank.org/curated/en/665641467998781808/Improving-the-quality-of-financial-intermediation-in-the-Gulf-Cooperation-Council-GCC-Countries>
- Edbiz (2014). *Küresel İslami Finans Raporu*. Erişim adresi: http://gifr.net/gifr2014/ch_01.pdf
- EFInA (2017). *Enhancing Financial Innovation and Access, Key Findings Access to Financial Services in Nigeria (A2F) 2016 Survey*. Erişim adresi: <http://www.efina.org.ng/assets/A2F/2016/Key-Findings-A2F-2016.pdf>
- Emeklilik Gözetim Merkezi (Temmuz 2017) *Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu*. Erişim adresi: <http://www.egm.org.tr/?pid=358>
- Endonezya Cumhuriyeti Ulusal Kalkınma Planlama Bakanlığı (Aralık 2014). *Endonezya'nın İslami Finans Mimarisi Ana Planı*. Erişim adresi: https://www.bappenas.go.id/files/publikasi_utama/Ringkasan%20Eksekutif%20Arsitekt%20Keuangan%20Syariah%20Indonesia%20-%20English%20Version.pdf
- Endonezya Finansal Hizmetler Kurumu. *Endonezya Sermaye Piyasası Ana Planı (2005-2009)* Erişim adresi: <https://www.scribd.com/document/28309612/Indonesian-Capital-Market-Ana-Plan-2005>
- Endonezya Finansal Hizmetler Kurumu. *Endonezya Şer'i Sermaye Piyasası Yol Haritası (2015-2019)* Erişim adresi: <http://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/berita-dan-kegiatan/publikasi/Pages/Roadmap>
- Endonezya Finansal Hizmetler Kurumu. *Endonezya'nın Sermaye Piyasası ve Bankacılık Dışı Finans Sektörü (BDFS) Ana Planı (2010-2014)* Erişim adresi: <http://www.ojk.go.id/en/berita->

dan-kegiatan/publikasi/Documents/Pages/Indonesian-Financial-Services-Sector-Master-Plan-2015-2019/MPSJKI%20OJK%20Final_Eng.pdf

Euromoney (4 Nisan 2017). *Kuwait Leads and Follows with Bond Debut*. Erişim adresi: <https://www.euromoney.com/article/b12khplqcys55d/kuwait-leads-and-follows-with-bond-debut>

G20 (2016). *Turkey 2016 Growth Strategy Update*. Erişim adresi: <http://www.g20.utoronto.ca/2016/2016-growth-turkey.pdf>

Global Sustainable Investment Alliance (2016). *Global Sustainable Investment Review 2016*. Erişim adresi: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.Fpdf

Grassa, R. ve Gazdar, K. (2014). Law and Islamic Finance: How Legal Origins Affect Islamic Finance Development, *Borsa Istanbul Review*, 14(3): 158-66.

Gulf News Banking (22 Ocak 2017). *Sukuk issuance in core Islamic markets set to pick up pace in 2017*. Erişim adresi: <http://gulfnews.com/business/sectors/banking/sukuk-issuance-in-core-islamic-markets-set-to-pick-up-pace-in-2017-1.1965796>

Gulf Traffic (Temmuz 2017). *GCC Transportation Construction Market, Ventures ONSITE for Gulf Traffic*. Erişim adresi: <https://www.gulftraffic.com/content/dam/Informa/gulftraffic/en/2017/pdf/GCC%20Transport%20Construction%20-%20July%202017.pdf>

Haneef, R. (2009). "Asset-Backed" to "Asset-Light" Structures: The Intricate History of Sukuk, *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 1(1): 103-127.

Hassan, R., Mat Yaman, K., Othman, A. A. ve Yusoff, A. (2012). The Role of a Trustee in Sukuk: The Malaysian Perspective, *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 6(11): 326-330.

Hong Kong ÖİB (2007). *The 2007-08 Policy Address: A New Direction for Hong Kong*. Erişim adresi: <https://www.policyaddress.gov.hk/07-08/eng/docs/policy.pdf>

Hong Kong Para Kurumu (11 Eylül 2014). *Press Releases : HKSAR Government's Inaugural Sukuk Offering*. Erişim adresi: <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/press-releases/2014/20140911-3.shtml>

Hong Kong Para Kurumu (28 Mayıs 2015) *Press Releases: HKSAR Government's Sukuk Offering*. Erişim adresi: <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/press-releases/2015/20150528-3.shtml>

Hong Kong Para Kurumu ve Dubai Uluslararası Finans Merkezi Kurumu (26 Mayıs 2008). *Press Releases: HKMA and the DIFC Authority Sign Memorandum of Understanding to Cooperate in the Areas of Islamic Finance and Financial Infrastructure*. Erişim adresi: <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/press-releases/2008/20080526-4.shtml>

Hong Kong Para Kurumu ve Malezya Merkez Bankası (3 Aralık 2013) *Press Releases: First meeting of the Joint Forum on Islamic Finance between Hong Kong and Malaysia*. Erişim adresi: <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/press-releases/2013/20131203-5.shtml>

Hong Kong: Çin'in Küresel Finans Merkezi. Erişim adresi: <http://www.investhk.gov.hk/zh-hk/files/2012/11/2012.11-fs-pitchbook-en.pdf>

Hong Kong'un Para Kurumu (22 Şubat 2017). *Press Releases: HKSAR Government's Sukuk Offering*. Erişim adresi: <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/press-releases/2017/20170222-3.shtml>

Howladar, K. (2006). Shari'ah and Sukuk A Moody's Primer. *International Structured Finance Special Report*. Erişim adresi: www.assaif.org/content/download/584/4385/file/MDYs%20SukukShariah.pdf

- HSBC Global Connection (16 Eylül 2016). *UAE Debt Law to Awaken Sleeping Giant Bond Market*. Erişim adresi: <https://globalconnections.hsbc.com/uae/en/articles/uae-debt-law-awaken-sleeping-giant-bond-market>
- IFAAS (2014). *Endonezya'nın İslami Finans Mimarisi Ana Planı*. Endonezya Cumhuriyeti: Ulusal Kalkınma Planlama Ajansı.
- IFSB (2009), *Guiding Principles on Shari'ah Governance Systems for Institutions Offering Islamic Financial Services*, Kuala Lumpur: İslami Finansal Hizmetler Kurulu.
- IIFM (Temmuz 2017). *Sukuk Raporu: Küresel Sukuk Piyasasına Dair Kapsamlı bir Çalışma* (6. sürüm). Erişim adresi: www.iifm.net/system/.../IIFM%20Sukuk%20Report%20%286th%20Edition%29_2.pdf
- IMF (Ağustos 2016). Birleşik Arap Emirlikleri: Seçilen İhraçlar. *IMF Ülke Raporu No. 16/266*. Erişim adresi: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16266.pdf>
- IMF (Mart 2016). *Türkiye'de Özel Tasarruflar - Gelişmeler ve Politika Seçenekleri*. Erişim adresi: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16105.pdf>
- IMF (Temmuz 2017). Birleşik Arap Emirlikleri: Seçilen İhraçlar. *IMF Ülke Raporu No. 17/219*. Erişim adresi: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/CR/2017/cr17219.ashx>
- Indonesia Investments (15 Haziran 2017). *Bond Market Update: Indonesian Yields among Asia's Highest*. Erişim adresi: <https://www.indonesia-investments.com/news/todays-headlines/bondmarket-update-indonesian-yields-among-asia-s-highest/item7912>
- Indonesia Investments (27 Haziran 2016). *Indonesia Removes Global Bonds' Withholding Tax to Cut Yields*. Erişim adresi: <https://www.indonesia-investments.com/news/todays-headlines/indonesia-removes-global-bonds-withholding-tax-to-cut-yields/item6954?>
- International Financial Law Review (Ekim 2015). *Africa's Funding Alternative*. Erişim adresi: <https://www.lw.com/thoughtLeadership/africas-funding-alternative>
- IOSCO (2004). *Islamic Capital Market Fact Finding Report: Report of the Islamic Capital Market Task Force of the International Organization of Securities Commissions*. Madrid: IOSCO.
- Islamic Finance News (31 Mart 2016). *Ivory Coast Maiden Sukuk: A Landmark Deal for the West African Nation*. Erişim adresi: <https://www.islamicfinancenews.com/>
- ISRA (2015). *Islamic Capital Markets: Principles & Practices*. Kuala Lumpur: Uluslararası İslami Finans Şer'i Araştırma Akademisi ve Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu.
- ISRA (2017). *Sukuk: Principles & Practices*. Kuala Lumpur: Uluslararası İslami Finans Şer'i Araştırma Akademisi ve Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu.
- İSEDAK Koordinasyon Ofisi (2016). *Ulusal ve Küresel İslami Finans Altyapısı: İİT Üye Ülkeleri için Sorunlar ve Olası Çözümler*. Erişim adresi: <http://www.comcec.org/en/wp-content/uploads/2016/11/7-FIN-P.pdf>
- Jobarteh, M., & Ergec, E. H. (2017). Islamic Finance Development and Economic Growth: Empirical Evidence from Turkey. *Turkish Journal of Islamic Economics*, 4(1): 31-47. Erişim adresi: <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/276360>
- Kalkınma Bakanlığı, Türkiye (2014). *Türkiye'nin Onuncu Kalkınma Planı (2014-2018)* Erişim adresi: [http://www.mod.gov.tr/Lists/RecentPublications/Attachments/75/The%20Tenth%20Development%20Plan%20\(2014-2018\).pdf](http://www.mod.gov.tr/Lists/RecentPublications/Attachments/75/The%20Tenth%20Development%20Plan%20(2014-2018).pdf)
- KPMG (2017). *Mainland China and Hong Kong 2017 Q1 Capital Markets Overview and IPO Markets*

- Update. Erişim adresi: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/cn/pdf/en/2017/04/2017-q1-capital-markets-ipo-update-china-hk.pdf>
- Lackmann, B.G. (2014). The Six Key Countries Driving Global Islamic Finance Growth. *Nomura Journal of Capital Market*. 6(2): 1-28. Erişim adresi: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2552361
- Lau, E. (11 Mayıs 2010). *Hong Kong Islamic Finance News Tanıtım Gezisinde Açılış Konuşması*. Erişim adresi: <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/speech-speakers/eyplau/20100511.shtml>
- Lau, E. (25 Haziran 2008). *Islamic Capital Markets in Asia, Emerging Challenges and New Entrants*, 2008 Londra Sukuk Zirvesinde Açılış Konuşması. Erişim adresi: <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/speech-speakers/eyplau/20080625.shtml>
- Lexology (12 Ocak 2017). *Recent Shariah Compliant Sovereign Sukuk Issuances in Togo and the Ivory Coast Indicate the Growing Momentum of Islamic Finance in Africa*. Erişim adresi: <https://www.eaifs.com/recent-shariah-compliant-sovereign-sukuk-issuances-in-togo-and-the-ivory-coast-indicate-the-growing-momentum-of-islamic-finance-in-africa/?v=518f4a738816>
- Londra Borsası (2017). *Accessing the Global Markets through London: London Stock Exchange Sukuks*. Erişim adresi: <https://www.lseg.com/sites/default/files/content/documents/20170316%20Presentation.pdf>
- Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu (2015). *Başvur ve Piyasaya Sür Çerçevesi kapsamındaki Kote Olmayan Sermaye Piyasası Ürünlerine dair Kılavuz İlkeler*. Kuala Lumpur: Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu.
- Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu. *Malezya'nın Sermaye Piyasası Planı 1 (SPP 1)* Erişim adresi: <https://www.sc.com.my/capital-market-masterplan-1/>
- Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu. *Malezya'nın Sermaye Piyasası Planı 2 (SPP 2)* Erişim adresi: https://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/cmp2/cmp2_final.pdf
- McKinsey & Company (Nisan 2017). *Deepening Capital Markets in Emerging Economies*. Erişim adresi: <https://www.McKinsey.com/industries/financial-services/our-insights/deepening-capital-markets-in-emerging-economies>
- Nijerya Federal Hükümetinin 100,0 milyar nairalık icâre sukukunun izahnamesi. Erişim adresi: https://www.fbnmerchantbank.com/wp-content/uploads/2017/09/FGN-N100billion-Sukuk_Full-Prospectus.pdf
- Nijerya Merkez Bankası. *Veri ve İstatistikler*. Erişim adresi: <http://www.cbn.gov.ng/rates/>
- NMRC (2016). *Nijerya İpotek Yeniden Finansman Şirketi Yıllık Raporu 2016*. Erişim adresi: <http://nmrc.com.ng/wp-content/uploads/2017/08/NMRC-AR-2016.pdf>
- NSE (2016). *Nijerya Borsası Yıllık Raporu 2016*, Erişim adresi: <http://www.nse.com.ng/aboutus-site/Annual%20Reports/The%20Nigerian%20Stock%20Exchange%202016%20Annual%20Report.pdf>
- OCBC (2 Mayıs 2017). *Indonesian Bond Market*. Erişim adresi: [https://www.ocbc.com/assets/pdf/credit%20research/special%20reports/2017/ocbc%20asia%20credit%20-%20indonesia%20bond%20market%20\(2%20may%202017\).pdf](https://www.ocbc.com/assets/pdf/credit%20research/special%20reports/2017/ocbc%20asia%20credit%20-%20indonesia%20bond%20market%20(2%20may%202017).pdf)
- Osun Eyalet Hükümetinin 11,4 milyar nairalık icâre sukukunun izahnamesi. Erişim adresi: https://www.lotuscapitallimited.com/files/FGN_N100bn_Sukuk_Prospectus.pdf
- Osun Hükümeti (2017). *The Sukuk Bond and Garland for Aregbesola!*, Erişim adresi: <http://osun.gov.ng/2017/10/14/sukuk-bond-garland-aregbesola/>

- Pang, P. (14 Nisan 2014). *Konuşmalar: HKMA-BNM İslami Finans Ortak Konferansında Açılış Konuşması*. Erişim adresi: <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/speech-speakers/pstpang/20140414-1.shtml>
- Parker, M. (2007). Offshore Hubs Lure Islamic Finance Business. *Arab News*. Erişim adresi: <http://archive.arabnews.com/?page=6§ion=0&article=98537&d=16&m=7&y=2007>.
- PEW Research Center (2009). *Mapping the Global Muslim Population*. Erişim adresi: <file:///C:/Users/drsalma/Downloads/Muslimpopulation.pdf>
- Proshare (9 Ekim 2017). *UAE Securities and Commodities Authority (SCA) Launched a Strategy for Islamic Capital Market Development*. Erişim adresi: <https://www.proshareng.com/news/Islamic%20Finance/UAE-Securities-And-Commodities-Authority--SCA--Launched-A-Strategy-For-Islamic-Capital-Mkt-Dev./36672>
- PwC (2015). *The Nigerian Pension Industry*. Erişim adresi: <https://www.pwc.com/ng/en/assets/pdf/nigerian-pension-industry-publication-securing-the-future.pdf>
- PwC (2017). *Malezya Vergi ve İşletme Kitapçığı (2016/2017)*. Erişim adresi: <https://www.pwc.com/my/en/publications/2016-2017-msian-tax-booklet.html>
- RAM (Mart 2017). *Sukuk Outlook: Growth anchored by core sukuk markets*. Erişim adresi: <https://www.ram.com.my/pressrelease/?prviewid=4141>
- Reuters (20 Mayıs 2015). *New rules no fix for Indonesia's dollar fixation*. Erişim adresi: <https://www.reuters.com/article/indonesia-dollarisation/new-rules-no-fix-for-indonesias-dollar-fixation-idUSL3N0Y924320150519>
- Reuters (4 Eylül 2017). *Indonesia's regulators ease investment rule to aid infrastructure funding*. Erişim adresi: <https://www.reuters.com/article/indonesia-bonds-infrastructure/indonesias-regulator-eases-investment-rule-to-aid-infrastructure-fundingidUSL4N1LL2EX>
- Review of Development Finance (2015). *Financial sector development in Africa - An overview*. Erişim adresi: <https://journals.co.za/content/journal/10520/EJC-8314932b3>
- Said, A. ve Grassa, R. (2013). The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk? *Journal of Applied Finance and Banking*, 3(5): 251-67.
- SEC (2015a). *Nijerya Sermaye Piyasası Ana Planı*. Erişim adresi: www.sec.gov.ng/files/Masterplan_web.pdf
- SEC (2015b). *Nijerya Faizsiz Sermaye Piyasası Ürünleri Ana Planı (2015)*. Erişim adresi: www.sec.gov.ng/files/Masterplan_web.pdf
- South China Morning Post (28 Mayıs 2015). *Hong Kong Government Sells Second Islamic Sukuk Bond to Raise US\$1.1 Billion*. Erişim adresi: <http://www.scmp.com/business/markets/article/1811139/hong-kong-government-sells-second-islamic-sukuk-bond-raise-us11>
- SPK (2016). *Sermaye Piyasası Kurulu Yıllık Raporu 2016*. Erişim adresi: <http://www.cmb.gov.tr/Sayfa/Index/3/1>
- Tendulkar, R. ve Hancock, G. (2014). Corporate Bond Markets: A Global Perspective. *IOSCO Staff Working Paper [SWP4/2014]*. Erişim adresi: http://www.csrc.gov.cn/pub/csrf_en/affairs/AffairsIOSCO/201404/P020140416491216873317.pdf

- The Banker Asia (27 Nisan 2017). *Indonesian Watchdog Looks to Broaden the Local Bond Market*. Erişim adresi: <https://asia.nikkei.com/magazine/20170427/Special-Report-with-The-Banker/Indonesian-watchdog-looks-to-broaden-the-local-bond-market>
- The Banking Development Department and the Banking Policy Department (Aralık 2008). *Islamic Finance in Hong Kong: Supervisory Issues, Hong Kong Monetary Authority Quarterly Bulletin*. Erişim adresi: http://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/quarterly-bulletin/qb200812/fa2_print.pdf
- Thomson Reuters (18 Ekim 2016). *Ivory Coast, Senegal and Togo List Sukuk Bonds Worth \$1.28 bln*. Erişim adresi: <https://www.reuters.com/article/africa-bonds-sukuk/ivory-coast-senegal-and-togo-list-sukuk-bonds-worth-1-28-bln-idUSL8N1CO47Y>
- Thomson Reuters (20 Mayıs 2015). *New Rules No Fix for Indonesia's Dollar Fixation*. Erişim adresi: <https://www.reuters.com/article/indonesia-dollarisation/new-rules-no-fix-for-indonesias-dollar-fixation-idUSL3N0Y924320150519>
- Thomson Reuters (2017). *Thomson Reuters Sukuk Perceptions & Forecast Study 2017: Poised for Growth*. Erişim adresi: <https://www.zawya.com/mena/en/ifa-publications/241116082905W/>
- Thomson Reuters ve IRTI (2016). *Indonesia Islamic Finance Report Prospects for Exponential Growth*. Erişim adresi: <https://ceif.iba.edu.pk/pdf/ThomsonReutersIndonesianIslamicFinanceReportProspectsforExponentialGrowth.pdf>
- Thomson Reuters, IRTI ve CIBAFI (2014). *Turkey Islamic Finance Report 2014: Fundamentals and the Promise of Growth*. Erişim adresi: <http://www.irti.org/English/Research/Documents/Report-5.pdf>
- Trading Economics. Erişim adresi: <https://tradingeconomics.com/nigeria/government-bond-yield>
- Türkiye Cumhuriyeti Hazine Müsteşarlığı (2016). *Katılım (İslami) Finansı Ülke Raporu*. Erişim adresi: hazine.gov.tr
- Türkiye Cumhuriyeti Kalkınma Bakanlığı (Ocak 2016). *Türkiye'nin Orta Vadeli Programı (OVP) (2016-2018)*. Erişim adresi: <http://www.mod.gov.tr/Lists/RecentPublications/Attachments/98/20162018%20Medium%20Term%20Program%20Main%20Macroeconomic%20and%20Fiscal%20Targets.pdf>
- Ulusoy, A. ve Ela, M. (2017). Lack of Standardization in Sukuk Market, *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 13(1): 147-169. Erişim adresi: http://ibtra.com/journal_back_issue_individual.php?j_id=40
- UNCTAD (2017). *Dünya Yatırım Raporu 2017*. Erişim adresi: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2017_en.pdf
- Wilson, D. (12 Eylül 2014). Hong Kong Raises Inaugural Bond, *Fund Selector Asia*, Erişim adresi: <http://www.fundselectorasia.com/news/1020743/hong-kong-raises-inaugural-bond>
- Yue, E. (25 Kasım 2008). *Hong Kong İslami Finans Forumu Açılış Konuşması*. Erişim adresi: <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/speech-speakers/ewmyue/20081125.shtml>
- Z/Yen and China Development Institute (2017). *The Global Financial Centres Index 22*. Erişim adresi: http://www.luxembourgforfinance.com/sites/luxembourgforfinance/files/files/GFCI22_Report.pdf

EK 1: TEŞEKKÜR

Araştırmacılar, aşağıda belirtilen kurumlardan saha ziyaretleri sırasında görüşmelere katılan ve anket sorularını yanıtlayan taraflara teşekkürlerini sunar.

Malezya

AmlInvestment Bank Berhad

CIMB Islamic

Maybank Islamic Berhad

Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu

Birleşik Arap Emirlikleri

HSBC Bank Middle East Limited

First Abu Dhabi Bank

Endonezya

Endonezya Finansal Hizmetler Kurumu (OJK)

Bank Indonesia

Indonesia Port Corporation

Endonezya Cumhuriyeti Maliye Bakanlığı

Dewan Syariah Nasional (DSN)

CIMB Niaga Syariah

PT Perusahaan Pengelola Aset (PERSERO)

İslam Kalkınma Bankası (IDB)

ZICO Law

BNI Syariah

PT. Angkasa Pura I (Persero)

Bütçe Finansman ve Risk Yönetim Genel Müdürlüğü

PT Adira Dinamika Multi Finance Tbk

Indo Premier Sekuritas

PT Aneka Gas Industri Tbk

PT Indosat Tbk

PT Bank Maybank Indonesia Tbk

PT Bank Muamalat Indonesia

Bank BRI Syariah

PT DBS Vickers Sekuritas Indonesia

PT Mandiri Sekuritas

Marsinih Martoatmodjo Iskandar Avukatlık Bürosu

PT. Bank Pembangunan Daerah Sumatera Barat

KAP Purwantono, Sungkoro & Surja

PT Bank Sulselbar

Assegaf Hamzah & Partners
Banwo & Ighodalo
Dünya Bankası Küresel İslami Finans Geliştirme Merkezi
KT Portföy Yönetimi A.Ş. (varlık yönetimi)

Türkiye

Albaraka Türk Katılım Bankası
Bankacılık Düzenleme ve Denetim Kurumu
Türkiye Sermaye Piyasası Kurulu
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
İller Bankası
Türkiye Yatırım Destek ve Tanıtım Ajansı
İstanbul Büyükşehir Belediyesi
Kuveyt Türk Katılım Bankası
Mükafat Portföy
Paksoy Avukatlık Bürosu
Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
Türkiye Ekonomi Bankası
Türkiye Varlık Fonu
Hazine Müsteşarlığı
Dünya Bankası
Ziraat Katılım Bankası

Hong Kong

Hong Kong Para Kurumu

Nijerya

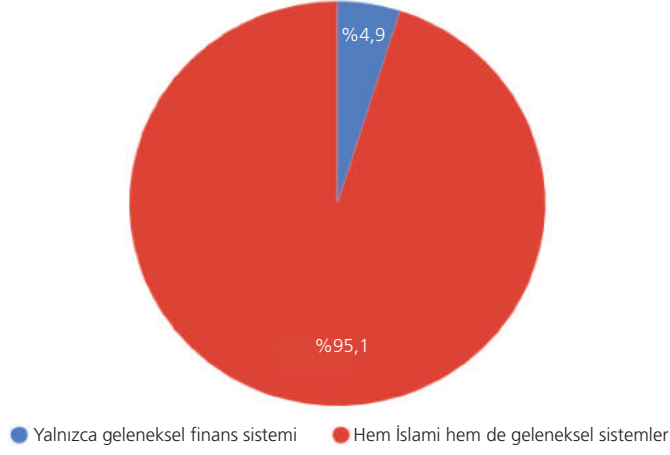
Banwo & Ighodalo Avukatlık Bürosu
Buraq Capital Limited
Dr. Bashir Aliyu, fıkıh âlimi
Jaiz Bank Plc
Legacy Pension Managers Ltd
Lotus Capital
Ulusal Sigortacılık Komisyonu
Ulusal Emeklilik Komisyonu
Nijerya Menkul Kıymetler Borsası
Noor Takaful
Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu
Sterling Bank Plc
The Metropolitan Avukatlık Bürosu

EK 2: ANKET SONUÇLARI

Bölüm 1: Piyasaya Genel Bakış

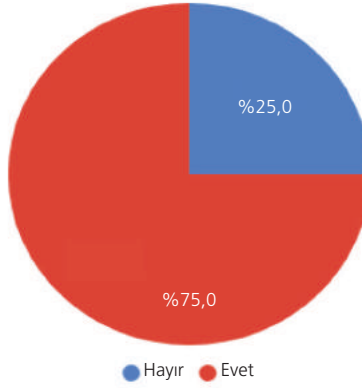
Soru 1

Ülkenizde ne tip bir finans sistemi mevcuttur?



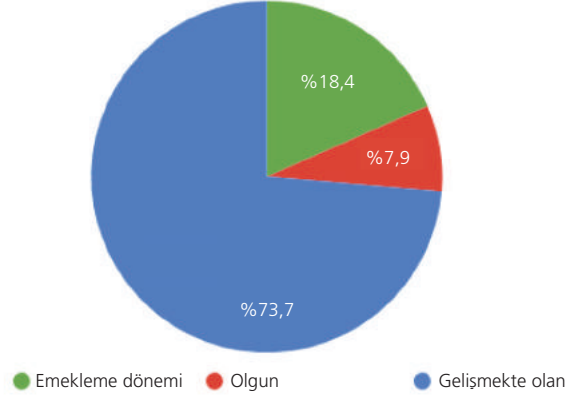
Soru 1(a)

Cevap “Yalnızca geleneksel finans sistemi” ise, ülkenizde gelecek 5 yıl içinde İslami bir finans sistemini hayata geçirmeye yönelik bir ana plan mevcut mudur?



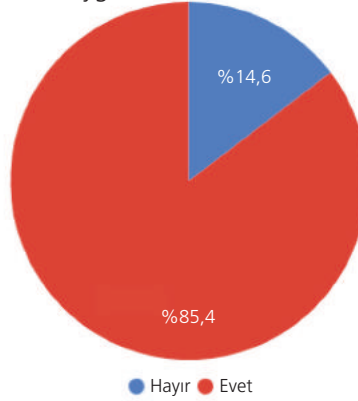
Soru 1(b)

Cevap "İslami finans sistemi" veya "Hem İslami hem de geleneksel sistemler" ise, ülkenizde İslami finansın gelişim düzeyini lütfen belirtin.



Soru 2

Ülkenizde İslami sermaye piyasasını (İSP) geliştirmeye yönelik bir ana plan uygulanmakta mıdır?



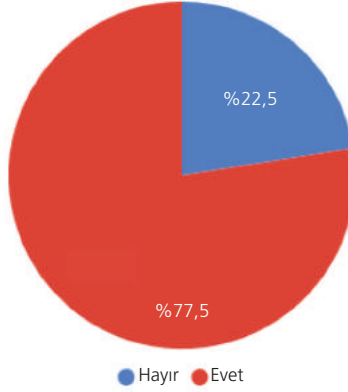
Soru 2(a)

Cevap “Evet” ise gelecek 5 yıl içinde İSP’ye ilişkin gelişim planının durumu nedir?



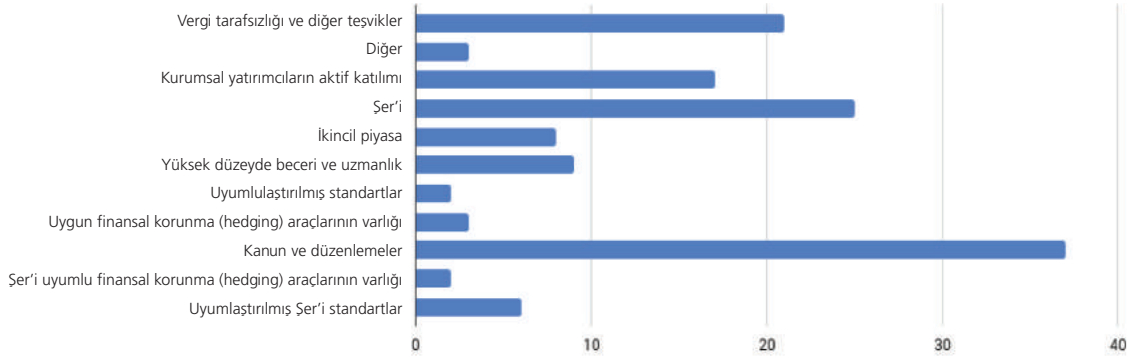
Soru 3

Ülkenizdeki düzenleyici kurumun İSP’nin gelişimine odaklanan ayrı bir birimi/bölümü/departmanı var mıdır?



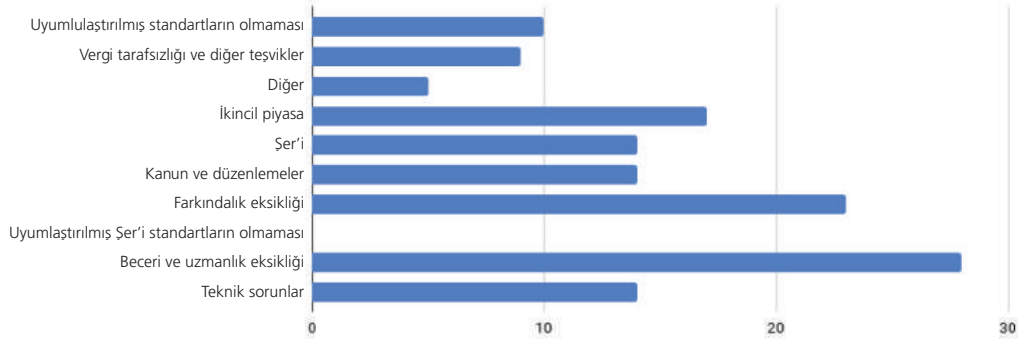
Soru 4(a)

Ülkenizde ne tip bir finans sistemi mevcuttur?



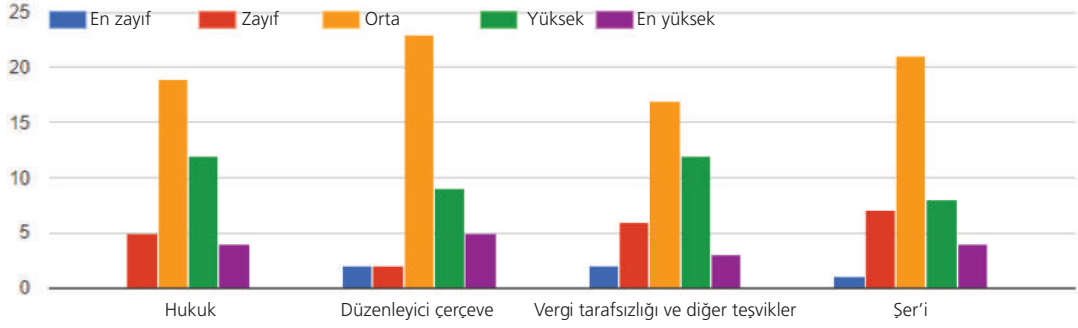
Soru 4(b)

Ülkenizde ne tip bir finans sistemi mevcuttur?



Soru 5

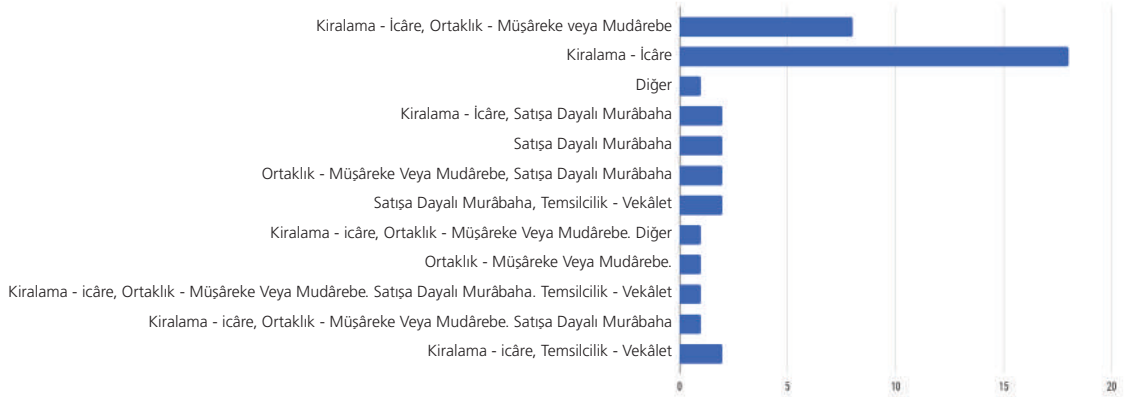
İSP'nin aşağıdaki alanlarında sektörün bilgi düzeyi nedir?



Bölüm 2: Sukuk Yapıları, İhraçları ve Yatırımları

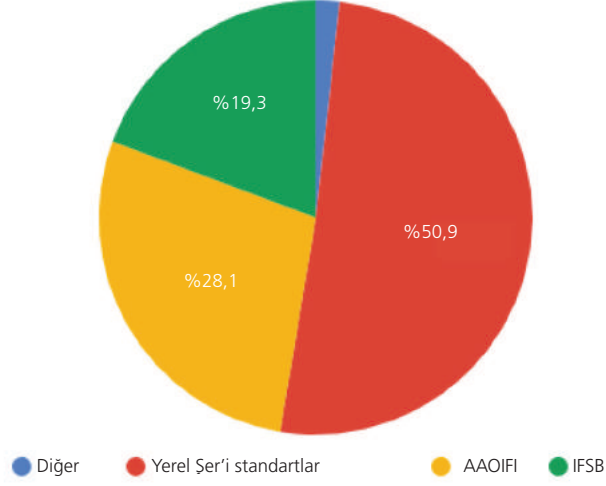
Soru 1

Ülkenizde tercih edilen sukuk yapısı hangisidir?



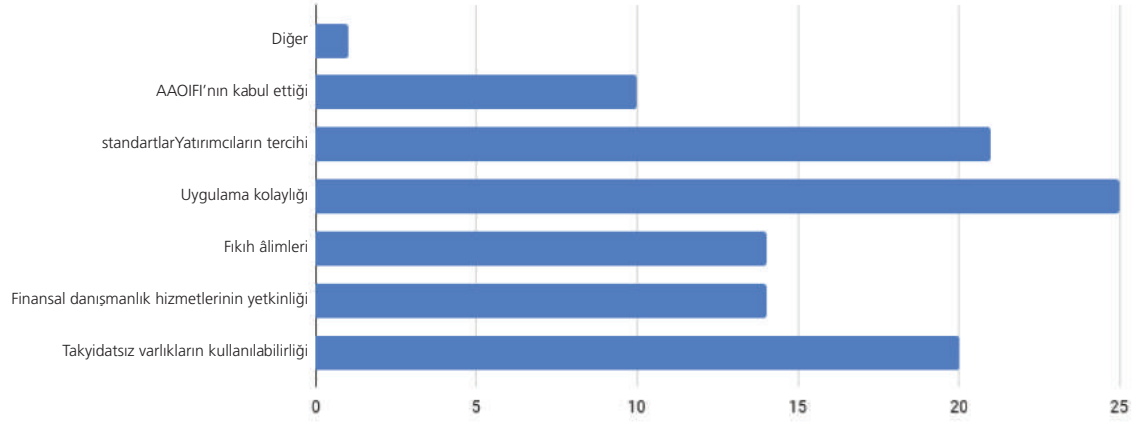
Soru 2

Sukuk yapılandırmasında hangi Şer'i standartlar uygulanmaktadır?



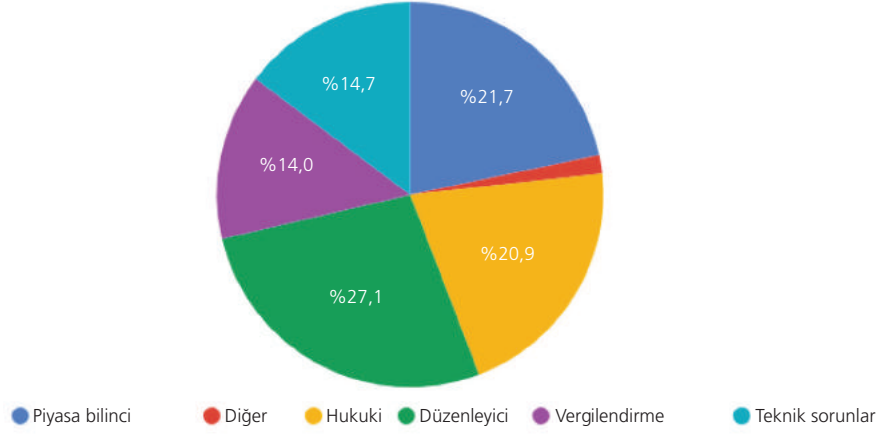
Soru 3

Sukuk yapılandırmasında aşağıdakilerden hangisi yapıyı etkiler?



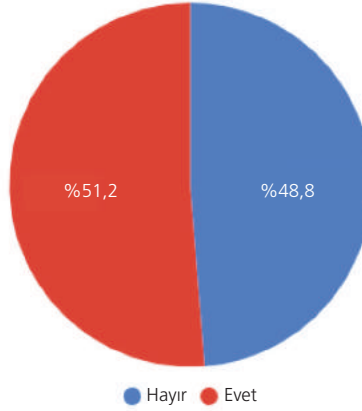
Soru 4

Nihai sukuk yapılandırmasında en etkili olan 3 (üç) faktör nedir?



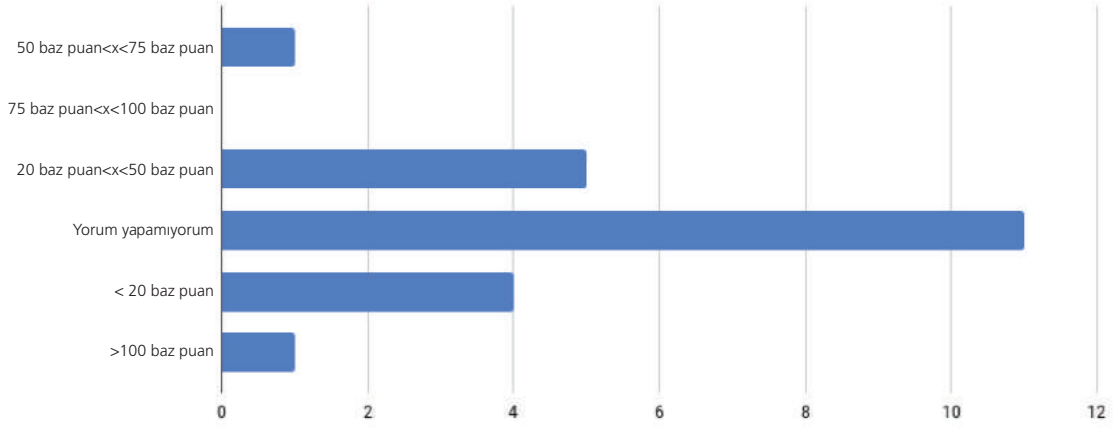
Soru 5

Sukuk ihracına ilişkin işlem maliyeti geleneksel tahvillerinkinden daha pahalı mıdır?



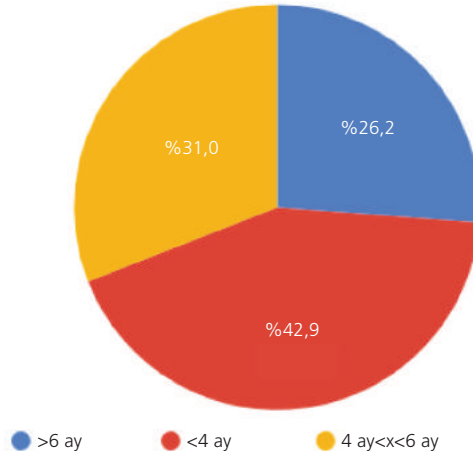
Soru 5(a)

Cevabınız “Evet” ise lütfen fark aralığını belirtin:

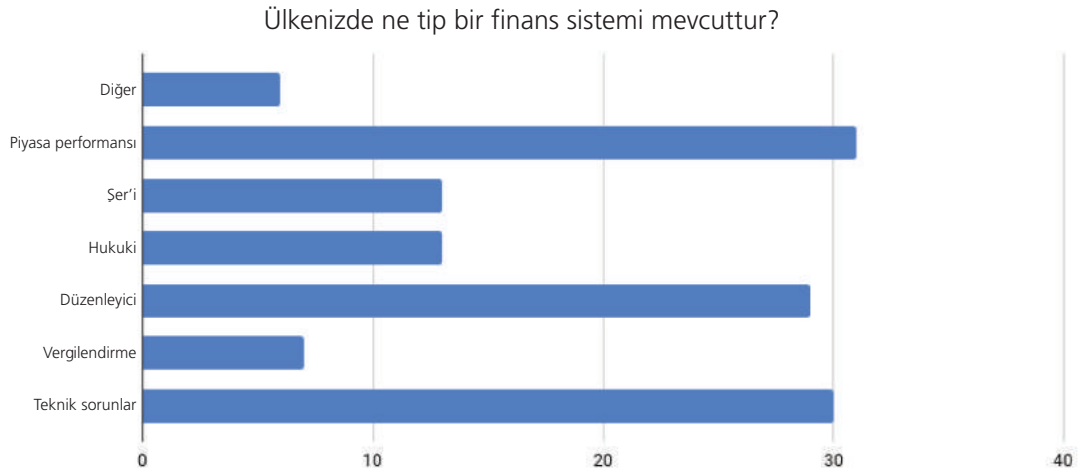


Soru 6

Sukuk ihracı için işlemlerin tahmini tamamlanma süresi nedir?

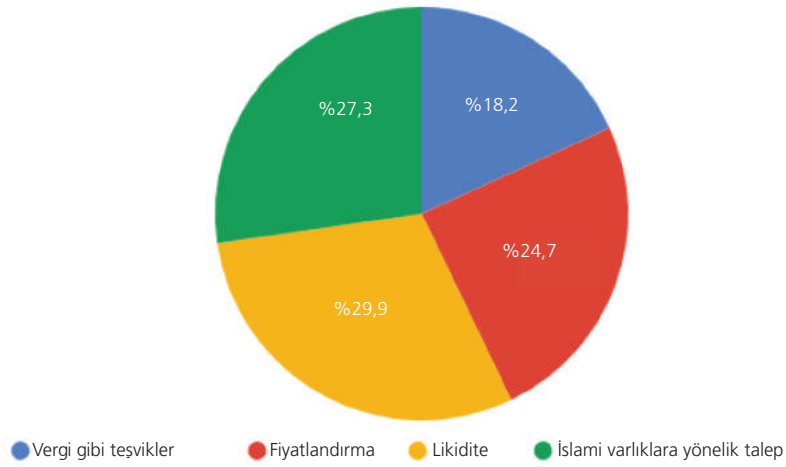


Soru 7



Soru 8

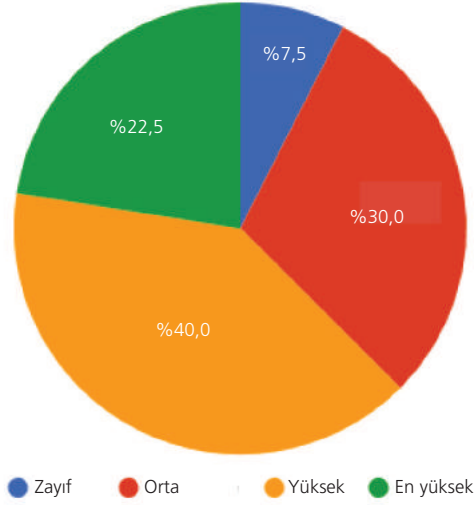
Ülkenizde sukuk talebini etkileyen ana faktörler nelerdir?



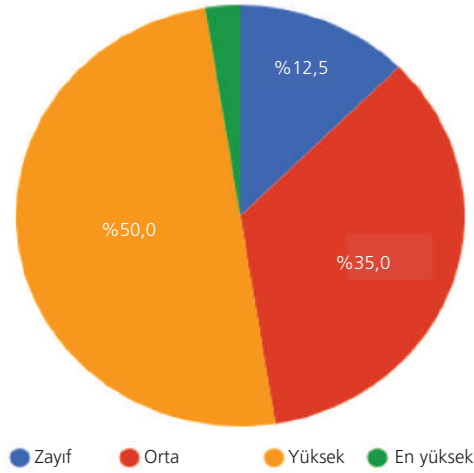
Soru 9

Ülkenizde sukuk yatırımına/işlemlerine ilişkin olarak aşağıdaki değişkenlerin önemini nasıl derecelendirirsiniz?

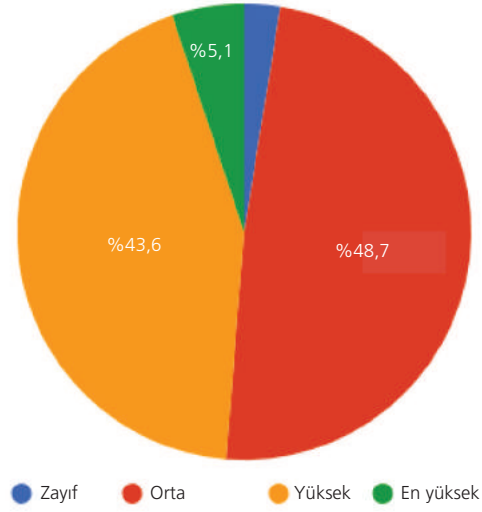
Değişken 1: Talep ve arz



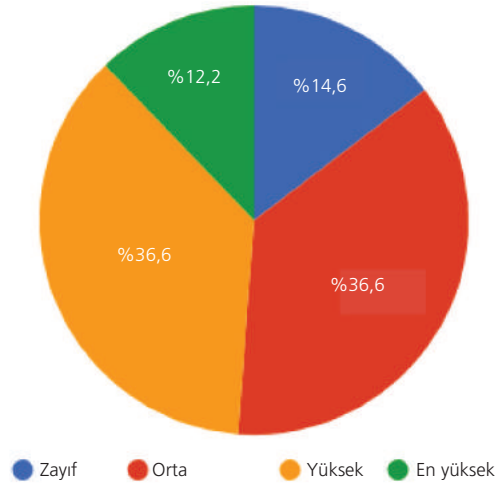
Değişken 2: Yatırımcı türü



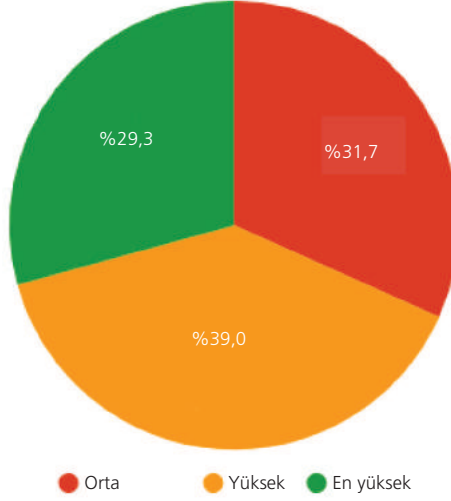
Değişken 3: Kredi derecelendirmesi



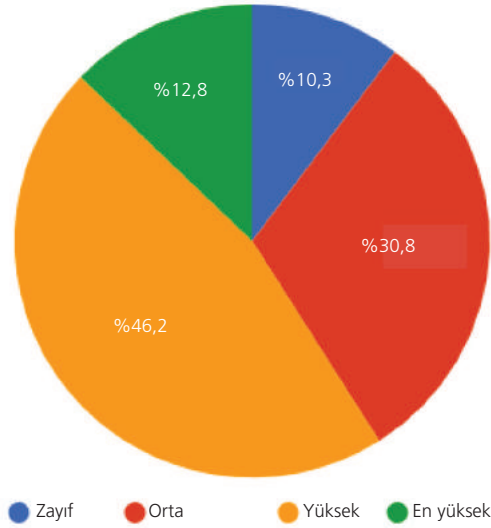
Değişken 4: Merkez bankası tarafından sukukun teminat olarak kabul edilmesi



Değişken 5: Sukukun fiyatlandırılması ve getirileri



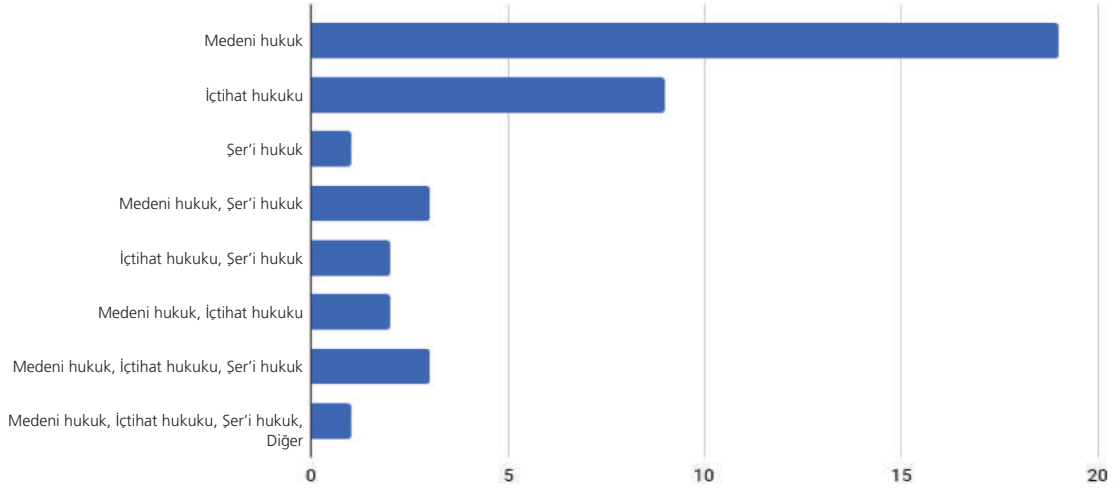
Değişken 6: Stopaj vergisinin kaldırılması



Bölüm 3: Hukuki, Vergisel ve Düzenleyici Çerçeve

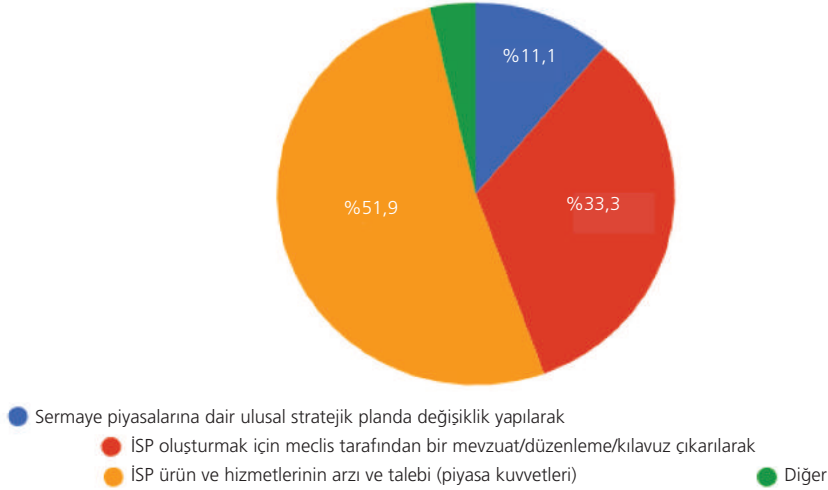
Soru 1

Ülkenizde ne tür bir hukuk sistemi/çerçevesi mevcuttur?



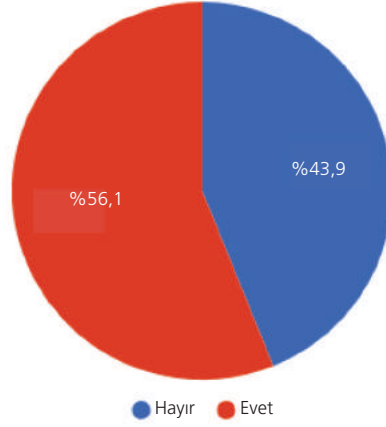
Soru 2

Ülkenizde İSP nasıl geliştirilmiştir?



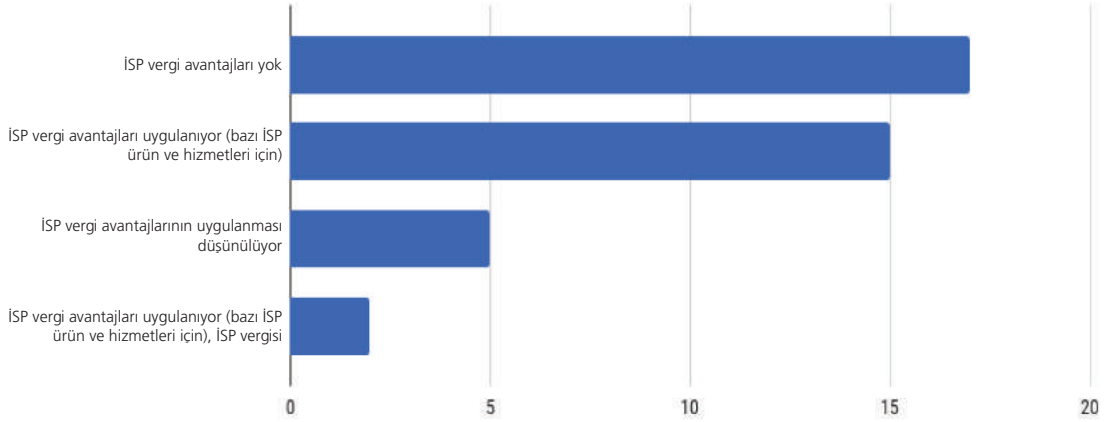
Soru 3

İSP ürün ve hizmetlerine ilişkin hukuki çerçeveniz geleneksel sermaye piyasasınınkinden farklı mıdır?



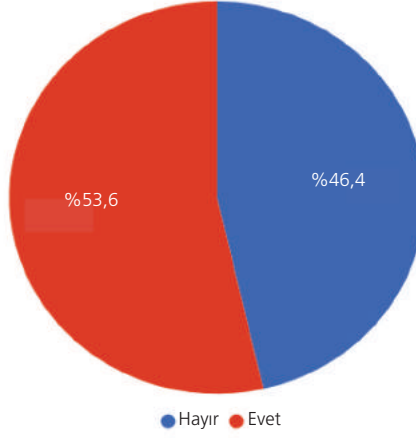
Soru 4

Ülkenizde İSP'nin gelişimi için herhangi bir vergi avantajı (vergi tarafsızlığı, teşvikler, indirimler, muafiyetler) uygulanıyor mu?



Soru 4(a)

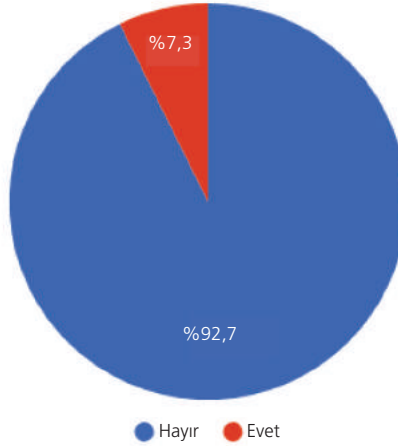
İSP için hiçbir vergi avantajı uygulanmıyorsa ülkenizde yakın gelecekte (gelecek 5 yıl) İSP'yi geliştirmek için vergi hükümlerinin değiştirilmesi planlanıyor mu?



Bölüm 4: Sukuk Piyasasını Etkileyen Güçlükler ve İtici Güçler

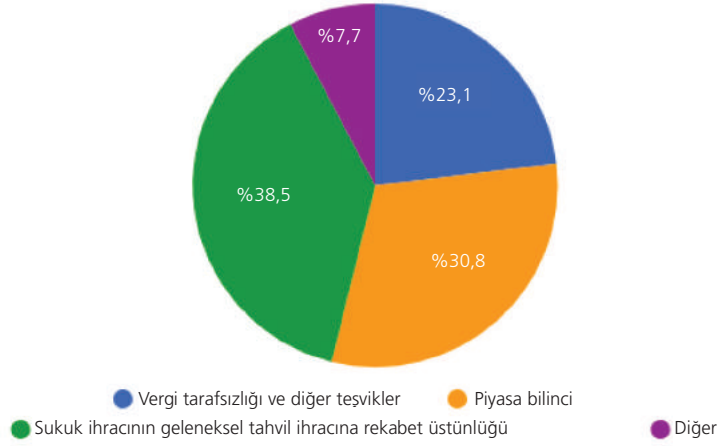
Soru 1

Sukuk piyasasına özel sektör aktif bir şekilde katılımında bulunuyor mu?



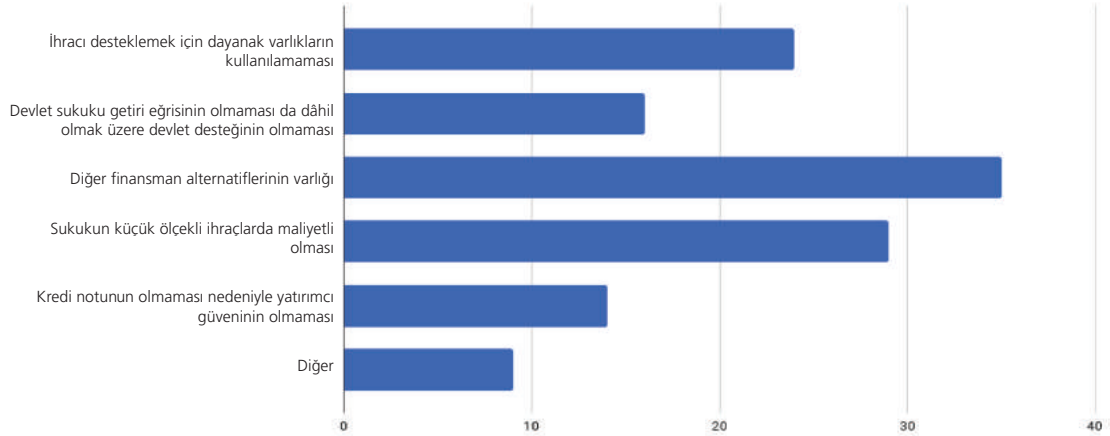
Soru 2

Aşağıdakilerden hangisi sukuk ihracında özel sektörün aktif katılımını kolaylaştırır?



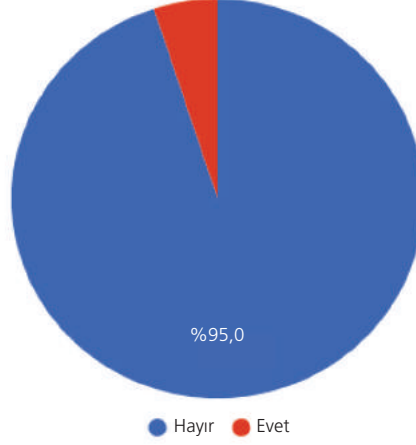
Soru 3

Ülkenizde ne tip bir finans sistemi mevcuttur?



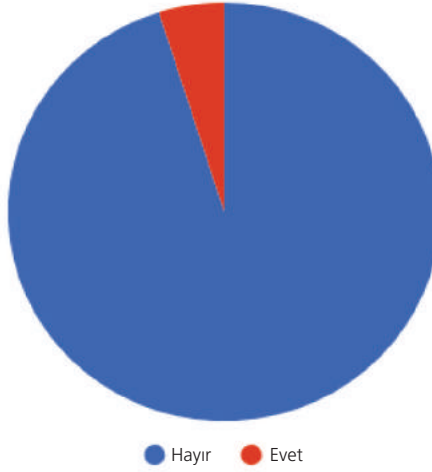
Soru 4

Sukuk ihracında kredi notu almak önemli midir?



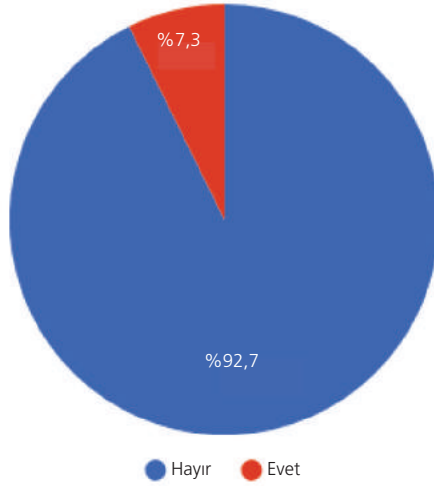
Soru 5

Kredi notunun rekabetçi fiyatlandırma yapılmasına yardım edeceğine ve sukukun talep oranını artıracığına katılıyor musunuz?



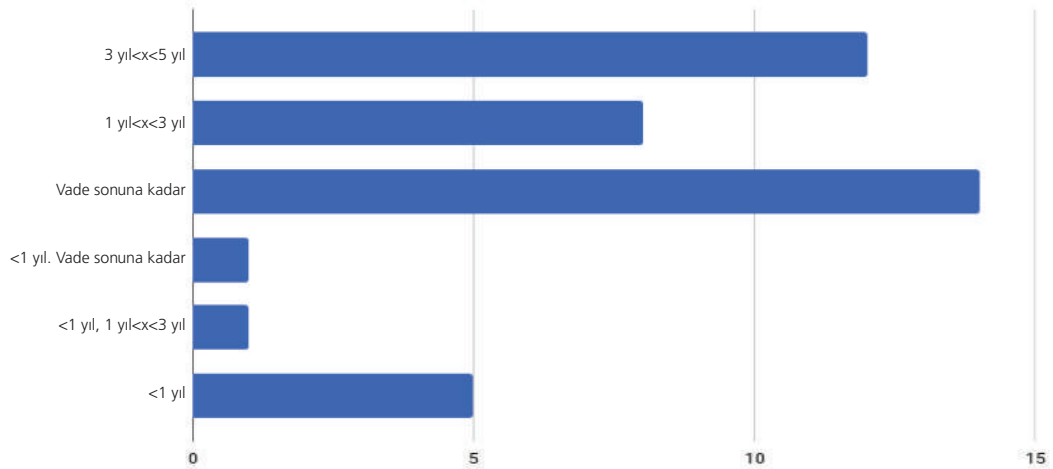
Soru 6

Devlet sukuku ihracı bir ülkede İSP'nin durumunu olumlu bir şekilde etkiler mi?



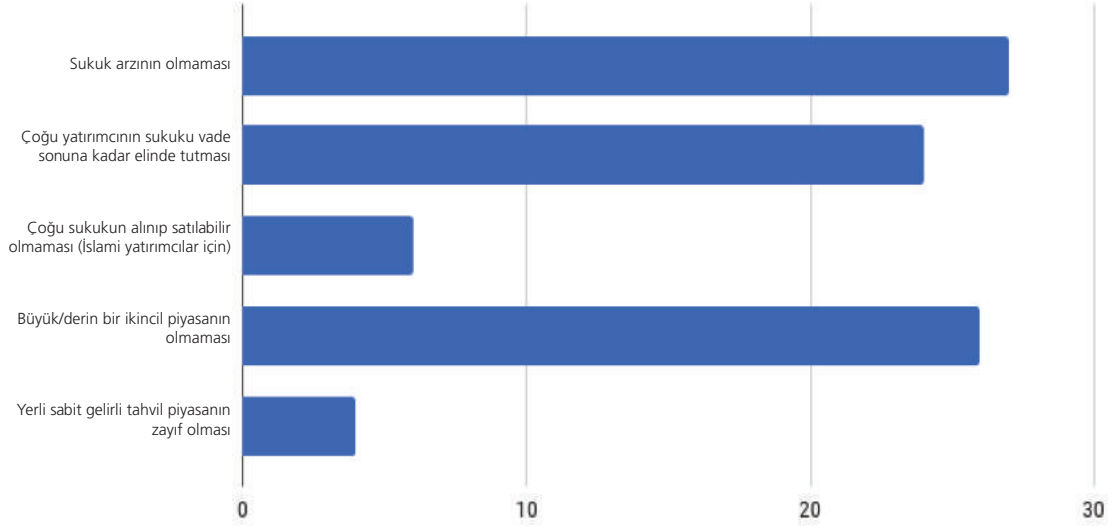
Soru 7

Sukuka yatırım yaparsanız sukuku elinizde ne kadar tutmayı tercih edersiniz?



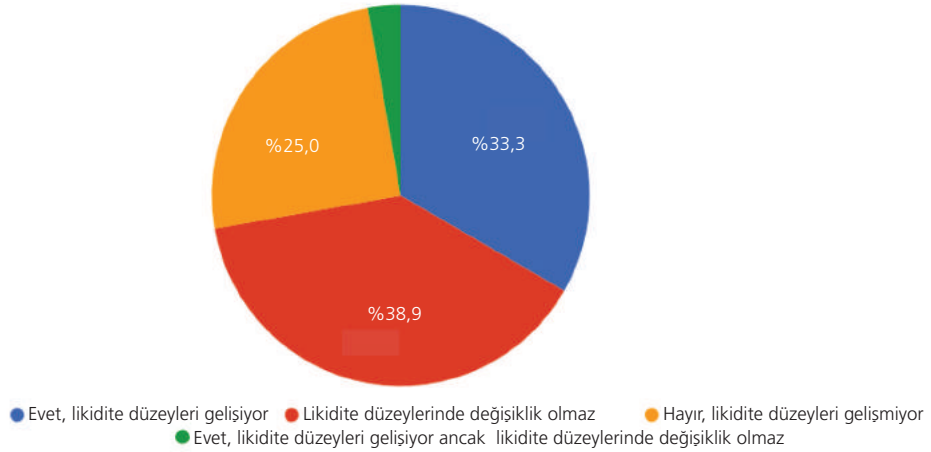
Soru 8

Piyasada düşük düzeyde likidite ve alınıp satılabilirliğin ana sebebi nedir?



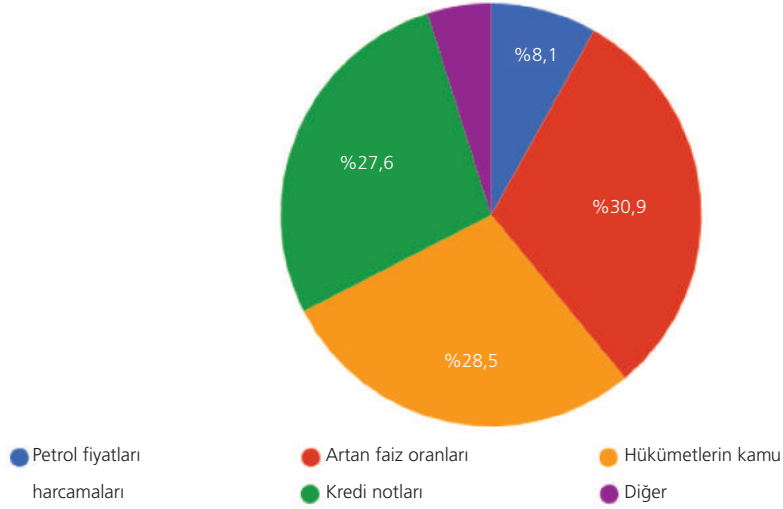
Soru 9

Uluslararası İslami Likidite Yönetimi (IILM) ve diğer yüksek notlu devletlerin ve çok taraflı kuruluşların gerçekleştirdiği kısa vadeli sukuk ihraçları, Malezya'nın kısa vadeli devlet sukuku ihraçlarının kesilmesi durumunda ikincil piyasada yeterli likidite sağlar mı?



Soru 10

Sukuk ihracında en etkili 3 (üç) faktör nedir?





www.comcec.org

ISBN: 978-605-2270-13-4



9 786052 270134