

**T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İSLAM EKONOMİSİ VE FİNANSİ ANABİLİM DALI**

**ALTYAPI PROJELERİNİN SUKUK YOLUYLA FİNANSMANI VE
AFGANİSTAN İÇİN ÖNERİLER**

Mohammad Asif NIAMAN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman: Doç. Dr. Hakan ASLAN

MAYIS - 2024

**T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**ALTYAPI PROJELERİNİN SUKUK YOLUYLA
FİNANSMANI VE AFGANİSTAN İÇİN ÖNERİLER**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mohammad Asif NIAMAN

Enstitü Anabilim Dalı: İslam Ekonomisi ve Finansı

**“Bu tez 29/05/2024 tarihinde yüz yüze olarak savunulmuş olup aşağıdaki isimleri bulunan
jüri üyeleri tarafından oybirliği ile kabul edilmiştir.”**

JÜRİ ÜYESİ	KANAATİ
Doç. Dr. Hakan ASLAN	Başarılı
Doç. Dr. Salih ÜLEV	Başarılı
Öğr. Üyesi. Dr. Hasan DURMUŞ	Başarılı

ETİK BEYAN FORMU

Enstitünüz tarafından Uygulama Esasları çerçevesinde alınan Benzerlik Raporuna göre yukarıda bilgileri verilen tez çalışmasının benzerlik oranının herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve Etik Kurul Onayı gerektiği takdirde onay belgesini aldığımı beyan ederim.

Etik kurul onay belgesine ihtiyaç var mıdır?

Evet ☐

Hayır ☒

(Etik Kurul izni gerektiren araştırmalar aşağıdaki gibidir:

- Anket, mülakat, odak grup çalışması, gözlem, deney, görüşme teknikleri kullanılarak katılımcılardan veri toplanmasını gerektiren nitel ya da nicel yaklaşımlarla yürütülen her türlü araştırmalar,
- İnsan ve hayvanların (materyal/veriler dâhil) deneysel ya da diğer bilimsel amaçlarla kullanılması,
- İnsanlar üzerinde yapılan klinik araştırmalar,
- Hayvanlar üzerinde yapılan araştırmalar,
- Kişisel verilerin korunması kanunu gereğince retrospektif çalışmalar.)

Mohammad Asif NIAMAN

29/05/2024

ÖN SÖZ

Kader ve kısmeti belirleyen Allah’a hamdu sena olsun. Afganistanlı bir öğrenci olarak YTB-IsDB burs programı kapsamında üç senelik eğitim hayatımı Türkiye’de, özellikle Sakarya Üniversitesinde geçirdiğim için çok mutluyum. Almış olduğum değerli eğitim ve bilgilerinin yanı sıra Türk milletinin misafirperverliği, zengin kültürü ve dürüstlüğü benim fikrimde ve hayatımda büyük bir iz bırakmıştır. Bunun için bütün Türk milletine sonsuz olarak müteşekkirim.

Ders döneminde aktardığı bilgi ve tecrübelerinin yanı sıra gösterdiği saygı ve tevazularından dolayı tüm saygıdeğer hocalarıma teşekkür ederim. Tez çalışması boyunca resmi saat tanımaksızın bana yol gösteren, tembellik bastığı zaman fikir ve görüşleriyle beni motive eden, yorum ve değerlendirmeleriyle tezimin içeriğini zenginleştiren saygılı danışman hocam Doç. Dr. Hakan Aslan’a şükranlarımı sunuyorum.

Beni büyütmek için ömrünü, gençliğini ve rahatlığını feda eden ve hiçbir zaman dualarını esirgemeyen sevgili anneme ve mutluluğumla en çok sevinen kardeşlerime minnet ve şükranlarımı sunuyorum. Özellikle, yüksek lisans öğrenim ve çalışma süreci boyunca bana umut kaynağı olan ve sabırla beni bekleyen sevgili eşim Freshta’ya ve telefonda “babacım seni özledik” diye seslenerek gönlüme aşk ve gözlerime yaş döktüren canım kızlarım Sana ve Ayda’ya canı gönülden teşekkür ediyorum.

Mohammad Asif NIAMAN

29//05/2024

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR.....	v
TABLO LİSTESİ.....	viii
ŞEKİL LİSTESİ	ix
GRAFİK LİSTESİ.....	x
ÖZET	xii
ABSTRACT	xiii

GİRİŞ.....	1
------------	---

1. BÖLÜM: ALTYAPI GENEL KAVRAMLARI VE FİNANSMAN

YÖNTEMLERİ	8
1.1. Altyapı Kavramı	8
1.2. Altyapı Özellikleri	9
1.3. Altyapı Sınıflandırılması	11
1.3.1. Ekonomik Altyapı	12
1.3.2. Sosyal Altyapı	13
1.4. Altyapının Ekonomik Rolü	14
1.5. Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Devletin ve Özel Sektörün Rolü	16
1.6. Altyapı Projelerinin Mülkiyet Türleri	19
1.6.1. Tamamen Kamu Tipi	19
1.6.2. Tamamen Özel Tipi	19
1.6.3. Kamu-Özel İşbirliği Tipi	20
1.7. Altyapı Projelerinin Finansman Yöntemleri	20
1.7.1. Kamu Finansmanı	21
1.7.1.1. Genel Vergiler	22
1.7.1.2. Kullanım Ücretleri	23
1.7.1.3. Döviz Rezervleri	23
1.7.1.4. Tahviller	23
1.7.1.5. Yurtiçi Bankalardan Alınan Krediler	25
1.7.1.6. Uluslararası Kuruluşlardan Alınan Krediler	26
1.7.1.7. Uluslararası Yardım Fonları	27
1.7.2. Kurumsal Finansman	28

1.7.2.1. Öz Kaynaklar.....	29
1.7.2.2. Hisse Senetleri.....	30
1.7.2.3. Kurumsal Tahviller.....	30
1.7.2.4. Kurumsal Krediler	31
1.7.2.5. Hibrid Enstrümanlar: Dönüştürülebilen Tahviller ve İmtiyazlı Paylar ...	31
1.7.3. Proje Finansmanı	33
1.7.3.1. Öz Sermaye.....	35
1.7.3.2. Borçlar	36
1.7.3.3. Ara Borç (Mezzanine).....	37
1.7.4. Dünyadaki Başvurulan Diğer Yöntemler	37
1.7.4.1. Yeşil Tahviller.....	37
1.7.4.2. Altyapı Yatırım Fonları.....	37
1.7.4.3. Kitle Fonlaması	38
1.8. Asya Kıtadaki Kara İle Çevirili Gelişmekte Olan Ülkelerde Altyapı Finansman Yöntemlerinin Zorlukları	39
1.8.1. Kamu Finansmanında Bulunan Zorluklar	40
1.8.2. Özel (Kurumsal ve Proje) Finansmanında Bulunan Zorluklar	41
1.9. İslami Ülkelerde Konvansiyonel Finansman Enstrümanlarının Dezavantajları	43
1.9.1. İslami Ülkelerde Faize Karşı Genel Tutumlar	43
1.9.2. Konvansiyonel Finansman Enstrümanları Reddeden Yasal Çerçevenin Varlığı.....	45
1.9.3. Konvansiyonel Finans Sistemine Paralel olarak İslami Finans Sisteminin Varlığı.....	46
1.10. Konvansiyonel Finansman Yöntemlerine Alternatif Olarak İslami Finans	50
2. BÖLÜM: SUKUK KAVRAMLARI VE ALTYAPI PROJELERİNİN FİNANSMANINDA UYGULAMA ÖRNEKLERİ	53
2.1. Sukuk Kavramı	53
2.2. Sukuk'un Temel Özellikleri	54
2.3. Sukukun Tahvilden Farkları	55
2.4. Sukukun Yapılandırılması ve İhraç Süresi	57
2.5. Sukukun Tarihsel Gelişimi	60
2.6. Sukuk Türleri.....	62

2.6.1. Endekslendiği Esasa Göre Sukuk Türleri.....	62
2.6.1.1. Proje Endeksli Sukuk.....	62
2.6.1.2. Varlık Endeksli Sukuk.....	63
2.6.1.3. Bilanço Endeksli Sukuk	63
2.6.2. Şer’i Finansman Modellerine Göre Sukuk Türleri.....	63
2.6.2.1. Müşâreke Sukuk Modeli	63
2.6.2.2. Mudârebe Sukuk Modeli.....	65
2.6.2.3. İcare Sukuk Modeli.....	67
2.6.2.4. Murabaha Sukuk Modeli.....	70
2.6.2.5. Selem Sukuk Modeli.....	73
2.6.2.6. İstisna Sukuk Modeli	75
2.6.2.7. Vekâlet Sukuk Modeli.....	78
2.6.2.8. Hibrid Sukuk Modeli	80
2.6.2.9. Yeşil Sukuk Modeli	82
2.7. Altyapı Projelerinin Finansmanında Sukukun Rolü.....	83
2.8. Dünyada Altyapı Projelerinde Kullanılan Sukuk Modellerinin Örnekleri.....	85
2.8.1. Malezya Örneği.....	90
2.8.2. Suudi Arabistan Örneği	96
2.8.3. Endonezya Örneği	101
2.8.4. Birleşik Arap Emirlikleri Örneği.....	106
2.8.5. Türkiye Örneği.....	109
3. BÖLÜM: AFGANİSTAN ALTYAPI PROJELERİNİN FİNANSMANINDA	
UYGULANABİLİR SUKUK MODELİ ÖNERİSİ	114
3.1. Afganistan Altyapı Durumuna Genel Bir Bakış.....	114
3.1.1. Ulaştırma Sektörü.....	115
3.1.2. Enerji Sektörü	123
3.1.3. Telekomünikasyon Sektörü.....	128
3.1.4. Sağlık Sektörü	132
3.1.5. Eğitim Sektörü	135
3.1.6. Çevre Sektörü.....	137
3.1.7. Sivil ve Kültürel Tesisleri.....	138
3.1.8. Adli ve Cezalandırma Tesisleri	139

3.1.9. Konut ve Toplumsal Kalkınma.....	140
3.2. Afganistan Altyapı Projelerinin Geçmişteki Finansman Kaynakları	142
3.3. Afganistan Altyapı Projeleri İçin Alternatif Bir Finansman Olarak Sukuk	146
3.4. Afganistan’da İslami Finans Sisteminin Mimarisi ve Sukuk İhracına İlişkin Gereken Kurumsal Çerçeveler	148
3.5. Afganistan’da Altyapı Projelerinde Uygulanabilecek Sukuk Modelleri.....	154
3.5.1. Müşâreke ve Mudârebe Sukuk Modelleri ile Gerçekleştirilebilecek Projeler	155
3.5.2. İcare Sukuk Modeli ile Gerçekleştirilebilecek Projeler.....	158
3.5.3. Murabaha Sukuk Modeli ile Gerçekleştirilebilecek Projeler.....	161
3.5.4. İstisna Sukuk Modeli İle Gerçekleştirilebilecek Projeler.....	163
3.5.5. Vekâlet Sukuk Modeli İle Gerçekleştirilebilecek Projeler.....	165
3.5.6. Hibrid Sukuk Modeli ile Gerçekleştirilebilecek Projeler	167
3.5.7. Yeşil Sukuk Modeli ile Gerçekleştirilebilecek Projeler	170
SONUÇ	172
KAYNAKÇA.....	175
ÖZ GEÇMİŞ	191

KISALTMALAR

AAOIFI	: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ACAA	: Afghanistan Civil Aviation Authority
ADB	: Asian Development Bank
ADK	: Afganistan Demiryolu Kurumu
AEDB	: Alternative Energy Development Board
AFTEL	: Afgan Telekom
AMB	: Afganistan Merkez Bankası
AOFN	: Afghan Optic Fiber Network
ARA	: Afghanistan Railway Authority
ARTF	: Afghanistan Resilience Trust Fund
ASB	: Afganistan Sağlık Bakanlığı
ATRA	: Afghanistan Telecom Regulatory Authority
AWCC	: Afghan Wireless Communication Company
BAE	: Birleşik Arap Emirlikleri
BİT	: Bilgi ve İletişim Teknolojileri
BM	: Birleşmiş Milletler
BMA	: Bahrain Monetary Agency
BPHS	: Basic Package of Health Services
BT	: Bilgi Teknolojileri
CASA	: Central Asia-South Asia
CGC	: Clean and Green City
CSN	: Countries with Special Needs
DABM	: Da Afghanistan Breshna Moassassa
DABS	: Da Afganistan Breshna Sherkat
DFID	: Department for International Development
EIB	: European Investment Bank
EIBOR	: Emirates Inter-Bank Offered Rate
EPHS	: Essential Public Health Services
ESCAP	: Economic and Social Commission for Asia and the Pacific

FDI	: Foreign Direct Investments
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IATA	: International Air Transport Association
IBRD	: International Bank for Reconstruction and Development
ICAO	: International Civil Aviation Organization
ICM	: Islamic Capital Market
ICT	: Information and communication technology
IFDI	: Islamic Finance Development İndicator
IFSB	: Islamic Financial Services Board
IIFM	: Internation Islamic Financial Market
INFRA4DEV	: Infrastructure for Development Conference Series
IPP	: Independent Power Producer
IREA	: International Renewable Energy Agency
ISDB	: Islamic Development Bank
ISP	: Inter Service Provider
İSEDAK	: İslam İşbirliği Teşkilatı Ekonomik ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi
JRC	: Judicial Reform Commission
KAC	: Keeping Afghans Connected
KÖİ	: Kamu Özel İşbirliği
LDC	: Least Developed Countries
LIBOR	: London Inter-Bank Offered Rate
LLDC	: Landlocked Developing Countries
LSEG	: London Stock Exchange Group
MCIT	: Ministry of Communications and Information Technology
MDB	: Multilateral Development Banks
MOE	: Ministry of Education
MOEW	: Ministry of Energy & Water
MOHE	: Ministry of Higher Education
MOIC	: Ministry of Information and Culture
MOPH	: Ministry of Public Health
NATO	: North Atlantic Treaty Organization
NRAP	: National Rural Access Program

ODA	: Official Development Assistance
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development
OFC	: Optical Fiber Conference
OPEC	: Organization of the Petroleum Exporting Countries
ÖAŞ	: Özel Amaçlı Şirket
PPIAF	: Public-Private Infrastructure Advisory Facility
PPP	: Public Private Partnership
PRT	: Provincial Reconstruction Teams
RECCA	: Regional Economic Cooperation Conference on Afghanistan
RED	: Renewable Energy Department
RKY	: Resmi Kalkınma Yardımları
SAARC	: South Asian Association for Regional Cooperation
SIDS	: Small Island Developing States
SIGAR	: Special Inspector General for Afghanistan Reconstruction
SOE	: State Owned Enterprises
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPV	: Special Purpose Vehicle
STK	: Sivil Toplum Kuruluşları
TAP-500	: Tajikistan-Afghanistan-Pakistan 500
TAPI	: Turkmenistan-Afghanistan-Pakistan-India
TUTAP	: Turkmenistan-Uzbekistan-Tajikistan-Afghanistan-Pakistan
UNICEF	: United Nations International Children's Emergency Fund
USAID	: United States Agency for International Development
USTDA	: United States Trade and Development Agency
WASH	: Water, Sanitation and Hygiene

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: İslami Ülkelerde İslami Finansal Varlıkların Büyümesi (Milyar Dolar)	49
Tablo 2: Türkiye’deki Katılım Bankaları ve Bankacılık Sektörü Başlıca Finansal Büyüklikleri (Milyon TL)	50
Tablo 3: Sukuk İle Tahvilin Mukayesesi.....	57
Tablo 4: Ülke Bazında Küresel Toplam Sukuk İhraçları (Ocak, 2001-Aralık, 2022), (Milyon Dolar)	87
Tablo 5: Malezya’da Örnek Projelerinde Kullanılan Sukuk Modelleri.....	96
Tablo 6: Birleşik Arap Emirliklerinde Örnek Projelerinde Kullanılan Sukuk Modeli	108
Tablo 7: Türkiye’de Sukuk İhraçları (2010-2019, TL)	110
Tablo 8: Uluslararası Toplum ve Kuruluşlar Tarafından Afganistan’a Yapılan ve Taahhüt Edilen Yardımlar (Milyar Dolar)	115
Tablo 9: Afganistan’daki Karayollarının Durumu (KM)	117
Tablo 10: Afganistan’daki Planlanan Demiryollarının Projeleri.....	120
Tablo 11: Afganistan’da Bulunan Havalimanları Listesi	123
Tablo 12: Afganistan Enerji Sektöründeki Yatırım Fırsatları	128
Tablo 13: Afganistan’da Çalışmaları Devam Eden Telekomünikasyon Projeleri.....	132
Tablo 14: Afganistan’daki Hastanelerin Durumu.....	134
Tablo 15: Sukuk İhracında Rol Oynayan Taraflar	154

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Altyapı Türleri ve Bileşenleri	12
Şekil 2: Kamu Finansman Modeli	22
Şekil 3: Kurumsal Finansman Modeli	29
Şekil 4: Proje Finansmanı Modeli.....	34
Şekil 5: Proje Finansmanı KÖİ modeli	35
Şekil 6: Sukukun İşlevsel Yapısı	60
Şekil 7: Müşâreke Sukukun Yapısı	64
Şekil 8: Mudârebe Sukukun Yapısı	67
Şekil 9: İcare Sukukun Yapısı ve İşleyişi	69
Şekil 10: Murabaha Sukukun Yapısı ve İşleyişi	72
Şekil 11: Selem Sukukun Yapısı ve İşleyişi	74
Şekil 12: İstisna Sukukun Yapısı ve İşleyişi	77
Şekil 13: Vekâlet Sukuk Modelinin Yapısı.....	79
Şekil 14: Hibrid Sukuk Modelinin Yapısı ve İşleyişi	81
Şekil 15: Suudi Arabistan’da Sukukun Yatırımcı Profili.....	101
Şekil 16: Afganistan’ın Çevreyolu Haritası	116
Şekil 17: Afganistan’ın Ulusal Demiryolu Planı	119
Şekil 18: Afganistan’da Olası Mudârebe Sukuk Modeli	157
Şekil 19: Afganistan’da Olası İcare Sukuk Yapısı.....	160
Şekil 20: Afganistan’da Olası Murabaha Sukuk Yapısı	162
Şekil 21: Afganistan’da Olası İstisna Sukuk Modelinin Yapısı	164
Şekil 22: Afganistan’da Olası Vekâlet Sukuk Yapısı	167
Şekil 23: Afganistan’da Olası Hibrid Sukuk Modelinin Yapısı	169

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: Altyapı Yatırımları GSYH'nin %1'i Kadar Artırılırsa Doğrudan ve Dolaylı Olarak Yaratılan Ek İşler	15
Grafik 2: Asfalt Bir Yola Erişimin Marjinal Etkisi: Afrika Boynuzu (Etiyopya ve Kenya).....	16
Grafik 3: Gelişmekte Olan Ülkelerde Altyapı Finansman Kaynaklarına İlişkin Tahminler (Milyar ABD Doları).....	17
Grafik 4: ABD'deki Altyapı Yatırımlarında Kamu ve Özel Sektörün Payı (2014)	18
Grafik 5: Asya'daki LLDC'lerin İş Yapabilme Rekoru, 2019	42
Grafik 6: Şeriata Destek; Ülkelerinde Şariatın Resmi Yasa Olmasını Destekleyen Müslümanların Yüzdesi	44
Grafik 7: Küresel İslami Finans Varlıklarının Büyümesi (2007 - 2019, Milyar Dolar) 47	
Grafik 8: Küresel Finans Varlıkların Büyümesi (2007 - 2019, Milyar Dolar)	48
Grafik 9: Dünya'da İhraç Edilen Toplam Altyapı Sukuku (2001-2015)	84
Grafik 10: Altyapı Sukuk İhraçlarının Ülkeye Göre Dağılımı (2012-3Ç2015).....	85
Grafik 11: İslami Finans Sektörünün dağılımı (2019)	85
Grafik 12: Dünyada Toplam Sukuk İhraçları (2001-2022, Milyon Dolar).....	86
Grafik 13: Dünyada Sukuk İhraçlarının İhraççı Statüsüne Göre Ayırımı (2022)	87
Grafik 14: Dünyada Küresel Anlamda Yapılan Sukuk İhraçlarının Yapısal Dağılımı (Ocak 2010-Aralık 2020) (Milyon Dolar)	88
Grafik 15: Dünyada Yerel Düzeyde İhraç Edilen Sukuk Modellerinin Dağılımı (Ocak 2010-Aralık 2020) (Milyon Dolar).....	89
Grafik 16: Dünyada Toplam Sukuk İhraçlarının Ülkeye Göre Dağılımı (2021)	91
Grafik 17: Malezya'da İhraç Edilen ve Kapanmamış Toplam Sukukun Değeri (2020)91	
Grafik 18: Malezya'da Sukuk İhraççılarının Dağılımı (1 Ç 2021)	92
Grafik 19: Malezya'da İhraç Edilen Toplam Sukukun Finansman Modeline Göre Dağılımı (Aralık 2022)	93
Grafik 20: Malezya'da İhraç Edilen Sukukun Sektöre Göre Dağılımı (Aralık 2022) ..	94
Grafik 21: Malezya'da Kurumsal Sukukun Yatırımcı Profili (2018)	95
Grafik 22: Dünyada Toplam Sukuk İhracında Önde Gelen Ülkeler (2022, Milyar Dolar).....	98

Grafik 23: Suudi Arabistan’ın Yıllık ve Toplam Sukuk İhracı (2016-2021).....	98
Grafik 24: Suudi Arabistan’da Sukuk İhraççılarının Dağılımı (2020).....	99
Grafik 25: Suudi Arabistan’da İhraç Edilen Sukuk Modellerinin Dağılımı (2013)....	100
Grafik 26: 2018-2022 Yılları Arasında Sukuk İhracında Önde Gelen Ülkeler (Milyar Dolar).....	102
Grafik 27: Endonezya’nın Yıllık ve Toplam Sukuk İhraçları (2008-2022).....	103
Grafik 28: Negara Sukukun Çeşitleri	104
Grafik 29: Endonezya’da Egemen Sukuk Yatırımcılarının Dağılımı (2013)	106
Grafik 30: Birleşik Arap Emirliklerinde Sukuk İhraçları.....	107
Grafik 31: BAE’DE İhraççı Türüne Göre Sukuk İhraçları (Milyar Dirhem)	108
Grafik 32: Türkiye’de İhraç Edilen Kurumsal Sukukun Modellerine Göre Dağılımı (2015-2021)	112
Grafik 33: Afganistan’da Elektrik Üretim ve İthalat Trendleri (GWh)	124

ÖZET	
Başlık: Altyapı Projelerinin Sukuk Yoluyla Finansmanı ve Afganistan için Öneriler	
Yazar: Mohammad Asif NIAMAN	
Danışman: Doç. Dr. Hakan ASLAN	
Kabul Tarihi: 29/05/2024	Sayfa Sayısı: xiii (ön kısım) + 191 (ana kısım)
Günümüzde altyapı projelerinde genel olarak kamu finansmanı, kurumsal finansman ve proje finansmanı olmak üzere üç finansman yöntemi kullanılmaktadır. Kamu finansmanı, bir devletin kalkınma bütçesi çerçevesinde ve devletin kaynaklarından yapılırken, altyapı projelerinin özel sektöre devredilmesiyle birlikte kurumsal finansman ve proje finansmanı yöntemlerinden söz edilir. Kurumsal veya proje finansmanında öz sermaye, tahvil ve kredi gibi finansman araçları kullanılmaktadır. Ancak Afganistan gibi az gelişmiş ülkelerde her üç yöntemi de neredeyse sonuçlanmamaktadır. Çünkü devletin kaynakları, normal bütçe giderlerine bile yetmezken, özel sektörün potansiyeli, büyük ölçekli altyapı projelerinin finansmanında yetersiz kalmaktadır. Ayrıca tahvil ihracı için yerel organize sermaye piyasası da bulunmamaktadır. Öte yandan dini hassasiyetlerden dolayı konvansiyonel finansman araçları, potansiyel sermaye piyasasından dışlanmaktadır. Afganistan'ın bütçesi yıllardır dış yardımlara bağlı kalmıştır. Bu yardım fonları, çoğunlukla sınırlı olup altyapı finansmanında kullanılmamıştır. Örneğin, 2001 yılından bu yana uluslararası toplumun mali yardımlarından yararlanan Afganistan, altyapı geliştirilmesinde başarısız kalmıştır. Özellikle enerji, ulaşım, eğitim ve sağlık sektörlerinde büyük boşluklarla karşı karşıya kalmıştır. Donörlerin finansman yöntemlerine ve hedef sektörüne bakılırsa, bahsedilen kaynakların finansörün kendi menfaatine yönelik yapılmış olduğu ve ülkedeki altyapı projelerinde kısıtlı olarak kullanıldığı anlaşılmaktadır. Üstelik Afgan toplumun dini değerleri, konvansiyonel finansman yöntemlerinin kullanılmasını engellemektedir. Dolayısıyla toplumun kültürel değerleriyle çelişmeyen, ülkenin altyapısını geliştirebilen ve sosyal refahı sağlayabilen alternatif bir finansman yolunun izlenmesi gerekmektedir. Bu yol ancak İslami finans sisteminde bulunabilmekte ve İslami bono olarak adlandırılan sukuk, alternatif ve uygulanabilir bir yöntem olarak önerilmektedir. Ancak altyapının farklı sınıfları, maliyeti ve sukuk modellerinin çeşitliliği, avantajları ve dezavantajlarına bakıldığında uygulanabilirliği de bir ülkeden diğer ülkeye göre farklılık göstermektedir. Dolayısıyla bu çalışmanın amacı, Afganistan altyapı projelerinin finansmanı için uygulanabilir sukuk modeli önermesidir. Bu çalışmada Afganistan altyapı projelerinin finansmanında sukuk modellerinin uygulanabilirliği ele alınmış ve ülkenin altyapı durumuna göre uygulanabilir modeller önerilmiştir. Sonuç olarak ilk etapta ülkedeki küçük ve orta kapasiteli ekonomik altyapı projeleri için müşâreke, mudârebe ve murabaha sukuk modelleri, büyük ölçekli projeleri için icâre sukuk modeli, sosyal altyapı projeleri için istisna ve vekâlet modelleri ve düşük maliyetli projeleri için hibrid sukuk modeli önerilmiştir. Araştırmada, sosyal bilimlerde en çok kullanılan nitel araştırma yöntemine dayalı durum çalışması yaklaşımı tercih edilmiştir. Bununla birlikte, veri toplama yöntemi olarak döküman incelemesi kullanılmıştır.	
Anahtar Kelimeler: Sukuk, Altyapı Projeleri, Afganistan	

ABSTRACT	
Title of Thesis: Financing of Infrastructure Projects Through Sukuk and Suggestions for Afghanistan	
Author of Thesis: Mohammad Asif NIAMAN	
Supervisor: Assoc. Prof. Dr. Hakan ASLAN	
Accepted Date: 29/05/2024	Number of Pages: xiii (pre text) + 191 (main body)
Nowadays, infrastructure projects primarily employ three types of financing: project financing, corporate financing, and public financing. Infrastructure projects that are transferred to the private sector typically require the use of project financing methods and corporate financing, even while public financing is still made within the framework of a state's development budget and using state resources. Equity, bonds, and loans are commonly utilized financing tools in corporate or project finance. However, in undeveloped countries like Afghanistan, all three strategies are nearly inefficient. Because, while the state's resources are insufficient to cover basic budget needs, the private sector's capacity is inadequate to fund large-scale infrastructure projects. In addition, there is no local organized capital market for bond or stock transactions. Conventional financial instruments, on the other hand, are barred from entering the potential capital market due to religious concerns. For a long time, Afghanistan's budget has been dependent on international aids. The majority of these assistance funds were restricted and did not go toward funding infrastructure. For instance, Afghanistan has not been able to build its infrastructure despite receiving financial aid from united nations since 2001. It has encountered significant deficiencies, particularly in the areas of energy, transportation, health, and education. Regarding the financing techniques and target sector employed by the donors, it is recognized that the resources mentioned are intended primarily for the financier's personal gain and are not extensively utilized in national infrastructure projects. Therefore, an alternative financing method that complies with societal cultural norms while also improving the country's infrastructure and ensuring social welfare must be applied. This approach is exclusive to the Islamic financial system; sukuk, also known as Islamic bonds, are advised as an appropriate and substitute. However, the applicability of sukuk models varies from nation to nation when considering various categories of infrastructure, their costs, benefits, and drawbacks. So, the purpose of this research is to suggest a viable sukuk model for financing infrastructure projects in Afghanistan. This study discusses the applicability of sukuk models for financing infrastructure projects in Afghanistan and suggests appropriate models considering the country's infrastructure situation. As a result, in the first stage, the Musharakah, Mudaraba, and Murabaha sukuk models for small and medium-sized economic infrastructure projects, the Ijarah sukuk model for large-scale projects, the Istisna and Wakalah models for social infrastructure projects, and the hybrid sukuk model for low-cost projects are proposed as applicable models. In the study, a case study methodology based on the most popular qualitative research strategy in the social sciences has been used. despite this, document review was used as the data collection method.	
Keywords: Sukuk, Infrastructure Projects, Afghanistan	

GİRİŞ

Altyapı, bir ülke ekonomisinin omurgasıdır ve her ülkenin ekonomik büyümesi ve rekabet gücü için hayati önem taşır. Altyapı sadece köprü, yol, su ve elektrik sistemleri gibi fiziki yapıları değil, aynı zamanda sağlık sektöründen eğitime, kültür sektöründen kamu tesislerine kadar çok çeşitli hizmetleri de içermektedir.

Altyapı finansmanı için üç temel yöntem vardır: kamu finansmanı, kurumsal finansman ve proje finansmanı. Kamu finansmanında altyapı projelerine finansman kaynağı devlet tarafından sağlanır. Bu kaynakların çoğu vergi gelirleridir. Ancak vergi gelirleri yetersiz kaldığında, hükümetler kredi alarak veya tahvil ihraç ederek ya da resmi kalkınma yardımları talebinde bulunarak finansman sağlayabilmektedir.

Altyapı projeleri, kurumsal finansmanda bir şirketin bilançosunun bir parçası olarak finanse edilir. Bu durumda, proje borçları ile şirketin diğer yükümlülükleri arasında herhangi bir ayrım olmadığı ve projenin başarısız olması halinde şirketin tüm varlıklarıyla alacaklılara karşı sorumlu olacağı anlamına gelmektedir. Bu yaklaşımda şirket, finansman aracı olarak hisse senedi, imtiyazlı hisse senedi ve şirket tahvili ihraç edebilir veya kurumsal kredi alabilir. Ancak proje finansmanında model yapısı rücu edilemez ya da sınırlı rücu edilebilir şeklindedir. Projeyi finanse etmek için kullanılan borç ve öz sermaye, proje sponsorlarının genel varlıklarından veya kredibilitesinden ziyade, proje tarafından oluşturulan nakit akışından geri ödenir. Bu yaklaşımda, altyapı projesinde yer alan birkaç şirket tarafından özel amaçlı bir araç (proje şirketi) kurulur ve tüm proje yükümlülükleri bu kuruluşa devredilir. Proje finansmanında özel sektör sponsorlarının sağladığı sermaye, devletin katılım payları ve sübvansiyonları, proje kredileri, proje tahvilleri ve hibrid araçlar, finansman kaynaklarıdır.

Bu üç finansman yöntemine ek olarak bazı ülkelerde kitle fonlaması, yeşil tahviller ve altyapı yatırım fonları da kullanılmaktadır. Ancak konvansiyonel finansman araçları faize dayanmaktadır. Daha spesifik olarak, sağlanan finansman kaynakları önceden belirlenmiş bir faiz oranı ödemesine tabidir. Faiz oranlarının varlığı, finansal kaynakları küçük ekonomik sektörler için erişilemez kılmakta ve finansal katılımı azaltmaktadır. Öte yandan, kredilerin uluslararası piyasalarından gelmesi durumunda, kredinin döviz cinsinden olması, yatırım getirisinin ise ulusal para cinsinden olması nedeniyle kur riskine maruz kalmaktadır. Bu zorluklar, uzun süre silahlı çatışmalardan maruz kalan ve ciddi altyapı açıklarına sahip olan Afganistan için daha belirgindir. Bu ülke, sermaye piyasası

eksikliği ve ticari anlamda komşu ülkelerine yüksek bağımlılığı nedeniyle yerel piyasasından fonlama potansiyeli oldukça sınırlıdır. Ayrıca bu ülkede olumsuz ekonomik koşullar, siyasi değişimler ve yüksek yatırım riski ise finansman maliyetini artırmakta ve finansal katılımı azaltmaktadır. Bununla birlikte Afganistan için, yurt dışı krediler de yüksek kur riskine tabidir.

Dolayısıyla bu araştırmada Afganistan'da altyapı finansmanı için geleneksel finansal araçlara alternatif olarak şeriat ilkelerine dayalı sukuk finansmanı önerilmiştir. Teorik açıdan sukuk, maddi varlıkların, hizmetlerin veya intifa haklarının bölünmemiş oranlı mülkiyetini temsil eden eşit değerde bir sertifikadır. Her ne kadar sukuk prensipte rücu edilemeyen varlığa dayalı bir araç olsa da, kaynak kuruluş tipik olarak dayanak varlıkları referans veya sabit fiyattan geri satın almayı taahhüt eder. Bu durum, sukuku varlık bazlı hale getirir ve sertifika sahiplerine, kaynağın kredi riskine maruz kalmama olanağı verir (Zin vd., 2011). Sukuk, varlık havuzunda yer alan dayanak varlığın mülkiyetini de içeren bir yatırım sertifikasıdır. Bundan dolayı sukuk varlığında gelirin yanında mülkiyet unsurunun da bulunması gerekmektedir.

Sukukun kökeni erken İslam dönemine (MS 700-1300) kadar uzanabilmektedir. Ancak mevcut haliyle Malezya'da 1990 yılında uluslararası bir şirket (SHELL) tarafından ilk sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. On bir yıl sonra, Bahreyn Para Ajansı (şimdi Bahreyn Merkez Bankası) tarafından icâre yapısına uygun olarak ilk devlet sukuku ihracı gerçekleştirilmiş ve Malezyalı bir şirket tarafından ABD doları cinsinden uluslararası sukuk ihraç edilmiştir. Malezya hükümeti 2002 yılında, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilen ilk sukuk ihracını gerçekleştirmiştir. Daha sonra, benzersiz sukuk gelişimine zemin hazırlayan Katar, Pakistan ve Dubai Emirlikleri'nin ihraçları da dâhil olmak üzere çok sayıda başka egemen sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir (Latham & Watkins, 2015). IIFM (2023) sukuk raporuna göre küresel sermaye piyasasında mevcut sukukun toplam değeri 0.794 trilyon doları aşmaktadır (International Islamic Financial Market, 2023).

Sukuk, altyapı projelerine yönelik finansman açığını kapatabilecek büyük bir potansiyele sahiptir. Sukuk, büyük yatırımları gerektiren altyapı projelerini finanse etmek için kullanılabilirken, hem yatırımcılar hem de kaynak kuruluşlar için fayda sağlanmaktadır. Sukuk, ülkelerin geleneksel borçlanma araçlarını kullanmak yerine altyapı projelerinin finansal ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Veriler göre sukuk ihraçları, altyapı finansmanının

aracı olarak son dönemlerde muazzam bir artış göstermektedir. 2002'den 2015'e kadar altyapı finansmanı için ihraç edilen toplam sukuk değeri 73 milyar doları aşmıştır (Sylla, 2023, 194). Medani (2019) tarafından yapılan çalışmada, sukuk'un altyapı gelişiminde büyük bir rol oynadığı ve altyapı sukuk piyasasının oransal olarak büyüdüğü ortaya çıkmıştır (Medani, 2019, 8).

Sukuk ihraçlarında, modellerin popülerliği ve özellikleri söz konusu olduğunda uluslararası ve yerel sukuk piyasaları arasında genel olarak farklılıklar bulunmaktadır. Vekâlet bazlı sukuk modeli, sukuk ihracında en çok kullanılan model olarak daha çok Uluslararası İslami Likidite Yönetimi (IILM), Endonezya, Suudi Arabistan, Katar, BAE ve Malezya tarafından tercih edilmiştir. İkinci kategoride murabaha bazlı sukuk modelidir. Bu model en çok Malezya'da kullanılmıştır. Ancak Ürdün, Suudi Arabistan ve BAE gibi ülkeler de oransal olarak murabaha sukuk ihraçlarında pay sahibidir. Üçüncü ve dördüncü sırada hibrid ve icâre sukuk modelleridir. Hibrid sukuk ihracı, esas olarak Malezyalı kurumsal ihraççılar tarafından gerçekleştirilirken, Bahreyn, Brunei, Endonezya, Nijerya, Pakistan, Senegal ve Türkiye gibi birçok devletler tarafından icâre sukuk modeli tercih edilmiştir (Islamic Financial Services Board, 2023, 060). Ancak verileri derlediğimizde, altyapı finansmanında müşâreke sukuk, icâre sukuk ve murabaha sukuk olmak üzere en çok kullanılan üç ana model olarak ortaya çıkmaktadır (Medani, 2019, 9).

Onlarca yıldır silahlı çatışmalar nedeniyle kalkınma ve ilerlemeden mahrum kalan Afganistan, altyapı sektörünün ciddi yatırımlara ihtiyaç duymaktadır. Bu ülkede altyapı finansmanının geçmişine bakıldığında altyapı sektörünün dış yardımlara bağımlı olduğu anlaşılmaktadır. Ancak söz konusu yardımlar genel olarak kısıtlı olup sektörün önceliğine gözetmeden yapılmıştır. Öte yandan Afganistan'ın bütçe yetersizliği, deniz taşımacılığına erişim eksikliği, zorlu çevre koşulları ve gelişmekte olan ekonomisi nedeniyle mali kısıtlamalarla karşı karşıyadır. Bu tür ekonomiler büyük ölçüde komşularına bağımlıdır. Yerel sermaye piyasası, altyapı sektörünü finanse etmekte yetersiz kalması, bu ülkeyi dış borçlanmaya yöneltmiştir. Diğer taraftan da yurt dışı krediler kur riskine tabidir. Ayrıca yönetim zayıflığından dolayı, söz konusu finansal kaynakların kötüye kullanılmasına yol açarak kredilerin geri ödenme kabiliyetini de azaltmıştır. Ancak, ülkedeki son yönetim değişimi ve akabende İslami değerlere ve şeriata vurgulanması, İslami finans sekrörü için isabetli bir fırsat olabilmektedir.

Dolayısıyla Afganistan altyapı finansmanı için, konvansiyonel finansman yöntemlerine uygun bir alternatif aracı olarak sukuk finansmanı önerilmektedir. Ancak altyapı projelerinin farklı sınıfları ve sukuk modellerinin çeşitliliği dikkate alındığında, belirli bir altyapı sektöründe belirli bir modelin uygulanabilirliği bir ülkeden başka bir ülkeye göre farklılık gösterebilir. Örneğin Malezya'da icâre sukuk, büyük maliyetli projelerin finansmanında kullanılmaktadır. Ancak Afganistan'daki yerli sermaye piyasasının eksikliği ve yerli bankaların zayıflığı, büyük maliyetli projelerin finansmanında icâre sukuk uygulanmasına engellemektedir. Dolayısıyla bu çalışmada, altyapı projelerinin sukuk yoluyla finansmanının incelenmesi ve Afganistan'daki altyapı projelerine uygulanabilir model önermesi amaçlanmaktadır.

Çalışmanın sonucunda, ekonomik niteliği taşıyan altyapı projeleri için müşâreke ve mudârebe sukuk modelleri uygulanabilecek modeller olarak önerilmiştir. Ancak vatandaşların katılımı söz konusu olduğu için ilk aşamada küçük ve orta kapasiteli projelerin bu modeller üzerinden hayata geçirilmesi önerilmektedir. Örneğin, güneş enerjisi projeleri, küçük hidroelektrik projeleri, rüzgâr enerjisi projeleri, büyük şehir ve il belediyelerin atık su ve katı atık yönetim projeleri ve otopark projeleri gibi küçük kapasiteli projelere vatandaşların doğrudan katılımıyla müşâreke ve mudârebe sukuk modelleri kullanılarak finansman sağlanabilecektir.

Afganistan'da mevcut altyapı projelerinin kapasite geliştirilmesi ihtiyacına gidermek için icâre sukuk yoluyla finansman sağlanabileceği düşünülmektedir. Bu bağlamda, Afganistan'da finansmana ihtiyaç duyan birçok büyük kapasiteli altyapı projeleri bulunmaktadır. Bunların başında, otoyol projeleri, demiryolu projeleri, havaalanları donatılma ve genişletme projeleri, farklı elektrik üretim projeleri ve telekomünikasyon projeleri gelmektedir. Ancak, Afganistan'da yerel bankalar ve finansal kuruluşlar bu tür yüksek maliyetli altyapı projelere istenilen fonu sağlayamayacağı için icâre sukuk, uluslararası yatırımcılara veya uluslararası finansal kuruluşlara yönelik ihraç edilmesi önerilmektedir.

Buna ek olarak ülkedeki finansal kuruluşların finansman potansiyeli ve murabaha sukuk modelinin dezavantajları göz önünde bulundurulduğunda, murabaha modelinin yüksek maliyetli altyapı projelerinde kullanılması uygun görülmemektedir. Ancak ulaştırma sektöründe düşük maliyetli toplu taşıma araçları (şehir içi tren hatları ve belediye otobüsleri) ve küçük kapasiteli elektrik üretim santralleri (güneş enerjisi, rüzgâr enerjisi

ve küçük barajlar projesi) gibi altyapı projelerinde murabaha sukukun kullanılabileceği mümkün görülmektedir.

İstisna sukuk modelinin özellikleri gereğince bu model, sosyal altyapı projelerinin finansmanında uygun görülmüştür. Dolayısıyla bireysel ve kurumsal yatırımcıların katılımıyla okul, üniversite ve hastane gibi projelerin finansmanında uygulanabilecektir. Bununla birlikte Afganistan'daki telekomünikasyon, ulaştırma, konut, eğitim ve sağlık sektöründe vekâlet sukukun uygulanması mümkün görülmektedir. Özellikle konut, eğitim ve sağlık sektöründe özel sektörün rolü ağırlık kazanabilir.

Ancak hibrid modelinin farklı sukuk bileşenlere sahip olduğu için çeşitli altyapı projelere adapte olabilmektedir. Örneğin, elektrik üretim projeleri, ulaştırma projeleri, hastaneler ve okullar gibi altyapı tesisleri hibrid modeli ile finanse edilebileceği düşünülmektedir. Fakat model bileşeni olarak murabaha-mudârebe veya istisna-mudârebe kombinasyonları tercih edilmelidir.

Son olarak enerji ve atık yönetimi projelerinin finansmanı için müşâreke ve mudârebe yapısı üzerinden yeşil sukuk ihraç edilmesi önerilmektedir.

Çalışmamız giriş ve üç ana bölümden oluşmaktadır. Giriş kısmında, araştırma sorusu, konunun kapsamı ve varılan sonucu özetle bahsedilmiştir. Üstelik ayrı başlıklı olarak araştırmanın amacı, önemi ve yöntemi açıklanmıştır.

Birinci bölümde, altyapı kavramı, altyapı sınıfları ve finansman yöntemleri incelenmiştir. Bu bölümde Dünya'da altyapı finansmanında kullanılan kamu finansmanı, kurumsal finansman ve proje finansmanı hakkında ayrıntı verilmiştir. Ayrıca konvansiyonel finansman araçlarının dezavantajları ve sukukun alternatif olabilirliği ayrıntılı olarak ortaya konulmuştur.

İkinci bölümde, Sukuk'un genel kavramları, modelleri ve dünyadaki altyapı yatırımlarında finansman modeli olarak kullanılmasına yönelik mevcut durumu belirlenmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda Malezya, Suudi Arabistan, Endonezya, Birleşik Arap Emirlikleri ve Türkiye örnek alınarak altyapı yatırımlarındaki sukuk modellerinin uygulanması örneklerle açıklanmıştır.

Üçüncü ve son bölümde Afganistan'da altyapı yatırımlarında sukuk modellerinin kullanılmasına yönelik öneriler sunulmuştur. Bu hususta, önce Afganistan'daki altyapı durumu ve geçmişteki finansman yöntemleri belirlenmiş daha sonra dünyadaki örnekler ve modellerin özellikleri göz önünde bulundurularak Afganistan'daki altyapı sektörlerine

uygulanabilecek modeller önerilmiştir. Araştırmaya genel bir sonuçlandırma ve öneriler ile son verilmiştir.

Çalışmanın Konusu

Genel olarak gelişmiş ülkelerde altyapı projeleri ya devletin nakit bütçesinden ya da kredi şeklinde finanse edilmektedir. Ancak az gelişmiş ülkelerde, özellikle İslami ülkelerde, devlet bütçeleri kısıtlı olması ve menkul kıymetler piyasalarının zayıf performans göstermesi veya dini hassasiyetler nedeniyle çağdaş finansman yöntemleriyle altyapı projeleri finanse edilememiştir. İslami bono olarak adlandırılan sukuk, son yıllarda akademik çevrelerde, bilimsel araştırmalarda, kitap ve makalelerde altyapı projelerinin finansmanı için uygun bir araç ve belki de çağdaş yöntemlere uygun bir alternatif olarak önerilmiştir. Sukukun avantajlarından biri, İslami ilke ve değerlere göre tasarlanmış olması ve esas olarak insanların katılımını içermesi ve varlığa dayalı bir sertifikadır. Yani bir anlamda halk için altyapı projelerine katılım zihniyeti oluşturmakta ve halkın geniş çaplı katılımına neden olmaktadır. Ancak sukuk türlerine ve ülkelerin durumlarındaki farklılıklara göre tek bir sukuk türü tüm ülkeler için uygun bir model olarak kabul edilememektedir. Aynı zamanda sukuk finans maliyet çağdaş finansman maliyetiyle değerlendirmesi gerekmektedir. Bu nedenle çalışmamızda sukuk modelleri üzerinde odaklanıp Afganistandaki altyapı projeleri için uygulanabilirliği incelenmiştir.

Çalışmanın Amacı

Çok kıymetli madenler, verimli topraklar, yeterli su kaynakları ve kaliteli insan güçlerine sahip olan Afganistan, yıllardan beri dış yardımlara bağlı kalmıştır. Bu ülkeye son yirmi üç senede milyarlarca dolar mali yardım edilmesine rağmen hâlâ altyapısı ve ilgili projeleri ilkel durumda olup geliştirilmemiştir. Hâlihazırda Afganistan'da çok ciddi sorunlar yaşanmakta ve dış yardımlara bağlı kalmaktadır.

Ülkede; enerji sektörü, ulaştırma sektörü, sağlık sektörü, su dağıtımı, çöp ve atık maddeler yönetimi, maarif ve eğitim sektörü gibi birçok alanda alt yapı yatırımlarına çok ciddi ihtiyaç duyulmaktadır. Son üç yılda Birleşmiş Milletler (BM) tarafından yapılan yardımlar da direkt sivil topluma yansıtmaktadır. Üstelik mevcut yönetimin bütçesi de altyapı projelerinin finansmanında yetmez durumundayken, İslami değerler ve ülkedeki bankaların kritik durumu, altyapı projelerinin konvansiyonel yöntemler ile finansmanını

engellemektedir. Dolayısıyla bu çalışmanın amacı, sukuku alternatif bir finansman aracı olarak ele almak ve Afganistan için öneriler sunmaktır.

Çalışmanın Önemi

Sukuk, yenilikçi ve İslami değerlere uygun bir finansman aracı olarak hem akademik alanda hem de uluslararası sermaye piyasasında önem kazanmıştır. Malezya, Endonezya ve Körfez ülkeleri başta olmak üzere dünya birçok ülke, altyapı yatırımlarında sukuku kullanmaya başlamıştır. Akademik çalışmalara baktığımızda sukuk kavramları ve altyapı yatırımlarında kullanılmasıyla ilgili yüzlerce bilimsel araştırma bulunmaktadır. Ancak Afganistan’da sukuk, ne akademik alanda ne de finans sektöründe gereken teveccühü almamıştır.

Afganistan’da sukuk ihracına yönelik gereken düzenleme ve kurumsal çerçeve daha sağlanmamışken, akademik çalışmaları sayısal olarak ikilik rakamdan geçmemektedir. Dolayısıyla bu çalışma ortada bulunan akademik boşluğu doldurmak için yapılmaktadır. Öte yandan bu çalışmanın sonucu, Afganistan’daki sukuk ihracıyla ilgili yürütülen çalışmalara katkıda bulunacağı hedeflenmektedir.

Çalışmanın Yöntemi

Çalışmada, sosyal bilimlerde en çok kullanılan nitel araştırma yöntemine dayalı durum çalışması yaklaşımı tercih edilmiştir. Bunun yanında, veri toplama yöntemi olarak döküman incelemesi kullanılmıştır. Altyapı projelerinin finansmanında sukukun kullanılmasıyla ilgili, dünyadaki uygulanmış olayları hakkında bilgi edinmek için durum çalışması tercih edilmiştir. Örnek olayların ışığında Afganistan’daki altyapı durumu incelenerek her bir sukuk modelinin hangi altyapı sektöründe daha uygun olabileceği gerekçeler ile tespit edilmiştir. Bu konuda pek çok birincil kaynak olarak resmi raporlar ve ikincil kaynaklardan da kitaplar, makaleler, haberler, vb. gibi dokümanlar kullanılmıştır.

1. BÖLÜM: ALTYAPI GENEL KAVRAMLARI VE FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

1.1. Altyapı Kavramı

Altyapı, terkibi bir terim olarak iki kelimedenden yani “alt” ve “yapı” oluşmaktadır. Sözlük anlamı olarak; “bir sistemin veya organizasyonun temelini oluşturan yapı” şeklinde tanımlanabilir (Aktan - Dileyici, 2005, 6). Bu terimin İngilizcesi ‘*infrastructure*’ olup Latince’den gelen “*infra*” kelimesi “alt” anlamı vermektedir. Bu nedenle “*infrastructure*” kelimesi “kuruluşun temeli” anlamı da ifade edebilir (Buhr, 2003, 1). Buna göre altyapı kelimesi, 'bir sistemin temel çerçevesi' veya bir sistemin 'kuruluş temeli' anlamına gelmektedir (Frischmann, 2012, 3).

“*Infrastructure*” kelimesi ilk kez Kuzey Atlantik Antlaşması Örgütü (NATO) müttefik hava kuvvetleri tarafından 1950'lerde kullanılmıştır. Hava kuvvetlerinin ve uçakların işlevleri için pistlere ve yer altı tesislere ihtiyaç varmış. Bu tesislere hava düzeyi anlamına veren “*airplane*” kavramına karşı “*infrastructure*” yani altyapı adı verilmiştir. Daha sonra, bu terim yalnız hava kuvvetleri tesislere değil, dünya çapında sosyal destek tesisleri için de kullanılmaya başlanmıştır (Nakamura vd., 2019, 2).

Ancak altyapı kavramı 18. Yüzyıla dayanıp uzun bir gelişim süreci geçirmiştir. 18. Yüzyılda altyapı kavramı, kamu tesislerine ifade edilmeye başlanmıştır. Nitekim Adam Smit kamu tesislerinin korunmasını devletin görevi olarak belirtmiştir. İkinci aşamada ise altyapı, sosyal genel giderleri olarak ifade edilmiştir. Bu kavram P. Samuelson’un “kamu malları” teorisine dayanmaktadır. Üçüncü aşamada, altyapı kavramı, ekonomik büyüme ve ekonomik gelişme teorileri ile ilişkilendirilmiştir. Örneğin R. Nurske altyapıyı, ekonominin sinir sistemi olarak değerlendirmiştir. 1980’lerde, altyapı genel anlamda kamu sermaye kavramının bir parçası olarak görülmüştür. Dördüncü aşamada ise altyapı kavramında büyük bir dönüşüm gerçekleşmiştir. Bu aşamada altyapı yatırımları ve geliştirme süreci devletin tekelinden çıkarılmış ve özel sektörün rolü ortaya konulmuştur. Bunun yanında, internetin gelişmesiyle birlikte altyapı, tamamen maddi malvarlığı kavramından çıkıp maddi olmayan nesneleri de kapsamıştır. Ayrıca altyapı tesisleri de dâhil olmak üzere devlete ait varlıkların özelleştirilmesi, hibrid bir altyapı modeli yani kamu-özel ortaklık (PPP) modeline yol açmıştır (Baskakova - Malafeev, 2017, 30–31).

Altyapı bir kavram olarak gelişiminde uzun bir yol kat etmiş olsa da, akademik çalışmalarda standart bir tanımı yoktur. Binaenaleyh, metnin devamında bazı önemli ve muteber tanımlar getirilecek ve onlara kıyasen orta bir tarif sunulacaktır.

Reimut Jochimsen (1966): “Altyapı, ekonomik birimlerin kullanımına sunulan ve etkin bir kaynak tahsisi durumunda eşdeğer girdiler için tazminatın eşitlenmesini sağlayan fiziksel, kurumsal ve kişisel olanakların toplamıdır” (Torrise, 2009, 6–7).

Walter Buhr (2003) : “Altyapı, ekonomik aktörlerin iktisadi potansiyelini en üst düzeye çıkarmak amacıyla kurallar, standartlar ve önlemler dâhil olmak üzere ilgili tüm ekonomik bilgileri içerir” (Buhr, 2003, 16).

OECD (2014): Altyapı, ekonomilerin işlenmesi ve büyümesi için gereken kamu mal ve hizmetlerini üreten geniş varlık kategorileri ifade eder (COMCEC Coordination Office, 2019, 7).

Yukarıda geçen tanımlarda, altyapı kavramının sadece bir yanı dikkate alınmıştır. Nitekim bu tanımların bazılarında, altyapı tamamen maddi veya somut varlıklar olarak ifade edilirken bazılarında da soyut varlıklar olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla, altyapı kavramı dar ve geniş olmak üzere iki farklı anlamı taşımaktadır.

Dar anlamda altyapı, bir yatırımın gerçekleştirilebilmesi için gereken ulaştırma, haberleşme, enerji ve su gibi maddi olanakları kapsar. Geniş manada ise altyapı maddi veya ekonomik olanaklarının yanında, eğitim ve sağlık sektöründeki kuruluşları, ayrıca bu konularla ilgili bilgi ve beceriyi içine bulunduran sosyal sabit sermayeyi içermektedir (Aktan - Dileyici, 2005, 6). Özetle altyapı hem ekonomik hem de sosyal boyutu olan bir kavramdır (Tuna - Bostancı, 2021, 1479).

Neticede, altyapı kavramının işlevsel veya orta bir tanımı sunulmuş olursa, Chong ve Poole (2001) tanımına değinilebilir. Söz konusu tanıma göre: “Altyapı, ekonominin ve toplumun işleyişi için gerekli olan yapı ve imkânlarıdır. Altyapı, kendi başına bir amaç olmaktan ziyade, ekonomik faaliyetlere ve sosyal hizmetlere destekler” (Chong - Poole, 2013, 66).

1.2. Altyapı Özellikleri

Bilindiği üzere altyapı, konut, mağaza, ofis ve fabrika gibi diğer varlık ve iktisadi birimlerden fiziksel olarak farkı olmayan, yeryüzüne kurulmuş tesis veya yapıdır. Bu tesisler kullanıcılara benzer mal ve hizmetleri sağlar. Örneğin, su sistemleri su sağlarken

fabrikalar da mal ve ürün sağlamaktadır. Ancak altyapı, diğer varlık ve iktisadi birimlerde bulunmayan bazı özelliklere sahiptir. Bu özellikler aşağıda değinilmiştir (Nakamura vd., 2019, 2–3) (Aktan - Dileyici, 2005, 7–8) (COMCEC Coordination Office, 2019, 8):

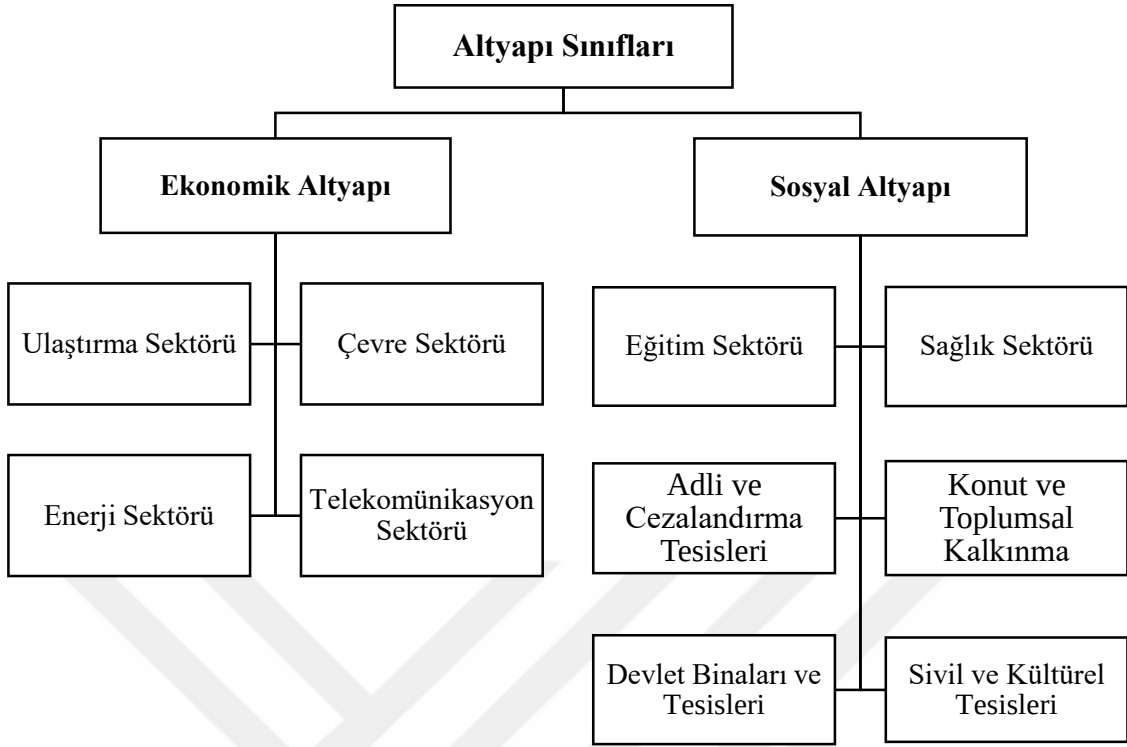
- Yüksek talep: Altyapı hizmetleri toplumun genel ihtiyacı olduğu için, yüksek talepte bulunur. Örnek olarak su sistemi değinilebilir.
- Ortak tüketim: Bireysel olarak temin edilmesi zor olan altyapı hizmetlerinde, ortak tüketim söz konusudur. Örneğin yollar, köprüler, su sisteminde ana borular ve okullar gibi tesisler ortak kullanılır.
- Büyük ölçekli yatırım: Altyapı inşasında muazzam yatırımlar gerekir ve bu projelerin finansmanı özel sektörün gücünden hariçtir.
- Dışsal etkiler: Altyapı tesisleri yalnız kullanıcıları değil, bütün toplumu etkiler.
- Rekabetsizlik/İstisnasızlık: Altyapı mal ve hizmetleri, biri sahip olan diğeri sahip olamayan mal ve hizmetleri gibi değil, aksine herkes yararlanabilir varlıklardır.
- Kullanım maliyetleri: Altyapı mal ve hizmetlerinin maliyeti çoğunlukla doğrudan kullanıcılardan değil, vergi şeklinde dolaylı olarak karşılanır.
- Ortalama maliyeti azalması: Altyapı hizmetlerinin sabit maliyetleri, değişken maliyetlerine göre daha yüksektir. Dolayısıyla tüketiciler arttıkça ortalama maliyeti kademeli olarak azalır.
- Fiyat, üretim maliyeti altındadır: Altyapı hizmetlerinin bu özelliği, “kamu yararı” ilkesinin dikkate alınmasıyla ortaya çıkar. Bu nedenle düşük fiyat belirlemesi, devlet üretimin sebeplerinden biridir.
- Stoklanmazlık: Altyapı sektörünün hizmet niteliği ağırlık gösterir. Bundan dolayı diğer mallar gibi stoklanması söz konusu olamaz.
- Uzun ömürlü projeler: Altyapı projeleri genellikle uzun dönemde yapılır. Ayrıca çıktıları da uzun süreden sonra beklenir.
- Çıktının ticarete konu olmaması: Bazı altyapı mal ve hizmetleri, ticari mallar gibi ithal edilemez çünkü belirli yerlerde yapılması gerekmektedir. Örneğin, iki şehri birbirine bağlayan bir yolun fiziki olarak ülke içinde yapılması gerekiyor yani yurtdışından ithal edilemez.
- Kamu mal özelliği: Birçok altyapı projeleri kamu mal niteliği taşıyan mal ve hizmetleri üretir.

1.3. Altyapı Sınıflandırılması

Altyapı sınıflandırılmasında da tanımı gibi tek bir yaklaşım bulunmamaktadır (Baskakova - Malafeev, 2017, 31). Altyapı farklı bakış açılarından sınıflandırılmıştır. Örneğin, Jochimsen (1966) altyapıyı maddi (ulaşım sistemi, kamu hizmetleri, sağlık, eğitim vb.), kişisel (beşeri sermaye) ve kurumsal (normlar, kurumlar ve prosedürler) olarak sınıflandırmışken, Jacobs Sturms ve diğerleri (1995), altyapıyı temel altyapı (yollar, kanallar, limanlar vb.) ve tamamlayıcı altyapı (tramvaylar, gaz, elektrik, su temini vb.) olarak iki kısma ayırmıştır (Torrise, 2009, 10–16).

Ancak akademik çalışmalarda en çok değinilen ve ABD Kongre Bütçe Ofisinin 2008 ve 2009 altyapı tanımına dayanak olan N. M. Hansen (1965) yaklaşıma göre altyapı, ekonomik altyapı ve sosyal altyapı olarak iki türe sınıflandırılmaktadır (Chen - Bartle, 2017, 4).

Ekonomik altyapı; bir ekonominin temel işleyişi için gereken ve üretken faaliyetleri doğrudan desteklenen yapı ve tesislerdir. Bunlar; otoyollar ve deniz yolları başta olmak üzere, havaalanları, su, gaz ve elektrik dağıtım şebekeleri, sulama ve kanalizasyon şebekeleri, barajlar vb. gibi yapılardır. Sosyal altyapı ise sosyal konfor ve sosyal hayat standartları arttırmak ve ekonomik verimliliği desteklemek amacıyla tamamlayıcı tesis ve yapılardır. Bunlar; okullar, hastaneler, çevre temizliği tesisleri, belediye daireleri, kamu güvenliğine yönelik yapılar, spor tesisleri ve yeşil alanlar gibi yapılardır (Torrise, 2009, 15). Bu sınıflandırmanın, daha detaylısı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.



Şekil 1: Altyapı Türleri ve Bileşenleri

Kaynak: (Chen - Bartle, 2017, 4)

1.3.1. Ekonomik Altyapı

Ekonomik altyapı, ekonominin diğer sektörlerinin işleyişini ve gelişimini destekleyen tesisler, faaliyetler ve hizmetleri ifade eder. Bu tesisler, faaliyetler ve hizmetler, ekonominin genel verimliliğinin artırmasına yardımcı olmaktadır. Ayrıca, ekonomik altyapı önemli bir etken olarak ekonominin tüm sektörlerinin sorunsuz işlemesini kolaylaştırmaktadır.

Ekonomik altyapı, ekonomik sistemin sinir merkezidir. Sadece ekonominin değil, aynı zamanda medeniyetin gelişmesinde de önemli bir rol oynar. Bunlar kamu tesisleri olarak mal ve hizmetlere yer ve zaman faydasını sağlamaktadır. Üretimi, dağıtım merkezlerini ve son tüketicileri de birbirine bağlarlar. Bu nedenle ekonomik altyapı, ekonomik sistemin unsurlarını bir araya getirmektedir.

Ekonomik altyapı, demiryolları, karayolları, gemiler, hava yolları, iletişim vb. gibi temel gereksinimlerdir. Dolayısıyla bu tesis ve hizmetlerin olmaması, ekonomik büyümesini engelleyip hızlı gelişmesini imkânsız hale getirebilir (Reddy, 2018).

Ekonomik altyapı aşağıdaki sektörleri içermektedir (Chen - Bartle, 2017, 4):

- Ulaştırma sektörü: Yüzeysel tesisler (yollar, köprüler, demiryolları, otoparklar), toplu taşımacılığı (kentsel tren, hızlı otobüsler), havacılık (havaalanları, turizm sistemi) ve su dağıtım sistemi (su barajları, nehirler)
- Çevre sektörü: İçme suyu temini ve arıtma tesisleri, atık su kanalizasyonu ve arıtma tesisleri, katı atık yönetimi, kirlilik kontrol tesisleri
- Enerji sektörü: Elektrik sistemi, gaz sistemi
- Telekomünikasyon sektörü: Telefon hatları ve ağlar, yüksek hızlı internet

1.3.2. Sosyal Altyapı

Sosyal altyapı, toplumumuzun yaşam kalitesini ve refahını destekleyen tesisler, alanlar, hizmetler ve ağlardan oluşur. Mutlu, güvenli ve sağlıklı olmamıza, öğrenmemize ve hayattan memnun kalmamıza sebep olur. Sosyal altyapı ağı, sosyal kimliğe, içermeye ve uyuma katkıda bulunur ve toplumun tüm kesimleri tarafından hayatlarının bir noktasında, genellikle günlük olarak kullanılır. Yerel halka açık yüzme havuzları, çocuk bakım merkezleri büyük hastaneler, üniversiteler ve sanat galerileri gibi birçok sosyal altyapı tesisleri günlük hayatımızın önemli bir parçasıdır. Yüksek kaliteli, uygun fiyatlı sosyal hizmetlere erişim, tüm vatandaşların sosyal ve ekonomik refahını doğrudan etkiler (Australian Infrastructure Audit, 2019, 388).

Sosyal altyapı, aşağıdaki altı sosyal sektörü içermektedir (Chen - Bartle, 2017, 4):

- Eğitim sektörü: İlköğretim okulları ve imkânları, üniversite binaları ve imkânları
- Sağlık sektörü: Sağlık tesisleri, hastaneler
- Adli ve cezalandırma tesisleri: Hapishaneler, mahkemeler
- Konut ve toplumsal kalkınma
- Devlet binaları ve tesisleri: Devlet idari binaları, kamu güvenliği ve refah tesisleri
- Sivil ve kültürel tesisleri: Kütüphaneler, kongre merkezleri, parklar ve dinlenme tesisleri

Sosyal altyapının maliyeti devlet tarafından yüksek oranda sübvansede edilmektedir. Bir parkı kullanan, bir devlet okuluna giden veya bir devlet hastanesinde tedavi gören insanlar, bunların kullanım ücretinin tamamını doğrudan ödememektedir (Australian Infrastructure Audit, 2019, 392–394).

1.4. Altyapının Ekonomik Rolü

Altyapı, bir ekonominin büyümesini ve düzgün işleyişini destekleyen ve yoksulluğun azaltılmasını sağlayan önemli bir göstergedir. Altyapının ekonomi üzerinde etkisi farklı şekillerde tanımlanabilir. Birincisi, altyapı hane halkı sektörüne ulaşım, elektrik, su, arındırma vb. gibi basit ve temel hizmetleri sağlar. Bu hizmetler, yalnızca temiz su ve elektrik gibi temel ihtiyaçlarını karşılamakla kalmayıp, aynı zamanda ticari faaliyetleri teşvik eder ve iş fırsatları sağlayabilir. İkincisi ise altyapı, toplam üretim içerisinde ayrı bir girdi olarak veya iş sektöründe maliyetleri düşüren ve verimliliği artıran bir faktör olarak düşünülebilir (COMCEC Coordination Office, 2019, 8).

Günümüzde, tam istihdam, fiyat istikrarı ve adil gelir dağılımı gibi makroekonomik hedeflerine ulaşmak için altyapı yatırımları gerekmektedir. Nitekim dünyada söz sahibi olan gelişmiş ülkelerin altyapıları tamamlanmış halindeyken, gelişmekte olan veya az gelişmiş olan ülkelerin altyapıları göreceli olarak daha ilkel seviyededir. Altyapı, bir binanın temeli gibi ekonominin üst yapı yatırımları için dayanak ve tamamlayıcı niteliğindedir. Zira alt yapı olmadan üst yapı temelsiz, dayanaksız ve anlamsız kalacaktır. Şöyle ki; bir fabrikanın üretkenliği ve verimliliği için fabrikaya bağlantılı yollar, elektrik, su, telekomünikasyon ve kanalizasyon gibi altyapı olanaklarının sağlanması gerekir, aksi takdirde söz konusu fabrikanın katma değeri sıfır olacaktır. Altyapı tesisleri ekonomik birimlerin gereksinimlerini karşılayabildiği gibi; üretimi artırmakta, maliyetleri düşürmekte, iktisadi büyümeyi desteklemekte, sosyal hayat standardını ve kalitesini yükseltmekte ve toplumsal refahı artırmaktadır (Karacan, 2017, 315–316).

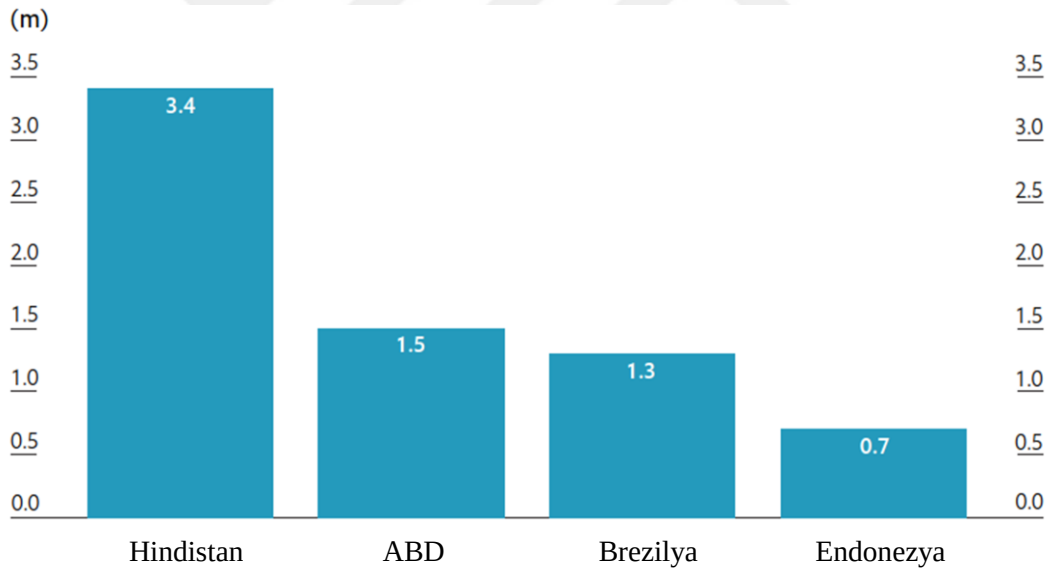
Altyapı yatırımlarının ekonomi üzerinde etkisi, gerek teorik gerekse deneysel çalışmalarda olumlu sonuçlar bulunmaktadır. Bu hususta, Barro (1990) açıklamaları gibi teorik tartışmalarda, altyapının ekonomik büyüme üzerinde etkisini açıklayan beş kanal listelenmektedir:

- Altyapı, üretim sürecini doğrudan etkileyen bir girdidir.
- Altyapı tesislerinin iyileştirilmesi firmaların üretim maliyetlerini azaltabilir veya bu tesislerin yetersiz kalması firmalara çeşitli maliyetler yükleyebilir.
- Altyapı olanakları, beşeri sermayenin gelişmesine destekleyerek faktör üretkenliğinin arttırmasına neden olabilir.
- Altyapı tesislerinin inşasında, bir takım harcamalar ve bakım faaliyetler sebebiyle toplam talep, artış gösterebilir.

- Altyapı yatırımları, ülkenin sanayileşmesine destekler ve ithalat ikame stratejisine yönelik bir araç olarak kullanılabilir.

Üstelik ampirik çalışmaların bulgularının çoğu, altyapı yatırımları ve ekonomik büyüme arasında olumlu bir ilişki olduğunu gösterir. Mesela; Aschauer (1989) ABD’de Panel Veri Analizi yöntemiyle 1949-1985 verilerini analiz ederek “Altyapı yatırımları ile çıktı düzeyi arasında (+) anlamlı ilişki” sonucuna varmıştır. Buna benzer Saatçioğlu ve Karaca (2013) Türkiye’de Yatay-Kesit Analizi yöntemiyle 2006-2008 verilerini analiz ederek “Ulaştırma altyapısı ile bölgesel gelir düzeyi arasında (+) ilişki” sonucunu bulmuşlardır (Değer - Doğanay, 2015, 68–71).

Akademik çalışmaların yanı sıra, altyapının ekonomi üzerine etkisi gösteren bir süre belgeler ve resmi raporlar mevcuttur. Örneğin; McKinsey Global Institute (2013) analizine göre altyapı yatırımları GSYH’nin %1’i oranında artırılması durumunda, dünya çapında muazzam yeni iş fırsatları yaratabilir (The Economist: Intelligence Unit, 2019, 7).

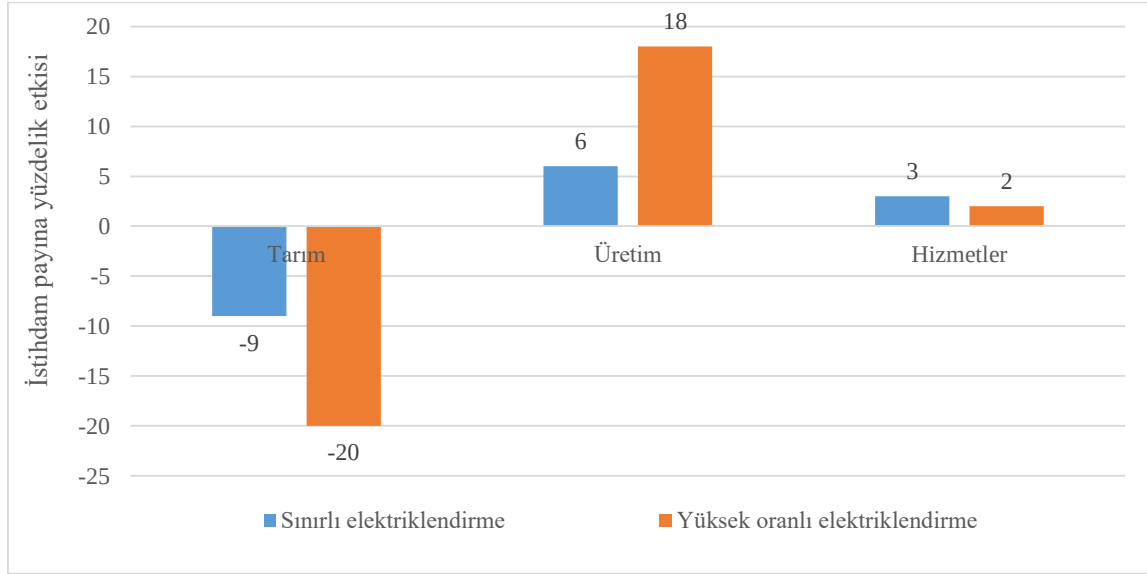


Grafik 1: Altyapı Yatırımları GSYH’nin %1’i Kadar Artırılırsa Doğrudan ve Dolaylı Olarak Yaratılan Ek İşler

Kaynak: (The Economist: Intelligence Unit, 2019, 7)

Yukarıdaki şekil 2’den hareketle Hindistan’daki altyapı yatırımları GSYH’nin %1’i kadar artırılırsa 3,4 milyon ek işler yaratabilir ve bu durum ABD, Brezilya ve Endonezya için sırayla 1,5, 1,3 ve 0,7 milyon olarak değerlendirilmiştir.

Diğer bir örnekte; Dünya Bankası ve Uluslararası Büyüme Merkezi tarafından düzenlenen INFRA4DEV konferansında Vivien Foster ve Mathilde Lebrand'ın (2022) sunduğu raporuna göre altyapı yatırımları, ekonominin tarımdan sanayiye yapısal dönüşümünde büyük rol oynamaktadır. Örnek durumu olarak, Etiyopya ve Kenya'daki asfalt yollara erişim, tarım çalışanlarının %9'unu düşük verimli tarımdan çıkarıp üretim ve hizmet sektörüne kaydırmıştır (Foster - Lebrand, 2022).



Grafik 2: Asfalt Bir Yola Erişimin Marjinal Etkisi: Afrika Boynuzu (Etiyopya ve Kenya)

Kaynak: (Foster - Lebrand, 2022)

Şekil 3'ten anlaşılabileceği üzere Etiyopya ve Kenya'daki ulaştırma sektöründe yapılmış olan yatırımlar, asfalt yollara erişim oranı yükselmiştir. Dolayısıyla tarım sektöründe sınırlı elektrikleştirme durumunda %9 işçileri düşük verimli tarımdan çıkıp %6'sı üretim sektöre ve %3'ü hizmet sektöre yönelmiştir. Ancak yüksek oranlı elektrikleştirme durumunda daha etkin olup %20 tarım işçilerinin %18'ini üretime ve %2'sini hizmetlere yönlendirmiştir.

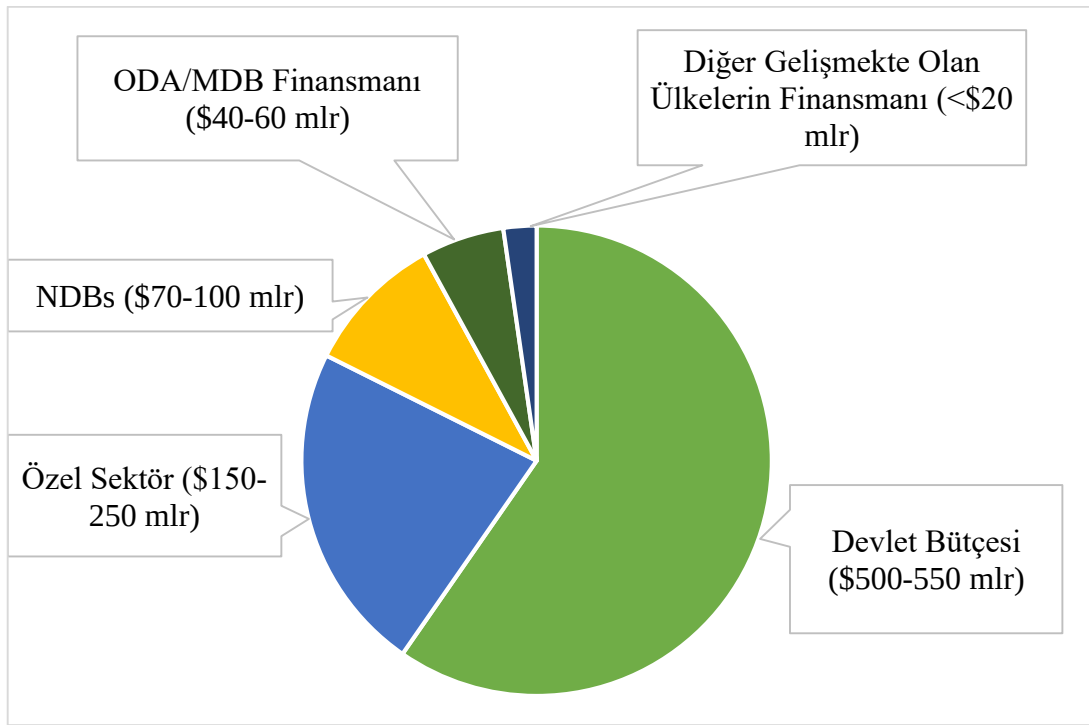
1.5. Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Devletin ve Özel Sektörün Rolü

Altyapının ekonomik önemi düşünüldüğünde, kimler tarafından ve nasıl oluşturulması gerektiği sorusu ortaya çıkar. Genel görüş, altyapı inşaatının devletin sorumluluğunda olduğu ve devlet tarafından finanse edilmesi gerektiği yönündedir. Çünkü altyapı, kamu

niteliği taşıyan mal ve hizmetleri sağlar ve özel sektör tarafından sağlanması durumunda arzı kısa vadeli, yüksek maliyetli ve son derece sınırlı olacaktır.

Gerçekte, bazı altyapı hizmetleri özel sektör tarafından arz edilirse de, kamu mal niteliği bulunan altyapı mal ve hizmetlerinin büyük bir kısmı devlet tarafından sağlanmaktadır. Bu nedenle, altyapının sağlanmasında en büyük paya sahip olan devlet, doğrudan yatırım, altyapı projeleri yönetme, sübvansiyonlu fon sağlama veya yasal çerçeve düzenleme gibi farklı yollarla sorumluluğunu yerine getirebilmektedir (Nakamura vd., 2019, 128).

Macquarie (2009), Estache (2010) ve MDBs (2011) farklı tahminlerine göre gelişmekte olan ülkelerin altyapı yatırımlarının büyük bir kısmı devlet bütçesinden sağlanmıştır.



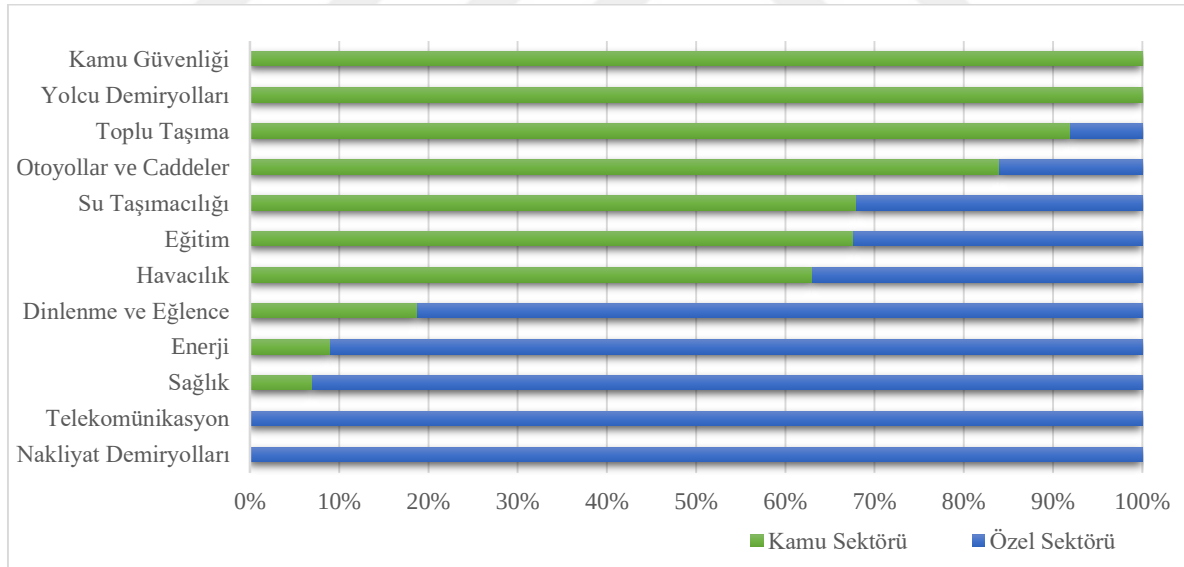
Grafik 3: Gelişmekte Olan Ülkelerde Altyapı Finansman Kaynaklarına İlişkin Tahminler (Milyar ABD Doları)

Kaynak: (COMCEC Coordination Office, 2019, 29)

Yukarıdaki Şekil 4'ten görüldüğü üzere gelişmekte olan ülkelerde özel sektör, tahmini olarak 150 ila 250 milyar ABD doları tutarındaki yatırımıyla altyapı sektöründe en büyük ikinci fon kaynağıdır. Bu ülkelerdeki ulusal kalkınma bankaları da 70-100 milyar dolar aralığında önemli finansman sağlamaktadır. Yurtdışı kalkınma yardımları (ODA) ve çok taraflı kalkınma bankaları (MDB)den sağlanan uluslararası finansman kaynakları 40-60 milyar ABD doları aralığındadır (COMCEC Coordination Office, 2019, 29).

Buna benzer, Dünya Bankası ve Kamu-Özel Altyapı Danışmanlık Tesisi (PPIAF) 2017 raporuna göre yükselen piyasalar ve gelişen ekonomilerde yapılmış olan 0,5 trilyon dolarlık altyapı yatırımlarının %83'ü kamu sektörü tarafından gerçekleştirilmiştir. Özel sektör ise yalnız %17'sini üslenmiştir. Ancak kamu sektörü yatırımlarının %34'ü kamu kurumları tarafından ve %66'si devlete ait işletmeler (SOEs) tarafından yapılmıştır (World Bank Group - PPIAF, 2017, 2).

Fakat Söz konusu rol, sektör ve ülkeye göre değişmektedir. Nitekim ABD Ekonomik Analiz Bürosunun 2015 verilerine göre kamu sektörü, yolcu demiryolları ve kamu güvenliği gibi altyapıların tek finansman kaynağıdır. Ama bu pay toplu taşıma, otoyollar ve caddeler gibi altyapı finansmanında dörtte üçe kadar düşmektedir. Ayrıca, eğitim tesisleri ve binaları, havacılık ve su taşımacılığına yapılan altyapı yatırımlarının yarısından fazlası kamu sektörü tarafından sağlanmıştır. Buna karşılık, nakliyat demiryolları ve telekomünikasyona yapılan tüm yatırımlar özel sektör tarafından sağlanmaktadır. Üstelik enerji, sağlık tesisleri ve hastaneler ile eğlence parkları ve dinlenme tesislerine yapılan yatırımların çoğu da özel sektör tarafından finanse edilmiştir (Chen - Bartle, 2017, 5). Bu durum aşağıda şekil 5 halinde sunulmaktadır.



Grafik 4: ABD'deki Altyapı Yatırımlarında Kamu ve Özel Sektörün Payı (2014)

Kaynak: (Can & Bartle, 2017, p. 5)

1.6. Altyapı Projelerinin Mülkiyet Türleri

Ekonomik faaliyetlerin özel sektör tarafından yürütülmesi, liberal ekonomik sistemin temel ilkesidir. Ancak, altyapı projelerinin çoğunda kamu mal niteliği bulunduğu için, kamu aktörlerinin müdahalesini sebep olmaktadır (Nakamura vd., 2019, 129–131). Böylece, altyapı projelerinin mülkiyet türleri şu şekilde sıralanabilir: (i) projeler tamamen kamu sektöründe inşa edilebilir ve işletilebilir. (tamamen kamu tipi), (ii) projeler tamamen özel olabilir (tamamen özel tipi) ve (iii) kamu ve özel işletmelerinin ortak yürütülen projeler olabilir (kamu-özel işbirliği tipi) (Lewis - Scheck, 2015, 12).

1.6.1. Tamamen Kamu Tipi

Bir takım altyapı tesisleri toplum için vazgeçilmezdir. Öte yandan bu tür altyapı tesislerinin hizmetleri için kullanıcılardan kullanım ücreti alınması neredeyse imkânsızdır. Kullanım ücreti yerine devlet ve yerel yönetimler gibi kamu kuruluşları vatandaşlardan topladıkları vergi gelirlerini kullanmaktadır. Yollar, köprüler, nehirler, setler ve afet önleme tesisleri, bu tür altyapıları temsil eder ve aynı zamanda tamamen kamu malları olarak da adlandırılır. Bu tür projelere "tamamen kamu tipi" projeleri denir (Nakamura vd., 2019, 129–131).

Dünya Bankası ve Kamu-Özel Altyapı Danışmanlık Tesisi (PPIAF) (2017) raporuna göre 2017 yılında dünya çapında 2111 altyapı projelerinden 1806'sı kamu sektör tarafından gerçekleştirilmiştir (World Bank Group - PPIAF, 2017, 2).

1.6.2. Tamamen Özel Tipi

Piyasa mekanizmalarına tabi olan ve kamu kuruluşları tarafından sağlanamayan birçok altyapı hizmetleri özelleştirme yoluyla özel sektöre devredilir. Ancak, ülkenin rekabet potansiyelin güçlendirilmesi açısından gerekli piyasa düzenlemeleri devlet tarafından yapılabilmekte veya politika desteği verilmektedir (Nakamura vd., 2019, 132).

Dünya Bankası ve Kamu-Özel Altyapı Danışmanlık Tesisi (PPIAF) 2017 raporuna göre 2017 yılında yapılan 2111 altyapı projelerinden 305'i kamu sektörü tarafından gerçekleştirilmiştir. Bununla birlikte, dünyada Brezilya, Kamboçya, Kolombiya, Mısır, Gana, Ürdün, Meksika, Moğolistan, Filipinler ve Türkiye olmak üzere 10 ülkede altyapı yatırımları en çok özel sektör tarafından yapılmıştır (World Bank Group - PPIAF, 2017, ii–2).

1.6.3.Kamu-Özel İşbirliği Tipi

Kamu-Özel İşbirliği tipi bir kamu malvarlığı veya hizmeti sağlamak için özel sektör ile bir devlet kurumu arasında uzun vadeli bir sözleşme olarak tanımlanabilir (Oktavianus vd., 2018, 2).

Kamu kuruluşları, mevcut altyapı projelerinin tamamlayabilmesi ve planladığı altyapı yatırımlarının gerçekleştirebilmesi için hem mali hem de insani kaynaklara ihtiyaç duyar. Bu tesislerin inşası, finansmanı ve daha etkin kullanılması ancak özel sektörün işbirliğiyle mümkündür. Dolayısıyla projenin finansmanı, tasarımı, uygulanması ve işletilmesi özel sektöre verilir. Fakat denetimi ve kontrolü kamu kuruluşu tarafından üstlenmektedir (Tuna - Bostancı, 2021, 1486–1487).

KÖİ modeli dünya çapında popüler bir yöntem olarak birçok ülkede uygulanmaktadır. Örneğin, Güney Kore’de 2012 yılında KÖİ modeli kapsamında 21,7 milyar dolar yatırılmışken Birleşik Krallıkta 2013 yılında 100 milyar dolarlık yatırım gerçekleşmiştir (Oktavianus vd., 2018, 5).

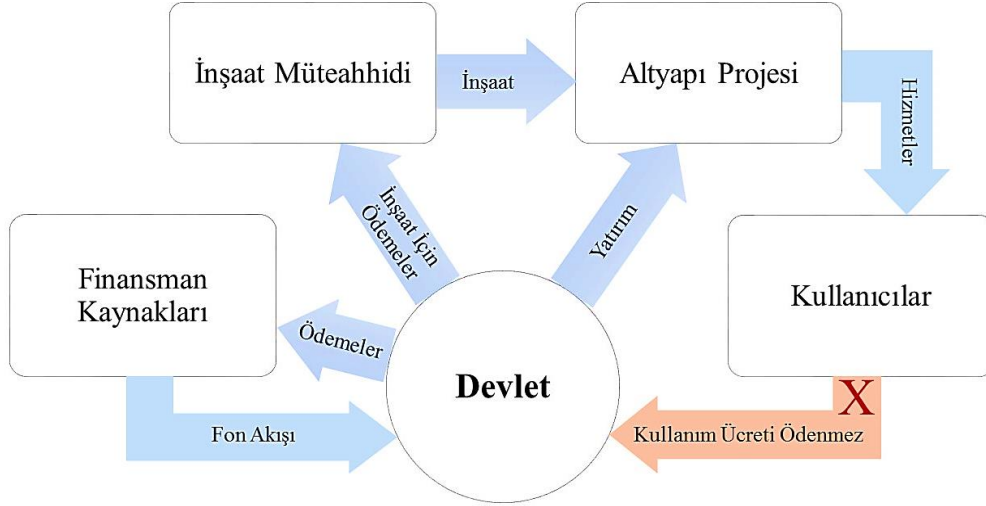
1.7. Altyapı Projelerinin Finansman Yöntemleri

Geniş kapsamlı, uzun süreli ve büyük ölçekli özellikleri sahip olan altyapı projeleri, genellikle devlet tarafından finanse edilmektedir. Ancak bu projelerin finansmanında devletin öz kaynakları yetersiz kalması veya projenin ekonomik olarak özel sektör tarafından gerçekleşmesi uygun görülmesi durumunda farklı yöntemler ve enstrümanlar başvurulabilir (OECD, 2015, 7). Altyapı projeleri tamamen devlet tarafından yürütülüyorsa devletin öz kaynakları yanında tahviller, iç ve dış krediler ve uluslararası yardımlar yoluyla finansman sağlanabilmektedir. Genellikle sağlanan kaynakların tamamı bütçe çerçevesinde söz konusu projeye tahsis edilir ve literatürde bu seçeneğe “Kamu Finansmanı” denmektedir (Bahtiyar, 2021, 16) (Irmak, 2010, 31). Diğer bir seçenek ise devlet, altyapı projesinin maliyetini asgari düzeye indirmek ve proje verimliliğini arttırmak için özelleştirme yoluyla projeyi en iyi yönetebilecek kişilere yani özel sektöre devretmektir (COMCEC Coordination Office, 2019, 19). Bu durumda projenin mülkiyeti tamamen özel sektöre geçiyor ve öz kaynaklar başta olmak üzere hisse senedi, imtiyazlı hisse senedi, kurumsal krediler, kurumsal tahviller ve hisse senedine dönüştürebilen tahviller yoluyla finansman sağlanmaktadır. Bu finansman yöntemine “Kurumsal Finansman” denir (OECD, 2015, 18–19). Birçok altyapı projelerinde devletin

müdahalesini gerektiren özellikler bulunmaktadır (Chong - Poole, 2013, 66). Bu özellikleri göz önünde bulundurarak proje verimliliğinin artırılması, üretim maliyetlerinin düşürülmesi ve üretim kaynaklarının daha etkin kullanılması için “Kamu-Özel İşbirliği” modelini ortaya çıkar. Dolayısıyla projenin finansmanı, tasarımı, uygulanması ve işletilmesi, özel sektöre verilir. Yalnızca denetimi ve kontrolü kamu kuruluşunun eliyle yürütülmektedir (Tuna - Bostancı, 2021, 1486). KÖİ sözleşmesi çerçevesinde tüzel kişiliğe sahip olan yeni bir proje şirketi kurulmaktadır. Bu şirketin öz sermayesi yanında kredi ve tahvil yoluyla projeye finansman sağlanabilmektedir. Literatürde bu yöntem “Proje Finansmanı” denmektedir (COMCEC Coordination Office, 2019, 23). Dünyada bahsettiğimiz yöntemlerin yanı sıra “Yeşil tahviller”, “Altyapı yatırım fonları” ve “Kitle fonlaması” gibi diğer finansman modelleri de başvurulmaktadır (Chen - Bartle, 2017, 14).

1.7.1. Kamu Finansmanı

Altyapı projelerinin finansman kaynakları veya yatırım fonu devlet tarafından sağlanırsa kamu finansmanından söz edilir. Bu kapsamda projenin planlanması, tasarımı, inşaatı ve işletimi ilgili kamu kuruluşları veya devlete ait şirketler tarafından yürütülmektedir (Chong - Poole, 2013, 66). Bununla birlikte altyapı projelerinin inşasında özel sektör de dâhil edilebilir (The Public-Private Infrastructure Advisory Facility, 2001, 6). Dünyadaki mevcut altyapı projelerinin çoğu kamu sektörü tarafından finanse edilmektedir. Çünkü büyük kapsamlı olan altyapı projeleri, özel sektöre devredilirse tekelleşmeye neden olup aşırı fiyat artışına yol açabilir (Eid, 2008, 14). Diğer bir gerekçe ise söz konusu hizmetinin talebi yüksek olduğu için kamu kuruluşları bizihi kamu refahı arttırmak amacıyla altyapı hizmetlerinin sunması için teveccüh göstermektedir (Arsalan, 2019, 38). Altyapı projelerinin kamu finansman modeli şekil 6’da gösterilmiştir.



Şekil 2: Kamu Finansman Modeli

Kaynak: (Halland vd., 2014, 21)

Bütçe çerçevesinde genel vergiler, kullanım ücretleri, döviz rezervi, uluslararası kuruluşların yardım fonları, iç ve dış krediler, devlet tahvilleri ve bütçe dışı altyapı yatırım fonları başlıca kamu finansmanın kaynağıdır (COMCEC Koordinasyon Ofisi, 2019, p. 28).

1.7.1.1. Genel Vergiler

Kamu finansmanı kapsamında genel vergiler, altyapı projelerinin finansmanı için en temel yöntemi olarak algılanmaktadır (Chan vd., 2009, 51). Gümrük vergileri, satış vergileri, emlak vergileri ve gelir veya ücret vergileri olmak üzere genel vergiler ifade eder ve genellikle sokaklar, toplu taşıma, parklar ve eğlence merkezleri gibi mahalli altyapı projelerinin finansmanında kullanılmaktadır (Chen - Bartle, 2017, 10). Ayrıca, genel vergilendirme yoluyla altyapı mal ve hizmetlerinin maliyetleri toplum üzerinde dağıtılır ve kullanıcılar belirlenmeden sosyal faydalarından yararlanabilmektedir (Chan vd., 2009, 51). Genel vergilere ek olarak yerel hizmet vergileri, telekomünikasyon vergileri, oyun vergileri ve otel vergileri gibi daha dar tabanlı vergiler de altyapı finansmanı için kullanılmaktadır. Bu vergiler genel bütçeye veya mahalli idarelerinin özel gelir fonuna yatırılır ve bu fonlar söz konusu projeye tahsis edilir (Chen - Bartle, 2017, 10).

1.7.1.2. Kullanım Ücretleri

Bazı mevcut altyapı tesisleri veya kamu kuruluşlarının hizmetleri vatandaşlar veya işletmeler tarafından ücretli olarak kullanılmaktadır. Geçiş ücretleri, motorlu araç ruhsat ve tescil ücretleri, toplu taşıma ücretleri, havaalanı terminal ücretleri, su ücretleri, kanalizasyon ücretleri, imtiyaz hakkı ücretleri, otopark ücretleri ve benzeri gibi kullanım ücretleri ifade eder. Bu ücretler diğer mahalli altyapı projelerine tahsis edilebilir. Kullanım ücretleri, yerel altyapı projelerinin özellikle içme suyu, kanalizasyon ve katı atık imha projelerinin finansmanında çok önemli bir rol oynamaktadır. Gelir getirici altyapı projelerinin finansmanında genel vergilerden daha kullanım ücretleri kullanılması politik olarak kolay olabilir. Ancak sosyal eşitlikle ilgili düşük gelirli insanlar için bir dezavantaj olarak değerlendirilmektedir (Chen - Bartle, 2017, 10–11).

1.7.1.3. Döviz Rezervleri

Döviz rezervleri, bir merkez bankası tarafından yabancı para cinsinden biriktirilen varlıklardır. Döviz rezervleri sadece doğrudan finansman kaynağı olarak değil, dolaylı olarak dış ödeme güçlüklerinden kaynaklanan olumsuz koşulların denetimi kapsamında, döviz kurunu etkileyerek piyasaya müdahale aracı olarak da kullanılmaktadır (Central Bank of The Republic of Turkey, 2018, 2). Döviz rezervleri, borçlanma oranlarının düşürülmesinde ve gelecekteki kalkınma bütçelerinde esnekliğin sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Para biriktirme süreci kısa dönemde değil ancak uzun bir zamanda mümkündür. Döviz rezerv fonu, zayıf mali dönemlerde operasyonları desteklemek için kullanılabilir. Ancak, düşük maliyetli altyapı projelerinin finansmanında döviz rezervlerinin kullanılması uygun görülmektedir (Chen - Bartle, 2017, 11).

1.7.1.4. Tahviller

Tahviller, fon sağlamak amacıyla belirli dönemlerde devlet veya özel sektör tarafından ihraç edilen ve faiz getirisi olan borçlanma senetleridir (Yanılmaz, 2019, 61). Bu senetler üzerinde yatırım yapanlar “alacaklı”, ihraç eden kuruluşlar ise “borçlu” konumundadır (Bahtiyar, 2021, 22). İki taraf arasında bir borç sözleşmesi söz konusudur. Çıkaran, genellikle borç tutarı üzerinde önceden belirlenmiş sabit periyodik bir faiz ödemeyi taahhüt eder. Anapara ise vade sonunda tek seferde veya tahvilin süresi boyunca birden fazla taksitlerde geri ödenebilir (Yanılmaz, 2019, 61).

Tahviller, altyapı tesislerinin inşası veya var olan projelerin finansmanı için kamu kurumları ve yerel yönetimler tarafından ihraç edilir. Kamu kuruluşları ve devlete ait işletmeler tarafından ihraç edilen tahvillere devlet tahvili ve yerel yönetimler tarafından ihraç edilen tahvillere belediye tahvili denmektedir. Kamu kuruluşları tarafından ihraç edilen tahviller, devletin genel yükümlülüğü olarak adlandırılmaktadır. Bunlar, sermaye piyasası aracılığıyla doğrudan yatırımcılara satılır (OECD, 2015, 20). Yerel bankalar, uluslararası banka ve banka dışı finansal kuruluşlar, yatırım fonları, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları tahvil piyasasında yatırımcı olarak rol oynamaktadır (Bahtiyar, 2021, 23).

Tahviller; esnek geri ödeme periyotları, vade uzunluğu vb. özellikleriyle altyapı yatırımlarının finansmanı açısından, önemli bir finansman aracı olarak değerlendirilebilir (Tuna - Bostancı, 2021, 1488). Ancak ESCAP (2019) raporuna göre Asya ülkelerindeki altyapı projelerinin finansmanında banka kredileri ve kamu kaynaklarından sonra tahviller, üçüncü sırada yer almaktadır (United Nations-ESCAP, 2019, 40).

1.7.1.4.1. Devlet Tahvili

Merkezi sistemlerde, bütçe kapsamında veya bütçe dışı kamu harcamaları ve kalkınma projeleri merkezi hükümetler tarafından karar verilir (Sutiyo - Maharjan, 2017, 1). Bu hususta altyapı projelerinin finansmanında vergiler, kullanım ücretleri, döviz rezervleri ve benzeri temel bütçe kaynakları yetersiz kaldığında veya uzun vadeli finansman ihtiyaç duyulduğunda devlet adına kamu kurumları veya devlete ait işletmeler tahvil ihraç edebilir. Bu tahvillere devlet tahvili (İng. government bonds ya sovereign bonds) denir. Devletler, tahvil sözleşmesi kapsamında sertifika sahiplerine her hangi bir mülkiyet hakkı veya altyapı projesine ilişkin yatırım kararlarında söz hakkı tanımazalar (Bahtiyar, 2021, 26). Ancak tahvil türüne göre sertifika sahiplerine anaparası yanında kupon olarak periyodik faiz ödenir ya da kupon ödemedi sertifikalar indirimli olarak satılır. Diğer menkul kıymetlerin aksine bu tahviller düşük risklidir (Tamplin, 2021). Çünkü tahvil ihracı, merkezi hükümetler, devlet kurumları, devlet acenteleri veya çok uluslu kalkınma bankaları gibi kuruluşlar tarafından güvence altına alınır (OECD, 2015, 20).

Dünya'da en fazla tahvil ihracı ABD ve Japonya'da gerçekleştirilmiştir. ABD'de devlet tahvillerine uygulanan vergi muafiyeti daha çok yatırımcıları cezbederek devlete de düşük maliyetli finansman imkânı sunmuştur (Bahtiyar, 2021, 26).

1.7.1.4.2. Yerel Yönetim (Belediye) Tahvilleri

Merkezi olmayan (yerel yönetim) sistemlerde, bütçe kapsamında gelir toplama işlemleri, kamu harcamaları, kalkınma projelerine ilişkin kararlar ve planlamalar yerel yönetimce yapılmaktadır (Sutiyo - Maharjan, 2017, 1). Bu bağlamda yerel altyapı projelerinin finansmanında yerel vergiler, yerel altyapı tesis ve hizmetlerinin kullanım ücretleri, merkezi yönetimden gelen transferler ve benzeri gibi kaynaklar yetersiz kaldığında tahvil ihracı alternatif bir kaynak olarak belediyeler tarafından gerçekleştirilebilir. Bu tahvillere belediye tahvili (İng. municipal bonds) denir. Belediye tahvili yol, park, kütüphane, köprü ve okul yapımı gibi sosyal yanı olan altyapı projelerinin finansmanı için kullanılmaktadır (Bahtiyar, 2021, 27).

Belediye tahvillerinin tipi söz konusu altyapı projelerinden beklenen faydaya dayanmaktadır. Altyapı projelerinde üretilen mal ve hizmetlerin yerel halkın tamamına veya büyük bir kısmına sunulması durumunda, söz konusu altyapı projesi “kamu malı” statüsündedir ve maliyeti yerel vergilendirme yoluyla karşılanmaktadır. Bu hususta, belediye tahvili “Genel Yükümlülük Tahvili” olarak değerlendirilir. Kamu güvenliği, caddeler, halka açık parklar ve kamu tesisleri bu yatırımlarının tipik örneklerindendir. Genel yükümlülük tahvilleri, mahalli idarelerin gelir akışıyla güvence altına alınır. Ticari mal niteliği olan altyapı projelerinin finansmanında çıkarılan belediye tahvillerine “Gelir Tahvili” denir. Gelir tahvillerinden doğan borçların ödenmesi, yatırımdan beklenen gelir akışıyla yapılır. Yetersiz gelir elde edilmesi durumunda ödemenin yapılamaması ve temerrüt ile karşılaşılabilmesi kaçınılmazdır. Ancak gelir tahvillerinin güvencesi, ilgili belediyelerin sınırlı gelirleri ve kullanıcı ücretleridir. Bu tip tahviller, yerel yönetimin vergilendirme gücüyle desteklenmez. Dolayısıyla gelir tahvilleri “sınırlı yükümlülük” olarak değerlendirilmektedir (Yanılmaz, 2019, 60–61).

Belediye tahvilleri, bir finansman aracı olarak en çok Avrupa ve Amerika Birleşik Devletleri (ABD)’nde kullanılmaktadır. Üstelik ABD’de belediye tahvillerinin ihraç edildiği yerlerde tahvil piyasası da bulunmaktadır (Tuna - Bostancı, 2021, 1488).

1.7.1.5. Yurtiçi Bankalardan Alınan Krediler

Kamu finansmanı kapsamında bütçe kaynakları yeterli olmaması durumunda, merkezi idareler veya yerel yönetimler, altyapı projeleri başta olmak üzere birtakım yatırımlarını banka kredisiyle gerçekleştirmektedir (Tuna - Bostancı, 2021, 1484). Genellikle bir

ülkede altyapı yatırımları kalkınma bankaları tarafından finanse edilir. Ancak yerel yönetimler, özel ticari bankalardan, endüstriyel kredi şirketlerinden veya endüstriyel bankalardan doğrudan kredi sağlayabilirler. Tahvil piyasası olmayan veya piyasaya sınırlı erişimi olan ya da tahvil ihracından doğan maliyetleri karşılayamayan devletler veya yerel yönetimler için banka kredisi daha avantajlıdır. Ancak, devlet ya da belediye tahvillerinin kullanımına kıyasla, kredi finansmanının maliyeti yüksek ve bilgilendirme açısından daha az şeffaftır (Chen - Bartle, 2017, 12). Bununla birlikte kredi finansmanında düzenli taksit ödemeleri, kısa vadeli kredi, yüksek teminatlar gibi dezavantajları da bulunmaktadır (Lohawiboonkij, 2019, 8).

1.7.1.6. Uluslararası Kuruluşlardan Alınan Krediler

Altyapı projelerinin finansmanında devletin gelir kaynakları yetmemesi ve yurtiçi kredi kaynakların yeterli olmaması veya söz konusu kredilerin vadesi kısa ve maliyeti yüksek olması durumunda, merkezi idareler veya yerel yönetimler uluslararası kuruluşlardan kredi almaya yönelmektedir. Uluslararası krediler daha uzun vadelere ve uygun faiz oranlarına sahip olmakla birlikte döviz riski de taşımaktadır (Tuna - Bostancı, 2021, 1485). Genellikle dış borçları devlet hazinesi tarafından teminat altına alınır. Teminat söz konusu olmadığı durumlarda kredilerin faiz oranları daha yüksek olabilmektedir (Irmak, 2010, 43).

Dünyada gelişmekte olan ve düşük gelirli ülkelerde yoksulluğu azaltmaya ve hayat standartları yükseltmeye amaçlayan birkaç uluslararası finansal kuruluşlar bulunmaktadır. Bunlardan bazıları söz konusu hedefe ulaşmak için doğrudan hükümetlere veya merkez bankalarına finansman sağlarken, diğerleri ise altyapılarının geliştirilmesi için mali ve teknik destek sunmaktadır. Bu kuruluşlar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Zahran - Ezeldin, 2016, 1–3):

- Dünya bankası (WB-IBRD)
- Yeniden Yapılanma Kredi Enstitüsü (KFW)
- Uluslararası Finans Kurumu (IFC)
- Avrupa Konseyi Kalkınma Bankası (CEB)
- Avrupa Yatırım Bankası (AYB)
- Amerika Birleşik Devletleri Uluslararası Kalkınma Ajansı (USAID)
- Afrika Kalkınma Bankası (AFDB)

- Asya Kalkınma Bankası (ADB)
- Uluslararası Yatırım Bankası (IIB)
- İslam Kalkınma Bankası (IsDB)
- Japonya Uluslararası İşbirliği Ajansı (JICA)
- OPEC Uluslararası Kalkınma Vakfı (OFID)
- Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı (MIGA)
- Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD)

Yukarıda listelenen Uluslararası kuruluşlar, gelişmekte olan ülkelerin altyapı projelerine zaman zaman hibe ve çoğu zaman da kredi şeklinde uzun vadeli finansman sağlamaktadır (Altaş, 2012, 15–18).

1.7.1.7. Uluslararası Yardım Fonları

Yardım fonları, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kalkınmasını ve refahını desteklemek ve üzerindeki mali baskıyı azaltmak için gelişmiş ülkeler ve uluslararası finansal kuruluşlar tarafından hibe bazında veya Resmi Kalkınma Yardımları (RKY) şeklinde sunulan mali destekleri ifade eder. Bu fonlar, sağlayan hükümet veya kuruluşlara herhangi bir mali getirisi sağlamadan hedef ülkedeki altyapı tesislerinin birincil maliyetlerini düşürmeyi amaçlamaktadır. Sonuç olarak, tüketiciler için nihai ürünün fiyatını düşürür.

Yardımlar, donörden alıcıya doğrudan iki taraflı olarak sağlanabilir veya Dünya Bankası gibi çok taraflı bir kalkınma ajansı aracılığıyla yönlendirilir. Hibeler, projelerin finansal sonuçları üzerinde kapsamlı bir durum tespiti gerektirmediği için diğer finansman kaynakları arasında uygulanması en basit olduğu düşünülmektedir. Ancak finanse edilen projeler hibenin istenilen hedeflerine karşılması gerekmektedir (Zahran - Ezeldin, 2016, 2), (Lohawiboonkij, 2019, 8).

Birleşmiş Milletler, 2021 yılında gelişmiş ülkeler için RKY/GSMH'nin %0,7'sini bir hedef olarak belirtmiş ve bu ülkelerden Lüksemburg başta olmak üzere Norveç, İsveç, Almanya ve Danimarka bu hedefe ulaşabilmiştir. Ancak yapılan yardım miktarları bakımından ABD, Almanya, Avrupa Birliği, Japonya ve İngiltere olmak üzere ilk beş sırada yer almaktadır (OECD, 2023). Gelişmiş ülkelerin yanı sıra Dünya Bankası, Japonya Uluslararası İşbirliği Ajansı, OPEC, Uluslararası Kalkınma Vakfı ve İslam Kalkınma Bankası gibi uluslararası kuruluşları da kalkınma amacıyla gelişmekte olan

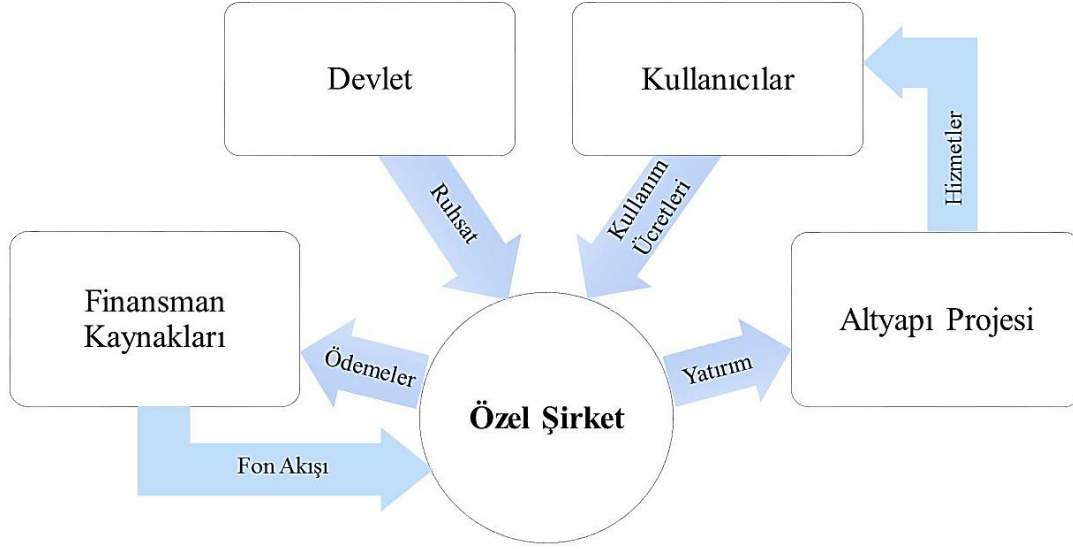
ülkelerin altyapı projelerinin finansmanı için bağış bazında katkıda bulunmaktadır (Zahran - Ezeldin, 2016, 7–8).

1.7.2. Kurumsal Finansman

Yukarıda değinildiği gibi piyasa mekanizmalarına tabi olan altyapı ürün ve hizmetleri özel sektör tarafından sağlanması uygun görülmektedir. Üstelik ekonomik altyapı projeleri özel sektör tarafından daha verimli bir şekilde gerçekleştirilmektedir. Bu sebeple devletler, özelleştirme yoluyla faaliyeti devam eden altyapı projelerini özel şirketlere devreder (Nakamura vd., 2019, 132). Genellikle özel şirketler, bir projenin finansmanı için kurumsal finansman ve proje finansmanı olmak üzere iki yöntemi kullanabilmektedir (Galih - Prijadi, 2019, 118).

Bilanço finansmanı olarak da bilinen kurumsal finansman yönteminde, sağlanan finansman kaynakları söz konusu proje ile sınırlı olmayıp şirketin bilançosunda yansımaktadır (Lohawiboonkij, 2019, 6–7). Bu da şirketin proje borcu ve diğer borçları arasında fark olmadığını, projenin başarısız olmasına rağmen alacaklılara karşı tüm malvarlığı ile sorumlu olacağını anlamına gelir (Galih - Prijadi, 2019, 118). Bu mekanizma, tipik olarak finansman maliyeti proje finansmanı yöntemini gerektirecek kadar önemli olmayan düşük değerli projelerde kullanılmaktadır. Bununla birlikte kurumsal finansmanında bir fırsat maliyeti de söz konusudur. Çünkü şirketin borçlanma yoluyla finansman fırsatı öz sermayesine orantılı olarak sınırlı olacaktır. Söz gelimi, altyapı şirketi bir projeye ne kadar çok yatırım yaparsa, diğer projelere yatırım yapma fırsatı o kadar az olacaktır (Lohawiboonkij, 2019, 6–7).

Geleneksel olarak kurumsal finansman, atık yönetimi, limanlar, petrol, gaz ve elektrik gibi sektörlerde uzun süredir kullanılmaktadır. Bireysel ve kurumsal yatırımcılar, altyapı şirketlerinin hisselerini doğrudan satın alabilir veya menkul kıymetleri seçmek için varlık yöneticilere başvurabilirler (OECD, 2015, 13–18). Şekil 1.6 bilanço finansmanı modelini göstermektedir.



Şekil 3: Kurumsal Finansman Modeli

Kaynak: (The Public-Private Infrastructure Advisory Facility, 2001, 6)

Şirketin öz sermayesi, hisse senedi, imtiyazlı paylar, kurumsal tahviller, kurumsal krediler, Hisse senedine dönüştürebilen tahviller ve sermaye benzeri gibi mezzanine senetleri, kurumsal finansman araçlarıdır (OECD, 2015, 18–19).

1.7.2.1. Öz Kaynaklar

Altyapı projesinin yatırımında bulunan bir şirketin birincil finansman kaynağı kendi öz kaynaklar yani şirketin ve sahiplerinin mevcut sermayeleridir. İlk finansman kaynağı olan öz sermayeler sahiplerinin işletmedeki mülkiyet haklarını göstermektedir. Şirket sahipleri ana sermayelerini, tekrar elde edinme düşüncesinden ziyade yatırımlarından beklenen kâr üzerindeki haklarını değerlendirir. Ana sermayeleri ise, şirketin tasfiye edilmesi durumunda alacaklıların ve imtiyazlı payların hakları ödendikten sonra kalan sermayeden karşılanacaktır (Geçili, 2014, 6–7).

Altyapı projelerinin devrinde kamu kurumları, özel şirketlerin projeye başlayabilmeleri için proje maliyetinin belirli bir yüzdesini (örneğin, %20) öz sermayelerinden sağlamalarını talep edebilmektedir (Altaş, 2012, 18).

Şirketin hukuki durumuna göre öz kaynak finansman modelleri iki kısma ayrılmaktadır. Bunlar; sermaye piyasası üzerinden halka arz modeli (*Ing. listed*) ve özel sermaye fonlarıyla halka arz edilmeksizin (*Ing. unlisted*) finansman modelleridir (Bahtiyar, 2021, 41).

1.7.2.2. Hisse Senetleri

Hisse senetleri, anonim şirketler tarafından çıkarılan, şirket sermayesine katılım payı gösterip mülkiyet hakkı doğuran, yasal şekil ve ilkelere uygun olarak düzenlenmiş değerli evraklardır. Diğer bir ibarete şirket sermayesinin bir parçası olarak, menkul kıymet niteliğinde bir senet olup, sahiplik hakkını temsil eden sermaye piyasası aracıdır (Pulaşlı, 2009, 358).

Hisse senetlerinde, şirket sermayesine ortak olması, yönetim seçiminde oy vermesi, bölünebilir yıllık kar üzerinden pay alması, yeni çıkarılan payların almasında öncelik tanınması, bedelsiz pay alması, tasfiyeden pay alması, şirket durumu ile ilgili bilgi edinmesi gibi haklar barındırmaktadır (İnam, 2007, 392) ve (Pulaşlı, 2009, 200).

Altyapı şirketleri kanun kapsamında sermayelerini paylara bölüp borsada halka arz etmek suretiyle finansman sağlanabilmektedir. Hisselerin halka arz edilmesi, devamlı bir ortaklık arz edilmesi, mülkiyet hakkı doğuran sermayenin bir parçası satılması anlamına gelip uzun süreli bir finansman aracı olarak değerlendirilmektedir. Altyapı şirketleri devlete ait olabileceği gibi kamu özel işbirliği biçiminde veya özel sektör mülkiyetindeyken sermayesini halka arz ederek finansman sağlayabilmesi mümkündür. Ancak söz konusu aracın tercih edilmesi durumunda eş zamanlı olarak iki hususla karşılaşmaktadır. Bunlardan birincisi uzun vadeli bir yatırım olduğu için likidite açısından nakit akışını yavaşlatıp sürdürmeyi ve geliştirmeyi engelleyebilir. İkincisi ise enflasyon gibi piyasa riskleri ile bağlantılı olarak fiyatlandırmayı zorlayabilir (Arsalan, 2019, 63).

Dünya’da anonim şirket niteliğinde olan ve hisse senedi ihracı ile yatırımlarını finanse eden birçok kamu veya özel sektöre ait altyapı şirketleri faaliyet göstermektedir (Bahtiyar, 2021, 44). Bu konu ile ilgili World Core Infrastructure Index (WCII), S&P Global Infrastructure Index, Macquarie Global Infrastructure Index ve Dow Jones Brookfield Infrastructure Index gibi sermaye piyasası indeksleri de bulunmaktadır (Arsalan, 2019, 64–65).

1.7.2.3. Kurumsal Tahviller

Kurumsal tahviller (İng. corporate bonds), özel veya kamuya ait şirketler tarafından ihraç edilen borç yükümlülükleri veya borçlanma senetleridir. Kurumsal tahvili satın alan yatırımcılar, tahvili çıkaran şirkete borç vermiş olur. Buna karşılık olarak şirket, periyodik

faiz ödemeyi ve tahvilin vadesi ("vade tarihi" veya "geri ödeme tarihi") geldiğinde orijinal kredi tutarını veya anaparayı iade etmek için taahhütte bulunmaktadır. Hisse senetlerinden farklı olarak, kurumsal tahviller, ihraç eden şirkette bir mülkiyet hakkı doğurmaz (Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), 2010, 1).

Şirketin karlılığı veya hisse senedi fiyatının yükselişi tahvilin faiz oranına ya da anaparasına etkisi yoktur. Ancak şirket finansal sorunlarla karşılaşarsa, yine de faiz ve anaparayı zamanında ödemekle yükümlüdür. İflas halinde ise, tahvil yatırımcıları, şirketin varlıkları üzerindeki taleplerde hissedarlara göre önceliğe sahiptir. Tahvil yatırımlarında da diğer yatırımlar gibi risk bulunmaktadır. Tahvil sahipleri için en önemli risklerden biri, temerrüt riskidir. Yani tahvili çıkaran şirket, yükümlülüklerini zamanında yerine getirme kabiliyeti olmadığında temerrüde düşebilmektedir (The SEC's Office of Investor Education and Advocacy, 2013, 1).

Hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılar, bu tür tahvillere yatırım yapabilirler. Kurumsal tahvil yatırımcısı, getirilerini (faiz) periyodik olarak elde eder veya vadesinde önce ikincil piyasada satabilmektedir (Tendulkar - Hancock, 2014, 10).

1.7.2.4. Kurumsal Krediler

Altyapı şirketleri, proje finansmanı amacıyla hisse senedi ve tahvil ihracı yanı sıra borçlanma yoluna girebilir. Kurumsal kredi kullanan bir şirket, hukuki olarak kredi veren finansal kuruluşa karşı bütün varlıklarıyla sorumludur. Diğer bir deyişle kredi sağlayan kuruluş alacağını tahsil etmek için şirketin bütün varlıklar üzerinde talepte bulunabilir. İflas veya tasfiye halinde, varlıkların dağıtımında kurumsal kredilere öncelik verilir. Dolayısıyla, kurumsal kredilerin kullanım amacı proje finansmanı olsa da borçlanan kuruluşun bilanço ve gelir tablosunda önem arz etmektedir. Altyapı projelerinin finansmanında kullanılan kurumsal krediler, kamuya ait şirketlerden daha özel şirketler tarafından tercih edilmektedir (Bahtiyar, 2021, 20).

1.7.2.5. Hibrid Enstrümanlar: Dönüştürülebilen Tahviller ve İmtiyazlı Paylar

Dönüştürülebilir tahviller ve imtiyazlı hisse senetleri, ikincil borç olarak sınıflandırılan kurumsal sermaye yapılarında kredi artışı sağlamak veya sermaye piyasasının benzersiz özelliklerinden yararlanmak için kullanılmaktadır. Altyapı şirketleri, kurumsal finansman

stratejisine bağı olarak dönüştürülebilir tahviller veya imtiyazlı hisse senedi ihraç edebilir (OECD, 2015, 31).

Dönüştürülebilir tahviller, diğ er borçlanma araçlarına göre ikinci derece borçları temsil eder ve hisse senedine dönüştürülebilir seçeneğine sahiptir. Bu tahviller şirketin olumsuz durumlara karşı koruma sağlarken, şirketin büyümesi halinde yatırımcılar tahvillerin dönüştürülebilir seçeneğinden yararlanabilirler. Dönüştürülebilir seçeneği nedeniyle, ödenen kupon oranları genellikle diğ er borç türlerinden daha düşüktür (COMCEC Coordination Office, 2019, 25). Dönüştürülebilir tahviller, düşük maliyeti ve hızlı büyüyen şirketlere atfedilen beklenen hisse fiyatı artışları nedeniyle güneş paneli üreticileri gibi halka açık yeş il teknoloji şirketleri arasında popüler araçlardır (OECD, 2015, 31).

İmtiyazlı paylar da adi paylar gibi kar payı dağıtımı, tasfiye bakiyesine iştirak, oy hakkı ve rüçhan hakkına sahiptir. Ancak kar payı dağıtımında ve şirketin tasfiyesi durumunda adi paylara nazaran imtiyazlı paylara öncelik verilir (Bahtiyar, 2021, p. 40). Üstelik imtiyazların korunması için esas sözleşmeyi değiştirmeye yönelik imtiyazlı paylar, karar merci pozisyonundadır (Polat, 2008, p. 22). Bunun için mezkûr senetlere imtiyazlı paylar denir. Önceliklendirilme olayı ise imtiyazlı payları tahvil ile benzeşmektedir. İmtiyazlı paylar likidite açısından şirketin bilançosunda borçlanma araçları arasında ikinci derecede yer almakla birlikte hukuk kapsamında öz kaynaklardan sayılmaktadır (Bahtiyar, 2021, p. 40). İmtiyazlı hisse senetlerinin avantajları ise adi hisse senetlerine göre ihraç maliyeti daha düşük olması, sermayeyi daraltmaması, devamlı olması ve vade tarihinin olmaması sayılabilecektir. Ancak tahvil ihracına göre yüksek maliyetli olmaktadır. Bu finansman modelinin karma özelliklerinden dolayı, hem yatırımcı hem de ihraç eden şirket, riskli bir enstrüman olarak değerlendirir (OECD, 2015, p. 31). Üstelik normal hisse senedi ihracında doğabilecek kontrol sorunlarının önüne geçmek amacıyla bu ihraç yöntemi tercih edilmektedir. Genellikle borsa yatırım fonları borsa ve borsa dışı yatırım fonları imtiyazlı hisse senetlerine yatırım yapmaktadır (Bahtiyar, 2021, p. 41). Dönüştürülebilir tahviller ve imtiyazlı hisse senetleri, proje finansmanından ziyade kurumsal finansman yönteminin araçları olarak altyapı finansmanında kullanılmaktadır (OECD, 2015, p. 31).

1.7.3. Proje Finansmanı

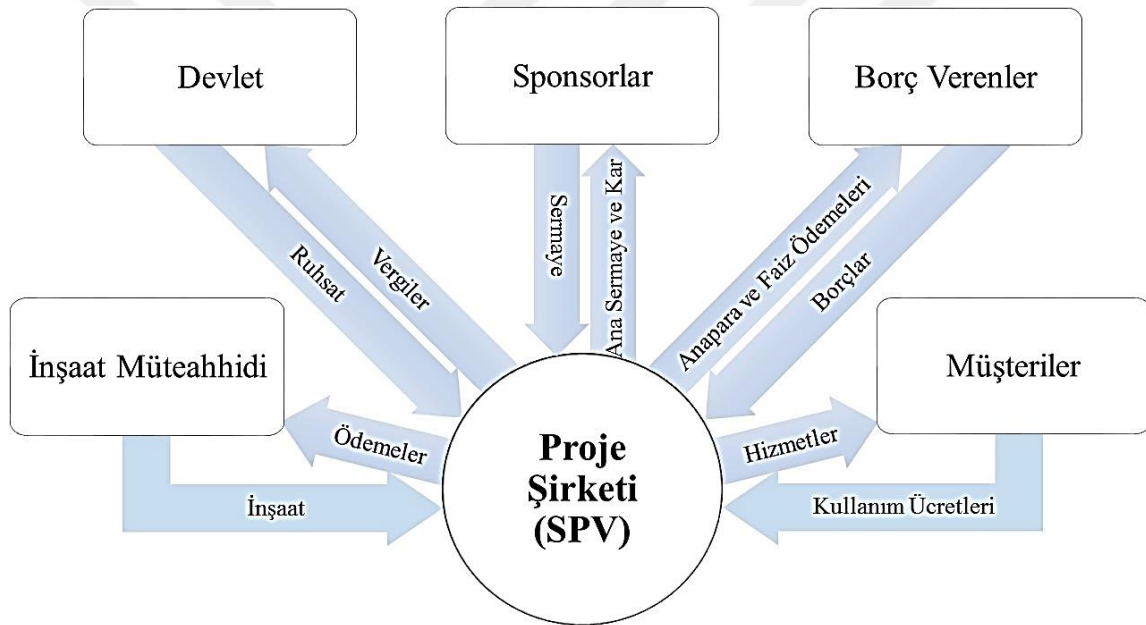
Bilanço dışı finansmanı olarak da bilinen proje finansmanı, büyük altyapı projelerinin gerçekleştirilmesi için proje sponsorlarının varlıklarından herhangi bir teminat beklenmeden projenin varlıklarına ve gelecek nakit akışlarına dayanarak finansman kaynağı sağlayan bir yöntemdir (Bakhor, 2013, 4). Bu tanımda aşağıdaki hususlar yer almaktadır (Gatti, 2008, 2–4), (The Public-Private Infrastructure Advisory Facility, 2001, 7), (Voropaeva - Yurieva, 2019, 106):

- Proje finansmanının özü, yatırımın genel olarak borçlunun ticari faaliyetleri yerine belirli bir projeye yapılmasıdır.
- Altyapı projesini inşa etmek ve işletmek için özel firmalar tarafından veya devletin işbirliğiyle tüzel kişiliğe sahip olan özel amaçlı şirket (ÖAŞ) şeklinde bir proje şirketi kurulur.
- Finansman sağlanırken, geçici olarak kurulmuş ve sponsorlardan mali ve yasal olarak bağımsız olan proje şirketi borçlu konumundadır.
- Projelerin tamamlanmasından sonra borç verenler, alacağını elde etmek için sınırlı oranda sponsorlara başvurabilirken bazı durumlarda sponsorların varlıklarından herhangi bir teminat alamazlar.
- Proje şirketi tarafından gerçekleştirilen nakit akışları, işletme maliyetleri karşılamaya ve borcun anapara ile faizin geri ödemesi için yeterli olmalıdır. Nakit akışının öncelikli kullanımı işletme maliyetlerinin finanse etmesi ve borçların geri ödemesidir ve yalnızca geri kalan kısmından sponsorlara pay düşer.

Proje finansmanı kapsamında altyapı projelerinin yatırımları, ortak girişim şeklinde birkaç özel şirket tarafından veya devletin işbirliğiyle yürütülmektedir. Ancak finansman kaynaklarının çoğu kredi şeklinde bankalar ve banka dışı finansal kuruluşlar tarafından sağlanmaktadır (The Public-Private Infrastructure Advisory Facility, 2001, 9), (Voropaeva - Yurieva, 2019, 106).

Kurumsal Finansmanında projenin başarısızlık nedeniyle altyapı şirketi iflasa maruz kalabilirken, proje finansmanında projeden kaynaklanan yükümlülükler sponsor şirketlerinin bilançosunda yansımadağı için iflas riski azalmaktadır. Bu nedenle bir projenin başarısız olması durumunda sponsorların uğrayacağı zarar, projeye yatırılan miktarla sınırlıdır (Halland vd., 2014, 23).

Proje finansmanı modeli çerçevesinde, özel sektör katılımını gerektiren altyapı projeleri devlet tarafından belirlenmekte ve özel sektöre yatırım izinleri verilmektedir. Genellikle bu tip yatırımlarda, farklı alandan birkaç özel şirket bir araya gelip ortak girişim şeklinde özel amaçlı şirket (ÖAŞ) adına bir proje şirketi kurmaktadır. ÖAŞ yasal olarak sermaye sahiplerinden ayrı bir kişiliğe sahiptir ve sahiplenilen projelerin finansmanı için kendi adına tahvil çıkarabilir veya borç altına girebilir. Üstelik ilgili taraflarla inşaat sözleşmesi, alım-satım sözleşmesi, yönetim ve bakım sözleşmesi gibi sözleşmeleri imzalayabilmektedir (The Public-Private Infrastructure Advisory Facility, 2001, 9), (Pinto, 2017, 201). ÖAŞ tarafından inşa edilen tesisler ve yürütülen projeler sözleşme süresi sonunda tekrar devlete devredilmektedir (Irmak, 2010, 62). Proje finansmanı modeli aşağıdaki şekilde göstermektedir.

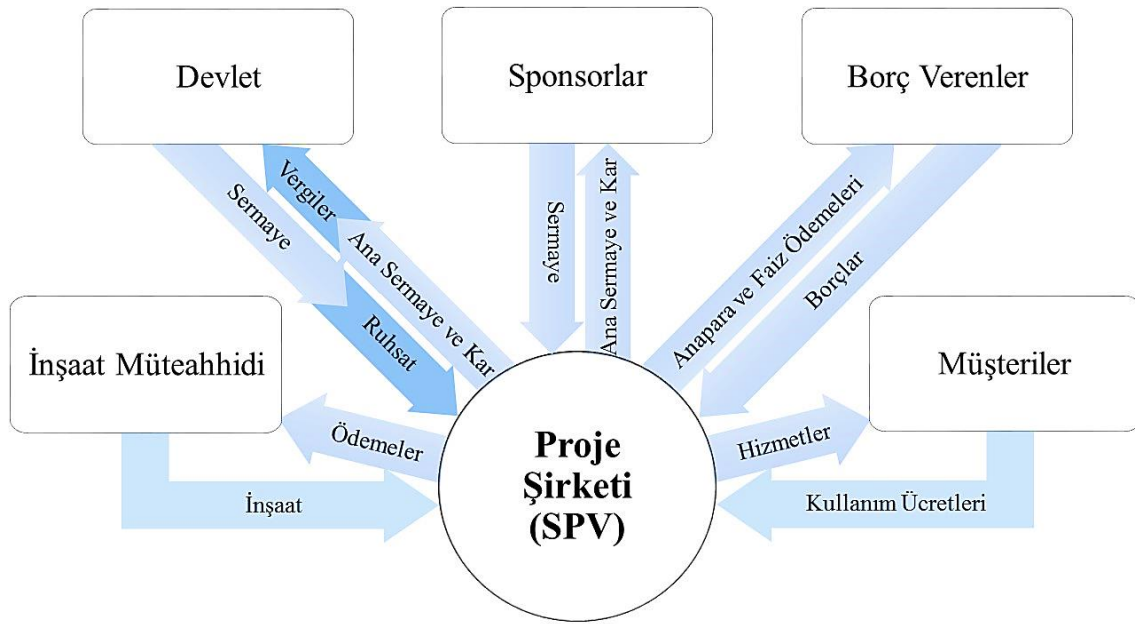


Şekil 4: Proje Finansmanı Modeli

Kaynak: (Halland vd., 2014, 23)

Proje finansmanı kapsamında, altyapı projelerinin çoğu Kamu-Özel İşbirliği (PPP) niteliğindedir (Bakhor, 2013, 5). KÖİ genel olarak, bir kamu mal veya hizmetini sağlamak için özel sektör ile bir devlet kurumu arasında yapılan uzun vadeli bir sözleşmeyi ifade eder (Chong - Poole, 2013, 67). Esas olarak KÖİ'nin arka planı, bir altyapı projesinin gerçekleştirilmesi için kamu ve özel sektörün işbirliği ve sermaye, kar ve zarar paylaşımı ile daha hızlı, etkin ve verimli bir şekilde geliştirilebilmesidir (Voropaeva - Yurieva, 2019, 106), (Bakhor, 2013, 5).

Bu yaklaşımda kamu kurumları, altyapı hizmetlerinin geliştiricisi olarak devlet mülkiyetinde olan ve faaliyeti devam eden ya da yeni tasarlanan projelerin sorumluluklarını ve yürütülmesini belirli bir sürede özel sektöre devreder. Diğer bir durum ise devlet, sahip olan arazisini veya benzer varlıklarını bir proje şirketine hissedarlık karşılığında devretmektedir (Halland vd., 2014, 26–27). KÖİ modelinde devlet, diğer sponsorları gibi ÖAŞ’de pay sahibidir. Ancak genellikle garantiler, alım satım sözleşmeleri, ruhsat sağlama ve diğer taahhütler yoluyla dolaylı olarak proje şirketine finansman sağlar (The Public-Private Infrastructure Advisory Facility, 2001, 10). KÖİ modeli aşağıdaki şekilde göstermektedir.



Şekil 5: Proje Finansmanı KÖİ modeli

Kaynak: (Halland vd., 2014, 26)

Proje finansmanında özel sektör sponsorların yatırdığı sermayeleri başta olmak üzere devletin doğrudan ortaklık payı veya dolaylı olarak devlet tarafından sağlanan sermayeler, proje kredileri, proje tahvilleri ve hibrid enstrümanlar, finansman kaynakları ifade etmektedir (The Public-Private Infrastructure Advisory Facility, 2001, 9–10), (COMCEC Coordination Office, 2019, 24–25).

1.7.3.1. Öz Sermaye

Proje finansmanı kapsamında ÖAŞ’de sahipliği gösteren başlangıç yatırım sermayesi, altyapı yönetim şirketleri, proje geliştiriciler, özel sermaye fonları, inşaat ve mühendislik şirketleri tarafından sağlanmaktadır. ÖAŞ’i kuran sermaye sahipleri, proje sponsorları

sayılmaktadır (COMCEC Coordination Office, 2019, 24). Ancak KÖİ modelinde devletin katılımı söz konusu olduğu zaman sponsorlar arasında yer alabilmektedir (Halland vd., 2014, 27).

Proje sponsorları, varlık yönetimi ile yakından ilgilidir; yani sermayeye finansal olarak katkıda bulunurlar ama genel olarak operasyonlarda müdahale etmezler. Öz sermaye tipik olarak bir projedeki sermaye yapısının %10-30'unu oluşturur, ancak finansal kriz ve mali durgunluklarda kredi verenler daha yüksek oranlar talep edebilir. Hissedarlar, öz kaynaktaki payını mümkün olduğunca düşük tutmayı tercih ederler, bu da yükümlülüklerinin sınırlandırılmasına ve kullanılan sermaye getirisinin artmasına sebep olur (OECD, 2015, 18).

1.7.3.2. Borçlar

Özel amaçlı şirketi, altyapı projelerinin toplam maliyetlerini en aza indiren bir finansal yapıyı oluşturmaya amaçlamaktadır. Finansal yapıda öz sermaye borçtan daha maliyetli olduğu zaman proje şirketi borçlanma yolunu tercih eder.

Proje şirketinin amacı, projenin toplam maliyetlerini en aza indiren bir finans yapısı kullanmaktır. Öz sermaye borçtan daha maliyetli olduğu için borç olarak finansman maliyetleri azalır. Proje finansmanının borç bileşeni, toplam finansman kaynaklarının %70 ila %95'i aralığında olabileceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, yüksek kaldıraçlar, yüksek riskli olabileceğinden borçlanma maliyetini artırabilir. Bu nedenle, bir kamu politikası perspektifinden, proje şirketinin sermaye yapısı tedarikçiler tarafından dikkate alınmaktadır.

Öz sermaye durumunda olduğu gibi, borç finansmanı finansal kuruluşlardan veya sermaye piyasalarından sağlanabilmektedir. Birincisi banka kredileri veya sendikasyon kredileri olurken, ikincisi proje tahvilleri veya varlığa dayalı menkul kıymetler gibi çeşitli biçimlerde olabilir. Belirtildiği gibi, proje finansmanında krediler rücu edilemez niteliğindedir, yani alacaklılara sponsor şirketlerinin elde edilen gelirlerinden değil finanse edilen projelerinin gelir akışından ödeme yapılır. Ancak kredi verenler altyapı şirketinden mali teminat talep edebilir. Genel olarak, bu garantiler sınırlı veya tam rücu edilebilir şeklinde proje şirketi (ÖAŞ), sponsorları, üçüncü taraflar veya devlet tarafından sağlanabilmektedir (COMCEC Coordination Office, 2019, 24–25). Kamu-özel işbirliği modeli projelerinde ihraç edilen tahviller genellikle emeklilik şirketleri, hayat sigortası

şirketleri ve portföy yönetim şirketleri gibi yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir (Altaş, 2012, p. 19).

1.7.3.3. Ara Borç (Mezzanine)

Gelir perspektifinden, daha yüksek getirisi olan ancak tasfiye sırasında diğer borçlanma araçlarında sonra pay hakkı alan borçlanma araçlara, ara borç (Mezzanine) veya sermaye benzeri borçlar denir. Diğer bir deyişle ara borç altına giren ÖAŞ'in tasfiyesi durumunda, borç sahiplerinin söz konusu şirketin varlıkları üzerindeki alacak hakkı diğer borçlanma araçlarının sahiplerine göre daha geridedir. Mezzanine araçları ikincil derece teminatsız araçları olduğu için yatırımcı açısından daha riskli ürünlerdir. Sermaye benzeri borçlar kredi veya tahvil ihracıyla gerçekleştirilebilir. Genellikle bu tür krediler yatırım bankalar tarafından sağlanmaktadır (Arsalan, 2019, 73), (Bahtiyar, 2021, 37).

1.7.4. Dünyadaki Başvurulan Diğer Yöntemler

1.7.4.1. Yeşil Tahviller

Yeşil tahviller, genel olarak iklimle ilgili özel olarak çevresel faydaları olan “yeşil projeleri” finanse etmek için çıkarılan borçlanma senetleridir (World Bank, 2015, 23). Yeşil Tahvil İlkeleri'nin (2021) son güncellenmesinde, yeşil projeler daha kapsamlı kategorilerde sunulmuştur. Bu kategoriler, yenilenebilir enerji, enerji verimliliği, kirlilik önleme ve kontrol sistemi, doğal kaynakların ve arazi kullanımının sürdürülebilir yönetimi, karasal ve sucul biyolojik çeşitliliğin korunması, temiz ulaşım, sürdürülebilir su ve atık su yönetimi, sürdürülebilir tarım ve yeşil yapıları içermektedir (ICMA Paris Representative Office, 2021, 4–5). Yeşil tahviller, bankalar, devletler, belediyeler, finansal kuruluşlar, şirketler veya ÖAŞ'ler tarafından ihraç edilebilmektedir (OECD, 2015, 26–27).

1.7.4.2. Altyapı Yatırım Fonları

Altyapı yatırım fonu genel olarak, emeklilik fonları, devlet varlık fonları, özel sigorta şirketleri ve yatırım bankaları gibi büyük yatırımcıların mali kaynaklarını bir araya getiren ve toplanan fonları çeşitli altyapı varlıklarına yatırmak için deneyimli fon yöneticileri istihdam eden bir kuruluşu ifade eder. Kurumsal yatırımcılar, altyapı fonu için ana sermaye kaynağını oluşturmaktadır (Chen - Bartle, 2017, 22). Bu modelde fon

yöneticisi yatırımcılar adına varlık seçimi ve yatırım işlemlerinden sorumlu olmaktadır fonan katılım payı alan bireysel ve kurumsal yatırımcılara doğrudan altyapı varlıklarında yatırım imkânı sağlanmaktadır (Arsalan, 2019, 66).

Altyapı yatırım fonları, kote fonlar ve kote olmayan fonlar olmak üzere iki şekilde faaliyet göstermektedir. Kote fonlar, kendi sermayesi herhangi bir borsada kote olmayan ancak halka açık olan altyapı şirketlerinin menkul kıymetlerine yatırım yapan fonları ifade etmektedir. Kote olmayan fonlar ise, halka açık olmayan altyapı şirketlerine ortaklık yoluyla doğrudan finansman sağlamaktadır. Kote fonların portföyleri borsadaki hareketlerden etkilenmesinden dolayı kote olmayan fonlara göre daha değişkendir. Bu yüzden, kote fonların yatırımlarında kısa vadeli kazanç sağlama potansiyeli bulunmaktadır. Kote olmayan fonlarda ise menkul kıymetlerin değeri genellikle 6 ayda bir değerlendirildiği için bu fonların oynaklığı düşüktür. Diğer yandan kote olmayan fonların uzun vadeli niteliği likiditesini azaltmaktadır (Altaş, 2012, 20–21).

1.7.4.3. Kitle Fonlaması

Kitle fonlaması, büyük bir birey grubundan küçük miktarlarda fon sağlanmasıdır. Bu yöntem, yenilikçi ve gündemde olan bir yol olarak nispeten küçük kentsel altyapı projelerinin finansmanı için genellikle bağış toplamak yoluyla giderek daha popüler hale gelmiştir. Kitle fonlaması, fona ihtiyacı olan girişimciler ile küçük miktarlarda yatırım yapmaya istekli olan bireysel yatırımcılar arasında internet tabanlı (çevrimiçi bir platform) aracılığıyla bir bağlantı kurar. Dünya uygulamalarını baktığımızda, bu yöntem belediyelerin küçük altyapı projelerini finanse etmekte başarılı olmuştur (Chen - Bartle, 2017, 23).

Kitle Fonlaması yönteminde bir projenin hayalden hayata geçmesi için aşağıdaki adımlar izlenir (Sakızlı, 2018, 9);

- Finansmana ihtiyaç duyan projelerin ayrıntıları ve tanıtımı çevrimiçi kitle fonlama aracılığı yapan bir platformda paylaşılır
- Söz konusu projeler, platform tarafından incelenip değerlendirildikten sonra yayınlanır ve açık çağrıya çıkarılır
- Belirlenen süre zarfında projenin gerçekleşmesini isteyen kitleler, platform üzerinden küçük miktarda yatırım/bağış yapar

- Süre sonunda fonlama kuralına göre toplanan limit fona varılan projeler, uygulama aşamasına geçer
- Proje destekçilerine destekleriyle orantılı şekilde başta verilen vaatler yerine getirilir Projelere ilgi gösteren kitleler, ödül, bağış, borç veya hisse karşılığı fonlama seçeneklerinden biri ile finansman desteği sağlayabilir. Öte yandan fikir sahibi olan girişimciler, hedef kitlelerin durumunu, projelerin kullanım amacını ve ihtiyaç duyulan fon miktarını göz önünde bulundurarak bu seçeneklerden en uygun olanını seçerek projelerini halk sunmaktadır (Sakızlı, 2018, 10).

Bağışa dayalı kitle fonlamasında, destekçiler projeden herhangi bir getiri beklemeden bağış bazında finansal destek sağlar (Can - Başaran, 2020, 59). Ödül temelli kitle fonlamasında finansman destekçiler, söz konusu projenin çıktısı olan ürün ve hizmetlerin daha düşük fiyatıyla ve daha erken teslimat koşullarıyla ya da özel bir hediyeyle ödüllendirilmektedir. Borca dayalı kitle fonlamasında ise proje destekçileri belirli bir sabit getiri beklentisiyle proje sahiplerine borç vermekte ve belirtilen vadede anapara ve getirisini tahsil etmeyi beklemektedirler. Son olarak hisseye dayalı kitle fonlamasında fonlamaya katılanlar projeyi yürütülen kuruluşunun öz sermayesine ortaklık karşılığında finansman sağlamaktadır (Ekici vd., 2019, 2016).

1.8. Asya Kıtadaki Kara İle Çevirili Gelişmekte Olan Ülkelerde Altyapı Finansman Yöntemlerinin Zorlukları

Asya ve Pasifik Ekonomik ve Sosyal Komisyonunun (ESCAP) (2017) raporuna göre özel ihtiyaç sahibi ülkeler (CSN) arasında altyapı projelerinin yüzde 65'i devlet bütçeleriyle finanse edilmiştir. Yüzde 15'i ise doğrudan yabancı yatırımlar (FDI) ve kamu-özel işbirliği modelleri gibi özel sektör tarafından finanse edilmiş ve yüzde 10'u çok taraflı kalkınma bankalarının (MDB'ler) kredileriyle temin edilmiştir. Kalan yüzde 10'u, resmi kalkınma yardımlarından (ODA) karşılandığı tahmin edilmiştir. Gelişmiş ülkelerde ise altyapı projelerinin yalnızca yüzde 30'u kamu tarafından finanse edilmektedir (United Nations-ESCAP, 2020, 2020).

Asya ve Pasifik'teki özel ihtiyaçları olan ülkeler (CSN), az gelişmiş ülkeleri (LDCs), karayla çevirili gelişmekte olan ülkeler (LLDCs) ve gelişmekte olan küçük ada devletlerini (SIDS) içerir. Asya'da 12 LLDCs bulunmaktadır: Afganistan, Ermenistan, Azerbaycan, Butan, Kazakistan, Kırgızistan, Lao Demokratik Halk Cumhuriyeti (Lao

PDR), Moğolistan, Nepal, Tacikistan, Türkmenistan ve Özbekistan. Bu ülkelerin yarısından fazlası geçiş ekonomileridir (United Nations-ESCAP, 2019, 159–161).

LLDC'lerin altyapı açıklarını kapatmak için ihtiyaç duyulan finansman kaynakları, ilgili GSYH'lerinin ortalama yüzde 10,5'i kadar tahmin edilmiştir. Bu ülkelerde yollar, köprüler, enerji üretim ve iletim hatları, havaalanları, su temini ve sanitasyon, internet ve diğer telekomünikasyon ağlarına erişim gibi birçok altyapı tesislerine kapsamlı bir bağımlılık ve finansman açıklığı söz konusudur. Gelecekteki refah, kesinlikle etkili altyapıya yapılan yatırımlara bağlıdır. Ancak altyapı kısıtlamaları, bölgesel ve küresel pazarlara erişimi sınırlandırarak ihracat rekabet güçlerini olumsuz yönde etkilemekte ve ekonomik büyümeyi engellemektedir (United Nations-ESCAP, 2019, 159–160)

Bahsi geçen ülkelerin altyapıdaki finansman açığı göz önüne alındığında kamu, özel, yerli ve uluslararası gibi tüm finansman kaynaklarına ihtiyaç duyulacağı açıktır. Ancak bu finansman kaynaklarının önemi ve rolleri ülkeden ülkeye ve sektörden sektöre göre farklılık gösterebilir. Bununla birlikte, Asya LLDC'lerinde hem kamu hem de özel finansman kaynaklarında bulunan zorlukların yanı sıra ülkeler genelinde yabancı yatırımlar üzerinde benzer kısıtlamalar bulunduğu için altyapı ihtiyaçlarının karşılanmalarını daha da zorlaştırmaktadır (United Nations-ESCAP, 2020, 9–12)

1.8.1. Kamu Finansmanında Bulunan Zorluklar

Küresel olarak, LLDC'lerdeki altyapı yatırımlarına yönelik finansmanın çoğunluğu kamu sektöründen, özellikle de devlet bütçelerinden sağlanmaktadır. Ülkeler kamu kaynaklarının tahsisinde farklı yöntemleri kullanılmaktadır. Örneğin, yeraltı kaynağı açısından zengin LLDC'lerde, devlet bütçelerinin en az yüzde 50'si doğal kaynaklar gibi vergi dışı gelirlerden sağlanırken, diğer LLDC'lerde kamu harcamalarının büyük bir kısmı vergi gelirleriyle finanse edilmektedir (United Nations-ESCAP, 2019, 163).

Mali ve ödemeler bilançosu açıkları, kamu borç sorunları, vergi idarelerinin verimsizliği ve altyapı projelerine yapılan etkisiz kamu harcamaları, LLDC'lerdeki altyapı projelerinde kullanılan kamu finansmanının temel zorluklarıdır (United Nations-ESCAP, 2020, 12).

Çoğu LLDC'lerde, altyapı finansmanına yönelik önemli ihtiyaçlara rağmen sermaye giderleri (çoğunlukla altyapıda) küresel ortalamalara göre daha düşüktür. Yeraltı kaynağı bakımından zengin olmayan ülkelerde kamu finansmanının ana kaynağı gelir vergileridir.

Ancak yürürlükte olan verimsiz vergi yönetim sistemleri ve nispeten büyük ölçekli kayıt dışı sektörün varlığı nedeniyle, bu vergiler düşük ve yetersizdir. Bununla birlikte bireysel sermaye sahiplerinin vergi kaçakçılığı da bir sorun olarak değerlendirilmektedir (United Nations-ESCAP, 2019, 164).

Bazı LLDC'lerde kamu borçları, altyapı finansmanı için potansiyel bir kaynak olarak değerlendirilemeyebilir. Aynı zamanda, birçok LLDC'lerde özel şirketler gibi hisse senedi devlet tarafından ihraç edilemediği için borçsuz kalkınma mümkün olmayabilir. Dolayısıyla birçok LLDC'lerde bütçe çerçevesinde borç finansmanı tek bir seçenek olarak görülmektedir (United Nations-ESCAP, 2020, 13–14).

Kur riskine maruz kalma, altyapı finansmanının kritik bir özelliğidir. Zira altyapı projesinin gelirleri genellikle yerel para cinsinden elde edilirken, faiz ve ana borcun geri ödemesi döviz cinsinden karşılanmaktadır. Sermaye kontrolleri ve kur dalgalanmaları, yerli para biriminin çevrilebilirliğini ve transfer edilebilirliğini sınırlamakta ve yabancı yatırımcılar ve finansörler için temel bir sorun oluşturmaktadır (Kalu O., 2015, 832).

Resmi kalkınma yardımları (ODA) genellikle donör devlet ve kuruluşun amacı doğrultusunda yapılır. Bu yardımların geri ödeme süresi, 30-40 yıl olmak üzere uzun vadeli ve düşük faiz oranı krediler veya bazen bağış şeklinde sağlanmaktadır. ODA'ler genellikle ev sahibi devletin bütçesi dışında, yardım yapan kurum ve devletin acentesi tarafından küçük ve orta ölçekli projelerde yatırılır ya da şartlı yardımlar niteliğinde olup ev sahibi devletin bütçesinde yer alabilmektedir (United Nations-ESCAP, 2019, 165) (UCLG Committee on Local Finance and Development, 2007, 28).

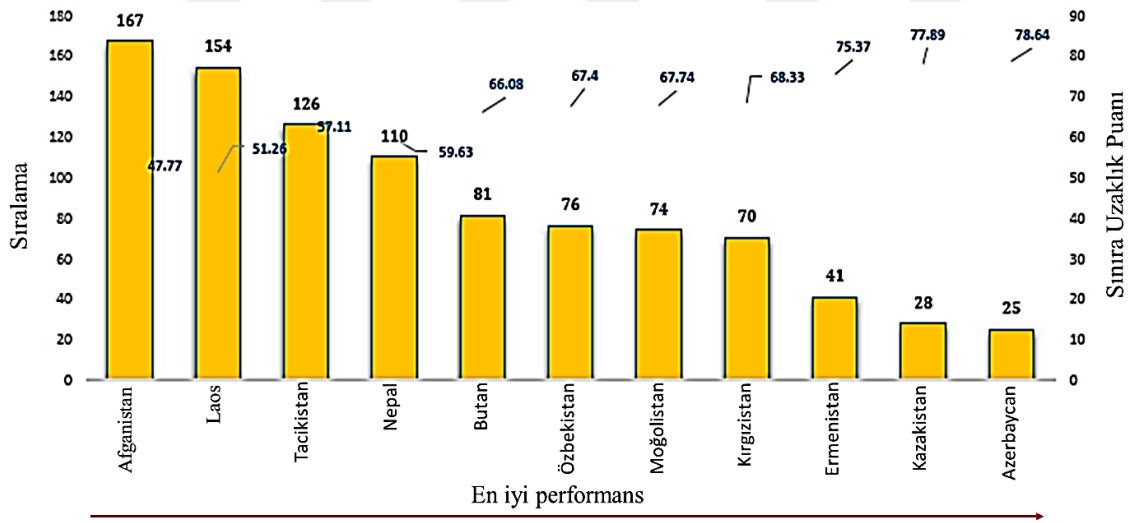
1.8.2. Özel (Kurumsal ve Proje) Finansmanında Bulunan Zorluklar

Karayla çevirili gelişmekte olan ülkelerde kamu finansmanı zorluklarının yanında özel sektör finansmanında da çeşitli zorluklar ve dezavantajlar bulunmaktadır. Bun zorluklar bazen yapısal bazen de teknik olarak meydana gelmektedir.

Öncelikle coğrafi ve iklim koşulları, bazı LLDC'lerin altyapı pazarlarındaki yatırım ortamını olumsuz etkilemektedir. Asya'daki pek çok LLDC'ler, uygun olmayan iklimler, elverişsiz topografya, birbirinden uzak mesafeli şehirler ve düşük nüfus yoğunlukları ile birlikte dağlık arazilere sahiptir. Bundan dolayı altyapı inşaat maliyetini artmakta ve yabancı yatırımcılar için yatırım fırsatlarını nispeten cazibesiz göstermektedir (United Nations-ESCAP, 2019, 169–170). Yabancı yatırımcılar, bu kısıtlamaların yanında,

yabancı sermaye limitleri, tarama ve onay prosedürleri, kilit yabancı personel kısıtlaması ve diğer işlevsel önlemler gibi yasal düzenlemelerle karşı karşıya kalmaktadır. Enerji, demiryolları, havaalanları ve su dağıtımı gibi sektörlerde ancak devlete ait işletmeler faaliyet göstermektedir. Söz konusu sektör veya alt sektörleri, doğrudan yabancı yatırımlarının yanı sıra özel yerli yatırımlara da kapalıdır (United Nations-ESCAP, 2020, 14–16).

Öte yandan Asya LLDC'lerdeki iş ortamları ülkeden ülkeye önemli ölçüde farklılık gösterir. Dünya Bankası'na (2019) göre, LLDC'lerin arasında ekonomik açıdan en kötü konumları sahip olan Afganistan ve Laos, 190 ülke arasında sırasıyla 167. ve 154. sırada yer almaktadır. İş ortamları, altyapı projelerindeki özel yatırımcılar için de çok elverişsizdir. Diğer taraftan, doğal kaynaklar açısından zengin ülkeler olan Asya LLDC'leri listesinin başında olan Azerbaycan, Kazakistan ve Ermenistan, sırayla 25., 28. ve 41. sırada yer almaktadır (Şekil 1.10). Bu üç ülke, yabancı yatırımlar için elverişli yasa ve düzenlemeleri uygulayarak ekonomi politikalarının liberalleşmesini sağlamış ve altyapı sektörlerindeki yatırım çekiciliğini artırmıştır (United Nations-ESCAP, 2019, 170–171).



Grafik 5: Asya'daki LLDC'lerin İş Yapabilme Rekoru, 2019

Kaynak: (United Nations-ESCAP, 2020, 14).

Diğer bir zorluk ise altyapı yatırımlarında devlete aite işletmelerle özel sektör arasındaki dengesiz rekabet ortamıdır. Devlete ait işletmelerin hâkim konumu piyasada bozulmalar yaratarak yabancı ve özel sektör katılım potansiyelini etkileyebilir. Üstelik finansal ve politik riskler de altyapı yatırımlarına dâhil olan finansal kurumlar için en önemli zorluk olabilir. Çünkü altyapı yatırımları genellikle ancak yıllar sonra nakit akışı sağlar ve bir

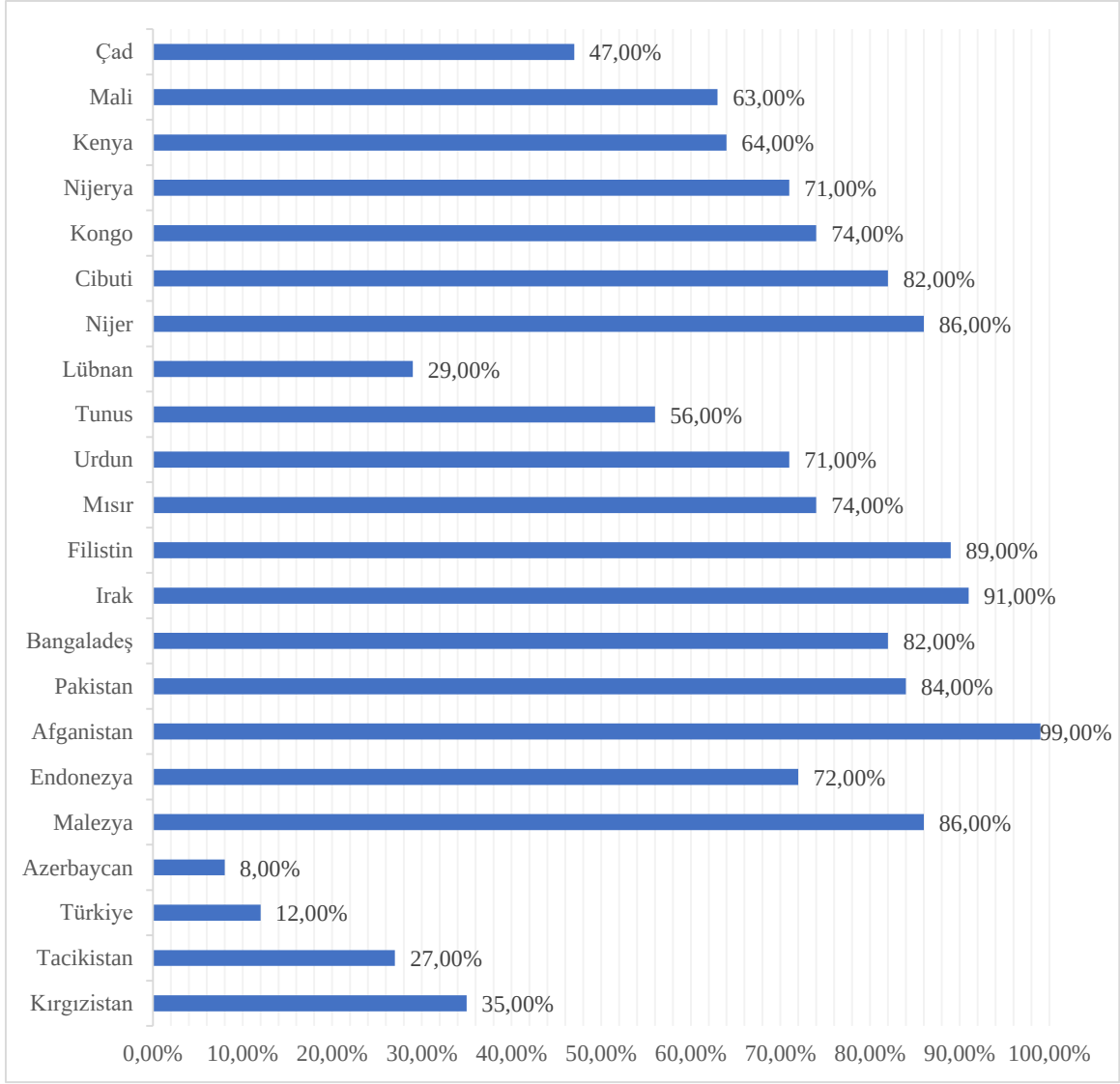
altyapı projesinin ilk aşaması yüksek risklere tabidir. Ayrıca, özel finans sektörü altyapı dışı sektörlerle yapılan yatırımlara göre ülke risklerine karşı çok daha hassastır. Dolayısıyla Sözleşmelerin ihlali ve düzenleyici kararları gibi politik riskler, gelişmekte olan ekonomilerde altyapı yatırımlarının önündeki ana kısıtlamalar olarak tanımlanmıştır. Ancak Asyalı LLDC'lerin karşılaştığı en önemli sorunu, hem güçlü tasarruflar üretebilen hem de bu tasarrufları altyapı yatırımlarına yönlendirebilen yeterince gelişmiş finansal kurumların ve sermaye piyasalarının olmamasıdır. Bu ülkelerde genellikle bankacılık sektörü kısa vadeli finansman sağlar ve emeklilik fonları ve sigorta şirketleri de uzun vadeli yatırımlarına eğilmelerine rağmen potansiyelli sermaye piyasası (tahvil ve hisse senedi piyasası) olmadığı için küçük ölçüde finansman sağlamaktadır. Sonuç olarak, uzun vadeli yatırımları gerektiren altyapı projeleri finansman açıklarıyla karşı karşıya kalmaktadır (United Nations-ESCAP, 2020, 16–17).

Çoğu Asya LLDC'lerinde, kamu sektörü liderliğindeki altyapı yatırımlarında özel sektör katılımını kolaylaştıran kamu-özel işbirliği (PPP) modeli, son zamanlarda popülerlik kazanmıştır. Ancak, PPP'lerin benimsenmesindeki kısıtlamalar hala mevcuttur: yaklaşımlar ve yasallıklar konusunda zayıf kamu yönergeleri, değerlendirme kriterlerinin eksikliği, belirsiz kamu hedefleri, onay süreci ve idari prosedürler, zayıf iş planları vb. gibi konular bu kısıtlamalardan sayılmaktadır (United Nations-ESCAP, 2019, 171).

1.9. İslami Ülkelerde Konvansiyonel Finansman Enstrümanlarının Dezavantajları

1.9.1. İslami Ülkelerde Faize Karşı Genel Tutumlar

Konvansiyonel finansal sistemin temelini oluşturan faiz, Kuran ve Sunnette açık bir şekilde haram kılınmıştır (Attahiru, 2022, 39). Faizin tüm biçimleriyle haram olduğu konusunda fukaha arasında görüş birliği vardır. Ancak faizin ribâ ile eş anlamlı tutulması konusunda fikir ayrılığı da bulunmaktadır (Farooq, 2007, 26). Bununla birlikte Müslümanların mutlak çoğunluğunun görüşü, çağdaş faizin haram olduğu yönündedir. Fakat İslam toplumlarının farkındalık düzeyine göre bu istatistiklerde ülkeler arasında farklılık bulunabilir. Faizi şer'i bir mesele olarak ele alırsak, Müslümanların farklı ülkelerde şeriata verdiği desteğin boyutuna ilişkin *Pew Research Center* (2013) anket araştırmasının sonuçları iyi bir perspektif olabilir (Şekil 1.8).



Grafik 6: Şeriata Destek; Ülkelerinde Şeriatın Resmi Yasa Olmasını Destekleyen Müslümanların Yüzdesi

Kaynak: (Pew Research Center, 2013, 2)

Ayrıca İslami ülkelerde Müslümanların faize bakış açılarına dair yapılan çeşitli anketler, katılımcıların büyük çoğunluğunun faizin bütün haliyle haram olduğuna inandıklarını göstermektedir. Örneğin, Endonezya’da Burhanudin Harahap ve Tastaftiyan Risfandy (2022) tarafından 626 kişinin katılımıyla yapılan bir anketin sonucu, katılımcıların %93’ünün faizin gerçekten İslam’da yasak olduğunu ifade ettiklerini göstermektedir (Harahap - Risfandy, 2022, 1). Buna benzer Malezya’da Rodrigue Fontaine (2019) tarafından yapılan bir araştırmada, katılımcıların %75’i faizin iyi bir şey olmadığını söylemiştir. Ankete katılanların %42’si ribâ ile ilgili hukuki hükmünü bilmediklerini ifade

etmiş. Katılımcıların %48'i ise, piyasada paralel İslami bir alternatif olmadığı için faize düştüğünü söylemişlerdir (Fontaine, 2019, 1).

Yukarıdaki ifadeler dikkate alındığında, İslam toplumlarında kamuoyunun faiz konusunda oldukça hassas olduğu ve faizi içeren herhangi bir finansal enstrümanın İslam toplumu tarafından çoğunlukla kabul edilmediği söylenebilir. Diğer bir ibarete gayri Müslüman ülkelerde yaygın olan konvansiyonel finansal enstrümanlar, İslami ülkelerde popülerlik kazanamayacağını söylenebilir.

1.9.2. Konvansiyonel Finansman Enstrümanları Reddeden Yasal Çerçevenin

Varlığı

İslami finans literatüründe ekonomik ve finansal sistemlerini tamamen İslamileştiren üç ülkenin adı yani Pakistan, İran ve Sudan geçmektedir. Bu ülkelerde İslami finans sisteme dönüşüm süreci dini, siyasi, ekonomik ve kültürel olarak farklı koşullar altında gerçekleştirilmiştir. İslamileştirme olayı, İslami ilkelere ve fıkhi içtihatlarla uyumlu olarak düşünülmüş bir uygulamasıyla değil, vaka bazında durumsal faktörlerin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır.

Pakistan, 1979'da ekonomisini ve finansal sistemini tamamen İslami ilkelere uyumlu olacak şekilde dönüştüren ilk ülke oldu. 1985 yılının Ocak-Temmuz ayları arasında uygulanan bir dizi tedbirlerle uygulanan İslamileşmenin ikinci aşamasında faizin tüm biçimleri yasaklandı. Ocak 1998'de Federal Şeriat Mahkemesi, faizi ülkenin ekonomik sisteminden "ilke olarak" kaldırmaya karar verdi. Daha sonra, gayri resmi olarak bu kural bir süre bırakıldı. Ancak Pakistan, son on yılda kademeli bir yaklaşımı benimseyerek İslam ekonomisinin (sadece İslami finans) uygulanmasına devam etme gündemiyle geri dönmüştür (Warde, 2000, 112–115).

İran'da ise 1979 devriminden sonra konvansiyonel bankacılık İslami bankacılığa dönüştürüldü. 1979 Devrimi'nden sonra birçok kanun ve yönetmelik, değiştirilip şeriat hukukuna uyumlu hale getirildi. Böylece şeriat hukuku, bankacılık sektörü için de önem kazandı. Sektörün genelinde şer'i ilke ve kuralları uygulanmak ve tüm bankacılık topluluğu faizsiz sistemine dönüştürülmek adına, önce ticari bankalarla başlanmış, ardından İran Merkez Bankası'nda gerçekleşmiştir. İran bankacılık sisteminde kar ve zarar paylaşımına dayalı İslami sözleşmeler kullanılmaktadır. Karz-ı hassan, Mudaraba, yasal ortaklık, sivil ortaklık, Muzaraah, Musakat, taksitli alım-satımlar, doğrudan

yatırımlar, vadeli işlemler, borç muameleleri ve Jualeh gibi sözleşmeler, İran Faizsiz Bankacılık Kanunu'nun izin verdiği modellerdir. İran ekonomik sistemi otuz yıldan fazladır faizsiz temeliyle hayatını devam eder ve özellikle faizsiz bankacılık ve Tekafül sektöründe dünya çapında muazzam katkı sağlanmaktadır (Erdoğan vd., 2020, 959–961). Lakin Sudan'daki İslami finans sisteminin dönüşümü uzun bir geçmişi vardır. Tarihsel olarak Sudan'daki İslami finans, 1977'de kurulan ilk İslami banka (Faisal Islamic Bank) ile başlamıştır. Bu banka o dönemde dünyada sayısı çok az olan tam teşekküllü İslami bankalardan biriydi. 1980'lerin ortasında Pakistan'daki ve İran'daki benzer çalışmalara muvazi olarak finansal sistemin İslamileştirilmesine yönelik Sudan Cumhurbaşkanı Jaafar Nimeiri liderliğinde devlet tarafından ilk adımlar atıldı. 1990'larda Başkan Ömer el-Beşir yönetiminde tüm finansal kuruluşları Şeriat kanunlarına tabi tutulup başarılı reformlar uygulandı. Bu reformların neticesi olarak 1997 yılı itibariyle Sudan'da faizsiz bankacılık ilkeleriyle faaliyet gösteren 29 banka vardı. 2002'de Sudan Merkez Bankası Yasasının çıkmasıyla birlikte finansal sistem tamamen İslamileştirildi. Ancak Sudan'da iç savaş başladı. Bu savaşa son veren Kapsamlı Barış Anlaşması 2005'te imzalandı. Bu anlaşmanın sonucu olarak tamamen İslami olan finans sistemi ikili bir yapıya çevrildi. Güney Sudan'da konvansiyonel modeli ve Kuzey Sudan'da Şeriat kanunlarına uygun modeller uygulanırdı. 2011'de Güney Sudan'ın ayrılmasıyla beraber Sudan'ın ekonomik ve finansal sistemi eskisine dönerek tekrardan tamamen İslamileştirildi (Yesuf, 2017, 8–9).

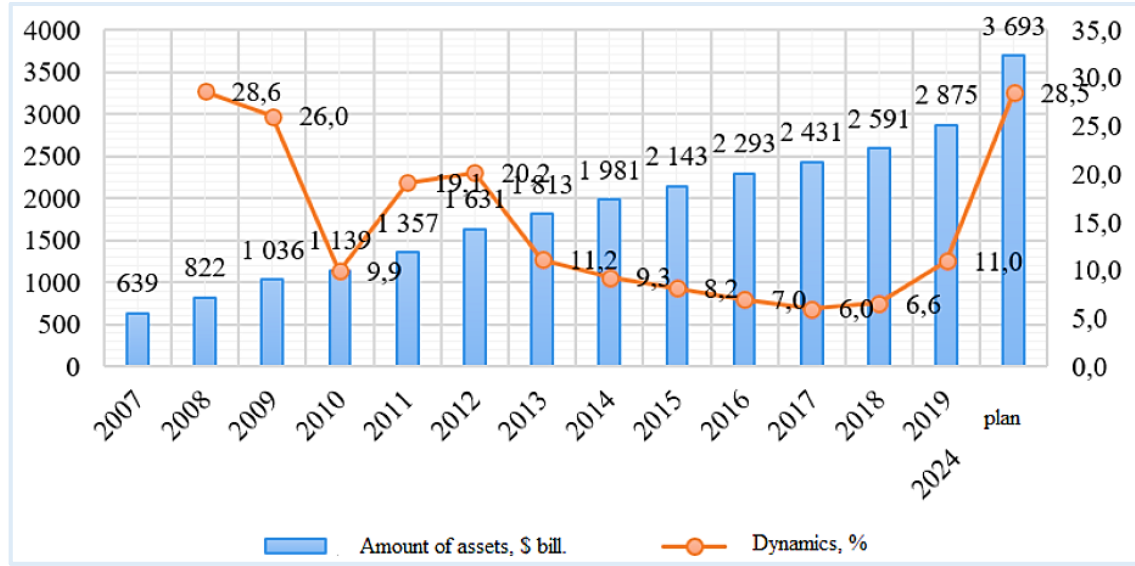
Bu örneklerle kıyasen yeni bir tam dönüşüm olarak Afganistan durumu önem taşınabilir. Bu ülkede yaşanan son olayların ardından 16 Ağustos 2021'de yeni yönetimin (Taliban) devlet başına geçmesiyle birlikte konvansiyonel sistem yerine İslami sistemin uygulanması tercih edilmiştir. Taliban hâkimiyetinde olan Merkez Bankasının yöneticileri, ülke genelinde İslami bankacılık sistemi kurmayı planladıklarını açıkladı. Üstelik İslamileştirmeye yönelik devlet bankalarının yanı sıra özel bankalarda da çalışmalar başlanmıştır (JURIST Staff, 2022).

1.9.3. Konvansiyonel Finans Sistemine Paralel olarak İslami Finans Sisteminin Varlığı

İslami bankacılık, başlangıcından bu yana hem İslami ülkelerde hem de Batı toplumlarında giderek memnuniyetle karşılanmaktadır (Özdemir - Aslan, 2017, 12–13).

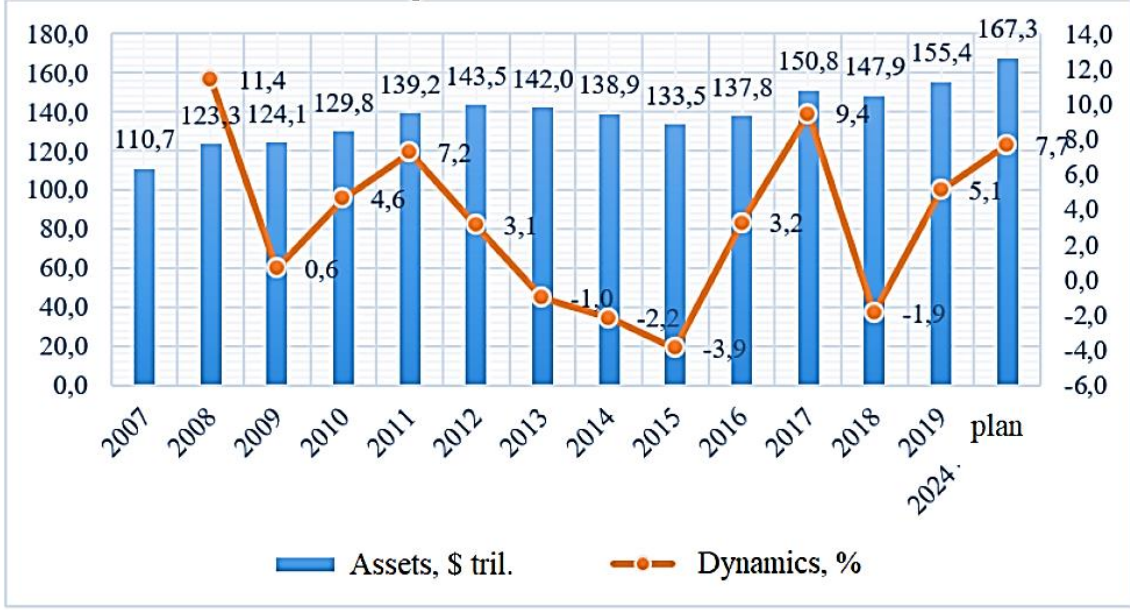
Pakistan, İran ve Sudan gibi ülkelerde bu sisteme tam bir dönüşüm yaşanmış olsa da çoğu İslami ülkelerde kademeli bir geçiş yöntemi tercih edilmiştir. Dolayısıyla İslami finans sistemi konvansiyonel finans sistemiyle paralel çalışmaktadır (Warde, 2000, 112). Ancak, faize karşı genel tutumlar, İslami finans sisteminin ekonomiye katkı sağlaması ve finansal kriz dönemlerde dayanaklığı nedeniyle, birçok kesim bu alana ilgi duymakta ve dünyada, özellikle İslami ülkelerde gittikçe daha popüler hale gelmektedir (Özdemir - Aslan, 2017, 58).

Örneğin; 2007-2019 arasında küresel İslami finans varlıklarının ortalama büyüme oranı 14,7% iken, konvansiyonel finansal varlıkların ortalama büyüme oranı sadece 3,3%'tür (Şekil 12) ve (Şekil 13).



Grafik 7: Küresel İslami Finans Varlıklarının Büyümesi (2007 - 2019, Milyar Dolar)

Kaynak: (Tashtamirov - Abdurakhmanova, 2021, 2)



Grafik 8: Küresel Finans Varlıklarının Büyümesi (2007 - 2019, Milyar Dolar)

Kaynak: (Tashtamirov - Abdurakhmanova, 2021, 3)

Diğer bir örnekte, İslami ülkelerde İslami finans varlıklarının büyüme oranı bakıldığında, dikkat çekici bir gelişme süreci fark edilebilir. Şöyle ki; ortalama büyüme oranı 2007-2016 arasında ülkeden ülkeye 7,5%'ten 41%'e kadar değişebilir. Ancak bu ülkelerde ortalama büyüme oranı 15,3% olarak kaydedilmiştir (Tablo 1).

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Ortalama Büyüme (2007-2016, yüzde)
İran	235	293	369	406	413	416	480	530	544	560	10,1
Suudi Arabistan	92	128	161	177	205	215	270	339	371	401	17,8
Malezya	67	87	109	120	131	155	200	249	254	335	19,6
BAE	49	84	106	116	118	120	123	144	157	197	16,7
Kuveyt	63	68	85	94	95	103	105	107	115	121	7,5
Bahreyn	17	21	18	18	20	21	25	27	32	43	10,9
Katar	21	28	35	38	47	68	70	111	122	130	22,5
Türkiye	16	18	22	25	35	41	43	69	80	81	19,7
Endonezya	3	3	4	5	9	22	25	49	51	66	41,0
Bangladeş	6	8	9	10	13	17	19	21	26	31	20,0
Mısır	6	6	8	9	12	19	19	20	25	31	20,0
Sudan	5	7	9	10	11	14	15	16	21	24	19,0
Pakistan	6	5	6	7	12	13	13	16	18	23	16,1
Ürdün	3	5	6	6	11	13	13	14	17	19	22,8
Irak	-	4	5	5	9	12	12	13	23	25	25,7
Brunei	3	3	4	4	8	10	10	12	18	21	24,1
Suriye	2	3	5	5	5	4	4	4	4	4	8,0
Diğer Ülkeler	27	32	51	57	170	331	327	200	210	120	18,0
Toplam	639	822	1.04	1.14	1.36	1.63	1.81	1.98	2.14	2.29	15,3

Tablo 1: İslami Ülkelerde İslami Finansal Varlıkların Büyümesi (Milyar Dolar)

Kaynak: (Özdemir - Aslan, 2017, 15)

Daha spesifik olarak Türkiye’de İslami bankacılığın konvansiyonel bankacılık sektörüne kıyasla piyasadaki artan payı, konunun anlaşılmasına yardımcı olabilir. Aşağıdaki tabloda görülebileceği gibi (Aralık, 2021-Temmuz, 2022) arasında katılım bankalarının

bankacılık sektörüne kıyasla değişim oranı farklı başlıklarda muazzam bir üstünlük kaydedilmiştir (Tablo 2).

Finansal Başlıklar	Katılım Bankaları				Bankacılık Sektörü		
	Aralık 2021	Temmuz 2022	Değişim	Sektör Payı	Aralık 2021	Temmuz 2022	Değişim
Toplam Aktifler	717.338	1.016.503	41,7%	8,3%	9.215.458	12.304.480	33,5%
Toplam Toplanan Fonlar	556.418	810.082	45,6%	10,9%	5.303.348	7.457.718	40,6%
Toplam Kullandırılan Fonlar	369.353	537.211	45,4%	8,0%	5.044.485	6.721.882	33,3%
Toplam Öz Kaynaklar	36.310	65.680	80,9%	6,3%	713.955	1.048.288	46,8%
Toplam Net Kâr	2.299	16.317	609,7%	7,8%	40.189	207.860	417,2%
Toplam Şube Sayısı	1.311	1.356	3,4%	12,2%	11.098	11.100	0,0%
Toplam Personel Sayısı	17.147	17.420	1,6%	8,5%	202.136	203.811	0,8%

Tablo 2: Türkiye’deki Katılım Bankaları ve Bankacılık Sektörü Başlıca Finansal Büyüklükleri (Milyon TL)

Kaynak: (Türkiye Katılım Bankaları Birliği, 31.08.2022, p. 1)

Yukarıdaki bilgiler göz önüne alındığında, İslami ülkelerde konvansiyonel finansman enstrümanları ciddi zorluklarla karşı karşıya olduğu söylenebilmektedir.

1.10. Konvansiyonel Finansman Yöntemlerine Alternatif Olarak İslami Finans

İslami ülkelerde konvansiyonel finansman yöntemlerinin dezavantajları göz önünde bulundurarak, günümüzün yeni yeni önem kazanmaya başlamış İslami finansın direği sukuk finansmanı alternatif bir finansman yöntemi olarak önerilecektir. Genellikle körfez

lkelerindeki yatırımcılar tarafından tercih edilen ve İslami kurallara göre şekillendirilmiş Sukuk uygulamaları alternatif bir yatırım aracı olarak diğerk ülkelerde de yaygınlık kazanmaya başlamıştır. Bu bağlamda dünya genelinde birçok lke, Sukuk ile ilgili mevzuat düzenlemeleri yapmakta ve Sukuk fonlarını kendi ülkelerine çekmeye çalışmaktadır (Güçlü, 2014, c).

İslami finans, özellikle bankacılık sektörlerinde artan benimseme oranı sayesinde yeni bir altyapı finansmanı kaynağı olarak ortaya çıkmıştır. Bazı lkelerde İslami finans hâlihazırda toplam finansal varlıkların yarısından fazlasını oluşturmaktadır (The Express Tribune, 2017). Ayrıca aşağıdaki faktörler iddiamızı doğrulamaktadır:

Birinci olarak, birçok Asya ülkesinde, özellikle Güneydoğu Asya'da Müslüman nüfus artmaktadır. Hızlı Müslüman nüfus artışı ve artan yaşam standartları, geleneksel finansman yöntemlerine uygulanabilir bir alternatif olarak İslami finansın çekiciliğini artırabilir. Ayrıca Orta Doğu ve Asya'dan gelen yatırımcılar giderek artan bir şekilde dini inançlarını yansıtan ürünler aramaktadır. Anketlere göre, dünya çapındaki Müslümanların yarısı, konvansiyonel hizmetlere şeriata uygun bir alternatif sunması durumunda İslami finansı sececektir. İkincisi, ekonomik büyümeyi ve uzun vadeli finansman sağlamayı amaçlayan birçok İslami lkeler, körfez ülkelerinden yatırımcıları çekmek için İslami sermaye piyasalarının geliştirmesinde büyük bir çaba göstermişlerdir. Üçüncüsü, İslami finans ürünlerinin etik niteliğı ve finansal sağamlığı, bunların çekiciliğini artırabilir. İslami finans ürünleri etik bir doğaya sahiptir (zellikle alkole veya kumara yatırım yasaklığı) ve daha geniş bir sosyal zihniyetli yatırımcı grubuna hitap eden bir risk profiline sahiptir. Son olarak, İslami finansın varlığa dayalı yapısı ve risk paylaşımı özellikleri, reel ekonomiye iyileştirerek genel ekonomik dengeyi sağlamaktadır (Conference Index, 2023).

Bunun yanı sıra, konvansiyonel finans sistemiyle ilgili temel kaygılardan biri de finansal katılımın eksikliğidir. Yüksek finansman maliyeti ve kur riski nedeniyle, büyük yatırım potansiyeline sahip küçük ekonomik sektörler, mali kaynaklardan mahrum kalmaktadır. Ancak İslami finans, finansal katılım konusuna iki perspektiften yaklaşıyor: Biri geleneksel borç bazlı finansmana uygulanabilir bir alternatif sağlayan risk paylaşım sözleşmelerinin teşvik edilmesi, diğeri ise toplum genelinde servetin dengeli dağılımını sağlayan uygun finansman modelleridir (Rostan vd., 2021, 1).

Son olarak, İslami finans kurumları teorik olarak ekonomik şoklara karşı daha dirençlidir. Çünkü İslami finasta garar (spekülasyon) yasaklanmıştır, bu nedenle yüksek faizli gibi zehirli, yüksek riskli ürünlere yatırım yapılmamaktadır. Nitekim küresel mali krizin, başlangıçta zararlarından korunan İslami finans kurumları üzerinde çok az doğrudan etkisi olmuştur (The Express Tribune, 2017)



2. BÖLÜM: SUKUK KAVRAMLARI VE ALTYAPI PROJELERİNİN FİNANSMANINDA UYGULAMA ÖRNEKLERİ

2.1. Sukuk Kavramı

Dilbilimsel olarak sukuk Arapça bir terimdir. Sukuk, sak'ın çoğuludur ve diğer iki çoğul biçimi de vardır; sikak ve asuk. Basitlik amacıyla, sukuk terimi, hem çoğul hem de tekil biçimini ifade etmek için kullanılır. Piyasa yaygınlığı açısından sukuk terimi, İslami finansın benzersiz özelliklerine dayalı olarak finansman, yatırım ve likidite yönetimi amacıyla kullanılan için yapılandırılmıştır (Al-Ali, 2019, 29). Sukuk “bir ayn (mal), menfaat, hizmet, belirli bir proje veya varlık üzerinde eşit değerdeki payları gösteren mali senetler” şeklinde de tanımlanmaktadır. En basit haliyle sukuk, bir varlığa sahip olma ve ondan faydalanma hakkını gösteren menkul kıymetlerdir (Sümer, 2020, 22). Sukuk, akademik literatürde yatırım sertifikaları, yatırım ortaklık sertifikaları, sukuk menkul kıymetler, İslami tahviller ve İslami menkul kıymetler gibi başka isimlerle de bilinir. Ancak sukuk terimini son iki terimle birbirinin yerine kullanılması yanıltıcıdır; 'tahvil' ve 'menkul kıymetler' terimlerinin önüne 'İslami' kelimesinin eklenmesi, sukuk'un doğasını tanımlamaya desteklenmemektedir (Al-Ali, 2019, 29–30).

Sukuk Şeriatın ilke ve esaslarına göre uygun bir menkul kıymettir. Çünkü şeriatla faizli yatırımlar yasaklanmıştır. Dolayısıyla sukukta elde edilen kâr faize dayalı olmayıp somut bir varlığın performansından elde edilmektedir. Sukuk kelimesi terim olarak İslam hukuku literatüründe yeni değildir ve anlamı Batı Avrupa tarafından da kullanılmış olup, daha sonra günümüzde Latince’de “çek” olarak bilinen kelime haline gelmiştir (Lahsasna vd., 2018, 37–38).

Artan popüleritesine rağmen, sukuk’un tüm endüstri paydaşları tarafından benimsenen toplu bir tanımı veya standartlaştırılmış bir tanımı yoktur. Kurumsal bir tanım olarak, sukuk’u 'yatırım sukuku' kullanması tercihiyle tanımlayan İslami Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetim Kurumu'nun (AAOIFI) 17 no'lu Şeriat Standardında aşağıdaki gibi sunmuştur (Al-Ali, 2019, 29–30):

“Maddi varlıkların, menfaat haklarının ve hizmetlerin mülkiyeti üzerinde eşit değerlerinde bölünmemiş payları temsil eden veya belirli projelerin veya özel yatırım faaliyetinin varlıklarının üzerinde mülkiyet hakkını gösteren sertifikalardır, ancak bu

hak, sukuk değerinin alınmasından, aboneliğin kapanmasından ve sukukun ihraç edilme amacı için alınan fonların kullanılmasından sonra geçerlidir.” (AAOIFI, 2015, 468).

Sukuk'un kurumsal tanımına bir başka örnek de İslami Finansal Hizmetler Kurulu'nun (IFSB) tanımıdır:

“Sıklıkla İslami tahviller olarak anılan sukuk (sak'ın çoğulu), maddi varlıklarda veya ağırlıklı olarak maddi varlıklar havuzunda ya da bir ticari girişiminde (mudaraba modeli gibi) orantılı şekilde bölünmemiş bir mülkiyet hakkını temsil eden sertifikalardır. Bu varlıklar, şeri ilke ve esaslara uygun olarak belirli bir proje veya yatırım faaliyetinde olabilir” (IFSB, 2009, 3).

Sukuk, ihraççısı için finansman aracı alıcısı için bir yatırım aracı olarak değerlendirilir. Kamu veya özel sektör kurum ve kuruluşları sukuk'u ihraç ettiğinde yeni bir borçlanma yöntemini kullanarak finansman araçlarını çeşitlendirir. Bu sayede faizsiz finans piyasalarına erişim imkânı elde ederek İslami prensiplere uygun olarak yatırım yapmak isteyen yeni bir yatırımcı grubuna erişim sağlayarak piyasa payını arttırmaktadır. Faize duyarlı yatırımcılar ise, sukuk piyasaları sayesinde, İslami prensiplere uygun bir yatırım aracına kavuşmuş olmaktadır (Çobanoğlu, 2020, 33–34).

2.2. Sukuk'un Temel Özellikleri

Sukuk, sadece konvansiyonel finansman araçlarına bir alternatif değil, İslami finansın temel amacına yönelik, varlığa dayalı yenilikçi ve Şer'i uyumlu geliştirilmiş bir finansman aracıdır. Sukuk'un temeli, şariat çerçevesinde faiz oranından faydalanmaktan kaçınmaya dayanmaktadır. Sukuk krediye dayalı değil, piyasadaki gerçek ticari faaliyetlere dayalı gerçek bir yatırımdır. Sukuk reel iş ve ekonomi sektörü ile doğrudan bağlantılıdır (Lahtasna vd., 2018, 38).

Sukuk'un iki tür özelliği vardır; birincisi, İslami finansın temel ilkeleri olarak faiz (tefecilik), garar (belirsizlik), kumar ve İslam hukukun'da yasaklanan varlık ve faaliyetlere yatırım yapmalarının yasaklanması söz konusudur. Bunlar genel özellikler olarak sukuk ile diğer İslami finansal ürünler arasında bir farkı yoktur. İkincisi ise özellikle sukuk ile ilgili olan özellikler ifade eder (Al-Ali, 2019, 33). Bu özellikler, sukuk'un yukarıda belirtilen tanımlardan aşağıdaki şekilde çıkarılabilir (Lahtasna vd., 2018, 39) (Al-Ali, 2019, 33–34):

1. Sukuk, ister parasal olmayan varlıklar, kullanım hakları, maddi varlıklar ve intifa hakları karışımı olsun, ister alacaklar ve nakit gibi parasal varlıklar olsun, yatırıma uygun

varlıkların ortak mülkiyet payını temsil eder. Sukuk, sertifika sahibinin ihraççıya borçlu olduğu bir borcu temsil etmez.

2. Sukuk sadece bir nakit akışı talebi değil, bir mülkiyet hakkıdır.
3. Sukuk, varlığa dayalıdır ve dayanak varlıkta orantılı intifa hakkını temsil eder.
4. Sukuk, eşit değer esasına göre ihraç edilir. Örnek vermek gerekirse, her bir sukukun fiyatı diğer tüm sukuk sertifikalarıyla aynı olacaktır ve sukukun alım satımını kolaylaştırmak için değerlerinde herhangi bir farklılık yoktur.
5. Her sukukun temsil ettiği mülkiyet, varlıktaki ortak veya bölünmemiş bir payı temsil eder. Bu ise sukukta mülkiyetin ayrı parçalar halinde değil, bir bütün olarak var olduğu anlamına gelir. Ortak mülkiyet ise, her sukuk varlık bütününde bir payı temsil ettiğini ve her sukuk hamilinin tüm sukuk projesinden yararlanma konusunda eşit hakka sahip olduğunu ima eder. Bu aynı zamanda, mülkiyet devri durumunda bireysel sukukun bir grup arasında bölünemeyeceği anlamına da gelir.
6. Sukuk, alınıp satılabilen bir finansal araçtır; sukukun ticârete elverişliliği, sukuk sahibinin ikincil piyasada belirli sukuk türlerini satabilmesi anlamına gelir.
7. Sukukun ihraç edilmesi ve alım satımı yapılması Şeriata uygun bir sözleşme temelinde gerçekleştirir.
8. Bu sertifikaların sahipleri, abonelik izah namesinde belirtildiği gibi getiriyi paylaşır ve her biri kendi payına göre kayıpları üstlenir.
9. Sukuk, ihraç fiyatı, vade tarihi, derecelendirme, periyodik dağıtım ve tabi olunan yasa gibi ilgili tüm bilgilere erişilebilen bir abonelik yoluyla sunulur.

2.3. Sukukun Tahvilden Farkları

Daha önce de belirtildiği gibi Sukuk, İslami bir borçlanma aracı olarak bilinmektedir. Bu nedenle sukuk, geleneksel borçlanma araçlarından farklı bir yapıya sahiptir (Tunca, 2020, 19–20). Birincisi, sukukun ihraççısı ile yatırımcısı arasındaki ilişki tahvilden çok farklıdır. Tahvil ihracında, yatırımcı borç veren ve ihraççı borçlu konumundadır. Bu durumda ise borcun sabit faiz getirisi olmakta ve dolayısıyla ribâ niteliği taşımaktadır. Ancak sukuk ihracında yatırımcı ve ihraç eden taraf arasında bir kredi sözleşmesi söz konusu olmayıp bir varlığın satışı söz konusudur. İkinci olarak, sukuk ve tahvil arasındaki fark, sukuk sertifikalarında ihraç konusu olan varlığın şeriata göre uygun olması gerekirken, tahvil ihracı şeriata izin verilmeyen varlıklarla desteklenmesi olabilmekte ve

müşterinin bilgisi dışında başka tür varlıklarla birlikte karışabilmektedir (Abdulkareem - Bin Mahmud, 2019, 6–7).

Üçüncüsü, Sukuk sertifikası mülkiyet hakkının bir kanıtıdır. Dolayısıyla sukuk ihracı, varlık mülkiyetinin ihraççıdan yatırımcıya geçmesi ile sonuçlanır. Yatırımcının çıkarları güvence altına alınmak için sukuk’a dayanak olan varlık ÖAŞ veya müteveli tarafından tutulacaktır, oysaki tahvil ihracında mülkiyet devri süreci yoktur ve tahvil sertifikası yalnızca borcun kanıtını gösterir (Lahsasna vd., 2018, 6). Dördüncüsü, konvansiyonel tahvilde borç ilişkisi herhangi bir gerçek faaliyete dayanmaz, başka bir deyişle para daha fazla parayla değiştirilirken; Sukukta borç ilişkisi, şeriat kuralları çerçevesinde yürütülen bir ticari faaliyete dayanmaktadır ve bir anlamda para ile ticari para arasına bir varlık veya intifa hakkı konulur. Öte yandan, Konvansiyonel borçlanma araçlarından farklı olarak, ihraç edilen sukuk'un nominal değerinin, ihraca dayanak olan varlığın değeri ile orantılı olması gerekmektedir (Tunca, 2020, 19–20).

Beşinci olarak, sukuk fiyatı dayanak varlığın piyasa değerine tabi olarak değer kaybetmesine veya değer kazanmasına maruz kalabilirken, tahvil fiyatı ise doğrudan belirli varlıklara tabi olmayıp ihraççının kredibilitesine bağlıdır. Bununla birlikte, sukuk sözleşmesinin en az yüzde 51'inin teminat altına alınması için maddi varlık olması gerekir, ancak tahvil için böyle bir koşul yoktur (Abdulkareem - Bin Mahmud, 2019, 6–7). Altıncı olarak, sukukta kâr garanti edilmez. Dolayısıyla sukukta olası bir kayıp söz konusudur çünkü işletmenin kârı ve başarısı dayanak varlığın performansına bağlıdır. Kâr veya zarar, ihraççının ödeme gücüne değil, dayanak varlığın dayanma gücüne ve kârlılığına bağlıdır, hâlbuki tahvilde kayıp beklenmez, çünkü tahvilin dayanak varlığının performansına bakılmaksızın anapara sabit kârla birlikte geri ödenmesi ihraççı tarafından garanti edilir (Lahsasna vd., 2018, 6).

Son olarak, sukuk geliri kâr olarak adlandırılır ve bu, yalnızca temel proje kârlı olduğunda ve zarara yol açmadığında ödenir. Tahvil geliri ise kardan bağımsız olarak ödenmesi gereken faiz olarak bilinir (Al-Ali, 2019, 35). Kısacası sukuk ile tahvilin farkları, aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

	Sukuk	Tahvil
Dayanak	Maddi bir varlık	Herhangi bir dayanak yoktur
Taraflar arasında ilişki	Taraflar arasında satış, kiralama, ortaklık veya vekâlet ilişkisi söz konusudur	Taraflar arasında borç ilişkisi söz konusudur
İhraç konusu	Belirlenmiş bir varlık ya da proje üzerinde hak sahipliği söz konusudur	Tahvilde ihraççının borcu söz konusudur
Getiri	Kira ya da kârın paylaşımından getiri elde edilir	Borç senedinde yazılı olan faiz oranı miktarına göre getiri sağlar
Teminat	Dayanak olarak gösterilen varlıklar teminat niteliğindedir	Genellikle herhangi bir teminat içermezler
İkincil piyasada işlem görülmesi	Birincil piyasada işlem görülebilir ve varlık satışı söz konusudur	İkincil piyasada işlem görülebilir ve borç satışı söz konusudur
Amaç	Sadece şeriata uygun amaçlar için ihraç edilebilir	Herhangi bir amaç için ihraç edilebilir

Tablo 3: Sukuk İle Tahvilin Mukayesesi

Kaynak: (Muhammad, 2016, 419) (Aslan, 2012, 58) (Doğan vd., 2021, 98)

2.4. Sukukun Yapılandırılması ve İhraç Süresi

Sukuk ihracı tahvile göre farklı aşamalardan geçmektedir. En önemli fark, sukukun yapılandırılmasındadır. 'Sukukun yapılandırılması' terimi, menkul kıymetleştirmeden kaynaklanan sertifika ihraçları yoluyla fon toplamak için şeriata uygun tasarlanmış bir düzenlemeyi ifade eder. Bu nedenle, menkul kıymetleştirme kavramı, sukuk'un yapılandırılma prosedürü ile ilgilidir. Sukukun yapılandırılması, uygulamada önemli ölçüde farklılık göstermektedir ve bu nedenle piyasaya hâkim tek parça sukuk yapısını tasavvur etmek yanıltıcıdır. Diğer bir deyişle, tüm sukuk ihraçları için benimsenen standart bir format olduğunu varsaymak yanlıştır. Projenin niteliği, ihraççıların finansman ihtiyaçları, yatırımcıların beklentileri, dayanak şariat sözleşmeleri ve dayanak varlık, farklı sukuk düzenlemelerinin varlığına yol açan temel faktörler arasındadır. Bu

nedenle, hipotetik standart bir sukuk yapılandırılmasının ana hatlarını çizmek yerine, tüm sukuk yapılandırılmasının ortak olan özelliklere bakmak daha verimli olacaktır (Al-Ali, 2019, 53–54).

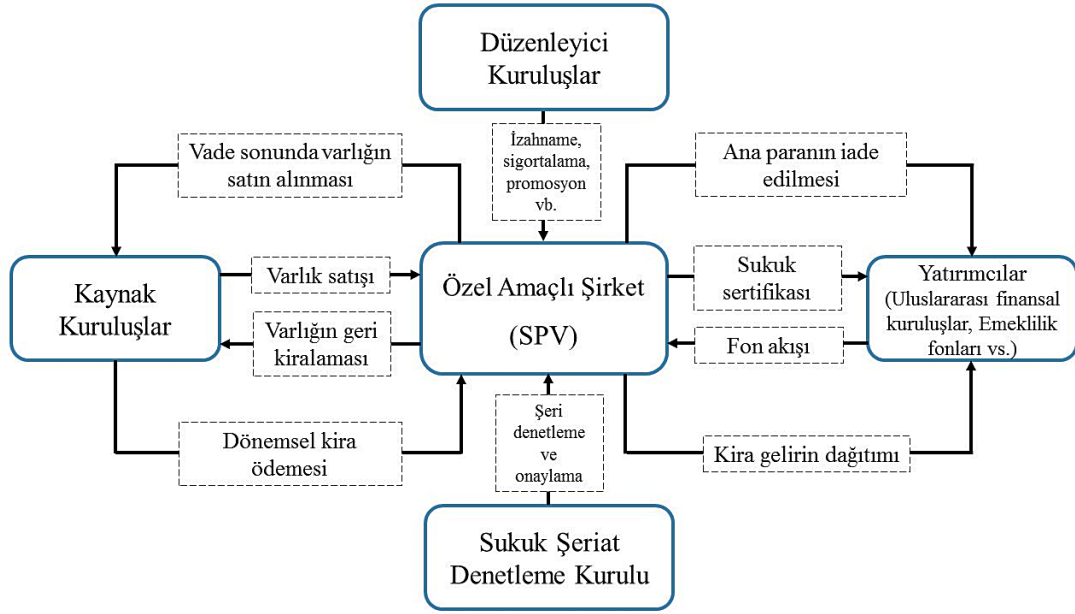
Sukuk'un yapılandırılması ve ihraç süresi genellikle aşağıdaki aşamaları izlenir:

- 1) Dayanak varlık veya projenin belirlenmesi; fon ihtiyacı olan kuruluş, mülkiyetinde bulunan varlık veya projeyi belirler (Iqbal, 2015, 9).
- 2) Şeriata uygun sözleşme türünün belirlenmesi; bu aşamada, İslam hukuku kapsamındaki bir sözleşme esas alınarak ihraç süreci o sözleşmeye dayalı olarak gerçekleşir. İslami finasta kullanılan sözleşmeler bunlardır; (a) Satış sözleşmesi (murabaha, selem, istisna); (b) Kiralama sözleşmesi (icâre); (c) Ortaklık sözleşmesi (mudaraba, müşâreke); (d) Vekâlet sözleşmesi (vekâlet); (e) iki veya daha fazla şeriat sözleşmesini birleştiren hibrid sözleşmesi (Al-Ali, 2019, 56).
- 3) Özel amaçlı şirketin (SPV) kurulması; ÖAŞ, teknik olarak Sukuku ihraç eden ve dayanak varlıkları kendi adına ve yatırımcıların veya Sukuk sahiplerinin yararına tutan, iflasa düşmeyen ve vergi açısından verimli bir tüzel kişiliktir (Astana International Financial Centre (AIFC), 2023, 19). Çeşitli Sukuk türlerinin ihracına aracılık yapma yetkisine sahip olan tek kurum SPV'dir. Fon ihtiyacını gidermek için sukuk ihracına başvurmak isteyen kurum ve kuruluşlar, ancak SPV aracılığıyla yapabilmektedir. SPV, karşılıklı olarak bir vekil rolü oynar. Bir taraftan, bazı meseleler için yatırımcının vekili sayılır; diğer bazı hususlarda ise menkul kıymet sahiplerine vekâlet eder (Zolfaghari, 2017, 20).
- 4) Sertifika ihracı; Fon ihtiyacı olan kurum veya kuruluşlar, İslam hukukuna uygun bir sözleşmeye dayanarak belirli varlıklarını özel amaçlı şirkete devreder. ÖAŞ ise söz konusu varlığa dayalı olarak sukuk ihraç eder. Böylece varlığın mülkiyeti ya da kullanım hakkı yatırımcıya geçer. Ancak o varlık tekrar birincil sahibi tarafından kiralanır ya da birincil sahibi yatırımcıların vekili olarak konu olan varlığı yatırıma sevk eder.
- 5) Gelir akışı oluşturma; Sukuk'un ömrü boyunca, birinci varlık sahibi (kiracı) tarafından yatırımcılara dönemsel kira ödemeleri yapılır ya da yatırımdan elde edilen gelir taraflar arasında bölünür.
- 6) Sukuk'un vade tarihi; vade sonunda ÖAŞ, varlıkları ilk satıcıya/sahibine önceden belirlenmiş bir fiyattan geri satarak ve ardından sertifika sahiplerine veya yatırımcılara geri ödeme yaparak tasfiyeye başlar (Iqbal, 2015, 9).

Yukarıdaki aşamalar uygulamada kolay değildir ve bir düzenlemeyi gerçekleştirmek için birkaç tarafın dâhil olması gerekir. Aşağıdaki taraflardan bazıları veya tümü bir sukuk ihracında yer almaktadır (Astana International Financial Centre (AIFC), 2023, 20):

- Kaynak kuruluş (varlık sahibi): belirli bir faaliyeti/projeyi üstlenmek için fon toplayan tüzel kişiliktir. Bunlar devlete ait şirketler, kamu kuruluşlar, özel ve yarı özel şirketler olabilmektedir.
- Düzenleyiciler: uygulanabildiği hallerde, ÖAŞ'i kurmak ve tüm ihraç sürecini (izahname, sigortalama, promosyon vb.) yönetmek için varlık sahibi kuruluşlarıyla yakın bir şekilde çalışarak ihraç sürecini destekleyen finansal kuruluşlardır.
- Sukuk Şeri Denetleme Kurulu: İzahname ve ilgili Sukuk belgelerini onaylamak ve Sukuk'un ömrü boyunca Şeriat uyumluluğunu denetlemek üzere atanan/atanmış şer'i âlimlerdir.
- İhraççı: Yatırımcılara (abonelere) Sukuk ihraç eden ÖAŞ.
- Sigortacılar: uygulanabilir olduğunda, satılmamış tüm Sukuk'ları satın almayı taahhüt eden taraflardır (düzenleyiciler ile aynı olabilir).
- Yatırımcılar: ÖAŞ'den Sukuk sertifikaları satın alan kurumsal veya bireysel kişilerdir.
- Varlıklar: Sukuk sertifikalarına dayanak olan ve vade sonuna kadar yatırımcıların mülkiyetinde olan varlıklar veya intifa haklarıdır.

Yukarıda bahsedilen ihraç süreci ve sukuk paydaşları göz önünde bulundurarak sukukun işlevsel yapısı şekil 14'te gösterilmektedir.



Şekil 6: Sukukun İşlevsel Yapısı

Kaynak: Farklı kaynaklar kullanılarak yazar tarafından yeniden şekillendirilmiştir

2.5. Sukukun Tarihsel Gelişimi

Belgesel kanıtlar, “sakk” kelimesinin erken İslam hilafetlerinde kullanıldığını göstermektedir. Orta çağı döneminin Müslüman toplumları, sukuku ticaret ve diğer ticari faaliyetlerden kaynaklanan mali yükümlülükleri temsil eden belgeler olarak kullanmıştır. İlk teorik hukuk çalışmalarında, yazılı kredi araçları yer almaktadır. Bu tür yazılı araçlara Geniza belgelerinde sıkça bulunmaktadır. Geniza, camilerde ve havralarda, üzerinde Allah'ın ismi yazılı olup çöpe atılamayan belgelerin saklandığı yerdir. Kahire Genizası'ndaki bulunan belgeler, MS 12. yüzyılda sakk'ın varlığına işaret eder ve bu havale belgeleri, şekil olarak modern bir çeke oldukça benzerdi. Bu belgeler üzerinde, ödenecek meblağ, alacaklının adı, tarih ve düzenleyenin adı yazardı. Orta Çağ'da sakk; mallar teslim edildiğinde ödemeye yönelik yazılı bir yemini ifade edip tehlikeli arazilerde para taşımak zorunda kalmamak için kullanılmıştır. Sonuç olarak, bu belgeler birkaç ülke arasında nakledilip ve tüm dünyaya yayılmıştır. Müslüman dünyadan Yahudi tüccarlar sakk kavramını ve terimini Avrupa'ya aktarmıştır. Sukuk belgelere dayalı yapılan ticaretlerin ve taşımacılığın sonucu, İngiliz geçmişi olan günümüz “Cheque” belgelerinin ortaya çıkışına bir ilham kaynağı olmuştur. Dolayısıyla modern İngilizce “Cheque” kelimesinin Arapça sakk kelimesinden türetildiği iddia edilmektedir (Safari vd., 2014, 41–43).

Ancak modern sukukun kavramlaştırılması ve gelişmesi, aşağıdaki dört aşamada incelenmesi mümkündür:

I. Başlangıç aşaması (1977-1999): birinci aşama (1977–1999), İslam Dünyasında modern sukukun teorik temelini atılması olarak tanımlanmaktadır. Sukuk ilk kullanımı 1977'de Ürdün'de kamu varlıklarının restore edilmesi için gerçekleşmiştir. 1983 yılında Malezya, ikincil piyasada işlem görülmeyen Karz-ı Hasen'e dayalı “Devlet Yatırım Sertifikaları” çıkarmıştır. Malezya girişiminin ardından, Fatih Sultan Mehmet Köprüsünün inşasını finanse etmek için 1984 yılında Türkiye tarafından 200 milyar ABD Doları değerinde Müşâreke sukuk ihraç edilmiştir (Al-Ali, 2019, 40–41). Ancak SHELL (yabancı sermayeli bir petrol şirketi) tarafından 1990 yılında Malezya'da 125 milyon Malezya Ringiti (yaklaşık 33 milyon ABD Doları) değerinde ilk kurumsal sukuk çıkarılmıştır (Çobanoğlu, 2020, 34).

II. Sukuk piyasasının büyümesi (2000–2007): Sukuk piyasasının büyüme aşaması, kurumsal sukuk ihracından on yıl sonra, 2000 yılında başladı. 2000 yılında Sudan hükümeti, sukuk piyasasının gelişiminde dönüştürücü bir aşamayı oluşturan 'Devlet Müşâreke Sertifikaları' yayınladı. Daha sonra, Haziran 2001'de, Bahreyn Para Ajansı (BMA) kısa vadeli devlet borcu olarak 25 milyon ABD doları değerinde selem sukuku ihraç etti. Bunu, dünyanın ilk merkez bankası tarafından ihraç edilen BMA tarafından Ağustos 2001'de 100 milyon ABD doları tutarında icâre sukuk ihracı izledi. Aynı yılın Aralık ayında, Malezya'da Kumpulan Guthrie Berhad şirketi tarafından 150 milyon ABD doları tutarında ilk küresel derecelendirmeli kurumsal icâre sukuk ihraç edildi. Bu dönem, aynı zamanda, 2002'de Malezya hükümeti tarafından sunulan 600 milyon ABD Doları tutarındaki ilk küresel devlet sukuku ihracına da tanık olmuştur. Ayrıca, yalnızca devletler ve şirketler tarafından değil, aynı zamanda uluslararası kuruluşlar tarafından da sirküler ihraçları gerçekleşmiştir. Örneğin, İslam Kalkınma Bankası (IsDB) ilk uluslararası sukukunu 2003'te ihraç etmiştir. Diğer bir örnekte, 2005'te Malezya'da Dünya Bankası tarafından 760 milyon RM tutarında sukuk ihraç edilmiştir. 2001–2007 dönemi için sukuk büyümesini ve gelişimini değerlendiren bir araştırmaya göre, sukuk'un dünya çapındaki toplam değeri Ekim 2007 itibarıyla 39 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (Al-Ali, 2019, 42–44).

III. Sukuk piyasasında düşüş (2008–2009): sukuk piyasasının ilk genişlemesinden sonra, sukuk arzlarının oranı dünya çapında beklenmedik bir düşüşe maruz kaldı. Kuwait

Finance House Research tarafından yapılan bir araştırmaya göre, 2008 yılında Katar ve Endonezya hariç tüm ülkelerde sukukun değeri düşmüştür. Bu dönemde sukuk piyasasının gerilemesinin başlıca üç nedeni vardı. Birincisi, 2008 ve 2009 boyunca kredi sıkışıklığının dünya çapında yayılması, sukuk piyasasını etkilemiştir. İstikrarsız piyasa koşullarını yansıtan birçok yeni ihraçlar ertelenmiş veya biraz daha yüksek fiyatlandırılmıştır. İkinci olarak, bu dönemde yatırımcıların sukuk talebindeki düşüşün sebebi, piyasada bulunan sorunlu sukuk ve sağlam olduğu düşünülen sukukun temerrüde düşmesidir. Üçüncüsü, 2007 sonlarında Al-Osmani'nin sukuk yapılarına yönelik eleştirisi, akademik alanında fıkhi tartışmaları açmış dolayısıyla sukuk piyasasında faaliyet gösteren ihraççıların ve yatırımcıların menfaatleri bu tartışmalardan olumsuz yönde etkilenmiştir (Kuwait Finance House Research, 2010, 13–16).

IV. Sukuk yeniden gündemde (2010'dan sonra): 2010 yılı, küresel sukuk piyasasının birkaç ciddi sorunla karşılaştıktan sonra toparlanma belirtileri gösterdiği bir iyimserlik yılı olarak tanımlanabilir. İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB) tarafından hazırlanan 2014 İstikrar Raporuna göre, sukuk piyasası 2005 ile 2012 arasında yıllık ortalama %41,6 oranında büyümüştür (Al-Ali, 2019, 46–47).

2.6. Sukuk Türleri

Esas itibarıyla sukuk, endekslendiği esasa ve şer'i finansman modellerine göre ayrılmaktadır. Sukukun endekslendiği esas, proje, varlık ve şirket bilançosu olarak değerlendirilir. Şer'i finansman modellerine göre sukuk, müşâreke sukuk modeli, mudaraba sukuk modeli, murabaha sukuk modeli, icâre sukuk modeli, selem sukuk modeli, istisna sukuk modeli, hibrid sukuk modeli ve yeşil sukuk modeli olarak çeşitlendirilmektedir.

2.6.1. Endekslendiği Esasa Göre Sukuk Türleri

2.6.1.1. Proje Endeksli Sukuk

Belirli bir projenin finansmanı için ihraç edilen sukuku proje endeksli sukuk denir. Örnek olarak 2003 yılında Katar Hükümeti tarafından uluslararası yatırımcılara açık ilk proje sukuku "Hamad Medical City'nin gelişiminin finansmanı için 700 milyon dolar değerinde ihraç edilen sukuktur. İhraç edilen sukuk 7 yıl vadeli olup İcare sözleşmesi esasına gerçekleşmiştir. Katar'da buluna SPV şirketi "Hamad Medical City'nin

mülkiyetini hükümetten devralıp, tekrar hükümete kiralamıştır. Bu kira sözleşmesine göre sukuk sertifikaları ihraç etmiştir. Sukuk anlaşmasında 2 yıllık periyodik ödemeler ile ilk 2 yıl sadece kira geliri oluşurken sonraki 5 yıl hem kira geliri hem de anaparanın onda biri iade edilmek üzere yazılmıştır. Standard & Poor's endeksi bu ihracı A+ düzeyinde derecelendirmiştir (Sümer, 2020, 31).

2.6.1.2. Varlık Endeksli Sukuk

Varlık endeksli sukuk türünde şirketlerin mülkiyetinde olan varlıkların elde edecek kazançların satılması söz konusudur. Örneğin, tarımsal bir arazi devlet tarafından özel amaçlı bir şirkete (SPV) devredilir. SPV de sukuk ihraç ederek mülkiyetinde olan arazinin kazanç hakkını yatırımcılara belirli bir süre için satılabilir. Malezya Hükümeti tarafından 2002 yılında 600 milyon Dolar tutarında ihraç edilen icâre sukuku buna örnek olarak değinilebilir. Bu sukuk sözleşmesine dayalı Malezya Hükümeti sahip olan arsaların kullanım hakkını Özel Amaçlı Şirkete (SPV) devretmiş, daha sonra SPV ise sukuk ihraç ederek söz konusu kullanım hakkını yatırımcılara 5 yıllık sürede tekrar satmıştır (Aslan, 2012, 63).

2.6.1.3. Bilanço Endeksli Sukuk

Kaynak kuruluşun bilançosundaki varlıkların esasına göre ihraç edilen sukuku bilanço endeksli sukuk denir. Bu sukukun geliri ihraç eden kuruluşun gelirinden sağlanır. Örneğin; İslam Kalkınma Bankası (IsDB) tarafından 2003 yılında 400 milyon dolar değerinde bilanço endeksli sukuk türünden ihraç edilmiştir (Sümer, 2020, 32).

2.6.2. Şer'i Finansman Modellerine Göre Sukuk Türleri

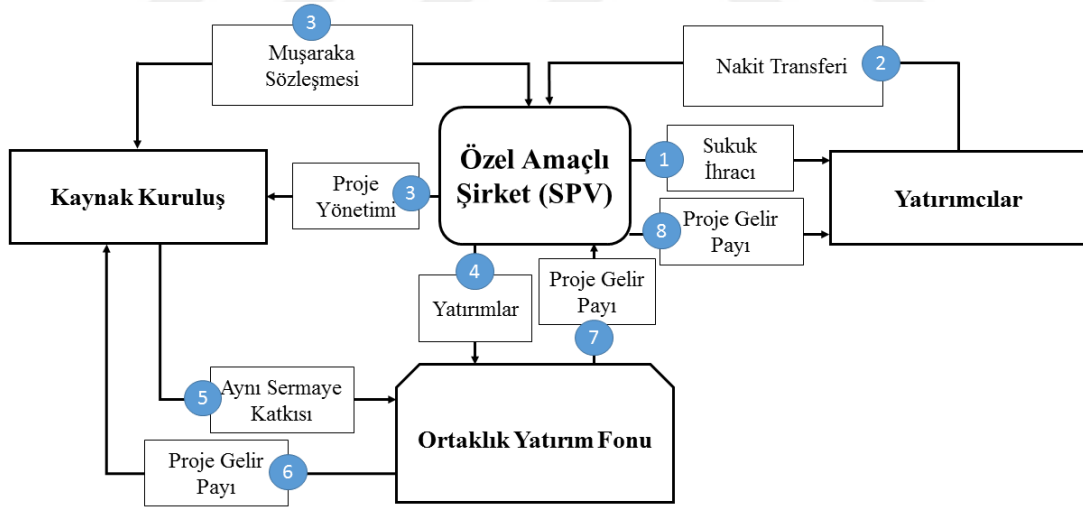
2.6.2.1. Müşâreke Sukuk Modeli

Müşâreke, Arapça kökenli bir kelime olup şirket, paylaşma veya mallarını birleşme anlamına gelmektedir (Saripudin vd., 2012, 4). Terim anlamında müşâreke, iki veya daha fazla tarafın ortak bir ticari işletme kurması ve söz konusu işletmede sermaye ve emeklerini ortaya koyarak yönetimine katkıda bulunması olarak tanımlanmaktadır. Müşâreke sözleşmesi, yeni bir şirket kurulmasını gerektirebilir. Bu sözleşme esasında yatırımcıların şirket yönetimine katılma hakkı vardır. Müşâreke sözleşmesinde, hem kar dağıtım oranı hem de ortaklık süresi önceden belirlenmektedir. Müşâreke'de, zararın bir

tarafın ihmalinden kaynaklandığı kanıtlanmadıkça, söz konusu zarar sermaye payına göre dağıtılır. Bu nedenle müşâreke’den elde edilen tüm kar ve zarar, önceden anlaşılan katılım oranı esas alınarak taraflarca paylaşılmaktadır. Sonuç olarak müşâreke, özel veya kamu şirket ve projelerinin finansmanına uygun görülmektedir. Sukuk sertifikası ise, müşâreke finansman anlayışına dayalı olarak ihraç edilebilir (Safari vd., 2014, 59–60).

Müşâreke sukuk, müşâreke sözleşmesi kapsamında bir proje veya faaliyet üzerinde hem ihraççının hem de yatırımcıların projenin sermayesine katkıda bulunacağı bir mülkiyet belgesi olarak tanımlanabilmektedir (Saripudin vd., 2012, 4).

Müşâreke sukuk menkul kıymetler olarak devredilebildikleri gibi ikincil piyasada da el değiştirilebilmektedir. Ortak yatırım fonunun işletmesi, kaynak kuruluş veya onun belirlediği üçüncü bir tarafın eliyle “vekâleten” sürdürülebilmektedir. Genel olarak, müşâreke sukuk ihraç belgeleri ve sözleşmesi kapsamında ÖAŞ’nin kontrol ve yönetim hakları kaynak kuruluşa verilir. Ortak yatırım fonundan elde edilen kâr, yatırımcılar ve girişimciler arasında anlaşılan paylaşım oranında paylaşılır, ÖAŞ ise ortaklık sözleşmesi çerçevesinde sabit ücret karşılığında süreci gerçekleştirmektedir (Aktaş, 2016, 482–484). Müşâreke sukukun yapısı şekil 15’te gösterilmiştir.



Şekil 7: Müşâreke Sukukun Yapısı

Kaynak: (Lahtasna vd., 2018, 72)

Müşâreke sukukun ihraç süreci ve yapılandırılması yukarıdaki şekilden hareketle şu şekilde anlatılmaktadır (Aktaş, 2016, 482–484):

1. Özel Amaçlı şirket, belli projelerin finansmanı için sukuk ihraç eder.
2. Yatırımcılar sukuk sertifikalara yatırım yaparak fon transferi gerçekleşir.

3. Ortaklık yatırım fonunun kurulması için kaynak kuruluş ve ÖAŞ arasında müşâreke sözleşmesi imzalanır.
4. ÖAŞ, sukuk yoluyla toplanan fonları ortaklık yatırım fonuna aktarır.
5. Kaynak kuruluş, nakdi katkıda bulunabileceği yanı sıra mülkiyetinde olan ayni sermayesini ortaklık yatırım fonuna katılım payı olarak aktarmaktadır.
6. Yatırım projeleri gerçekleştirmek üzere yine müşâreke sözleşmesi kapsamında kaynak kuruluş veya onun belirlediği taraf ortaklık yatırım fonu ve yatırım projelerinin yönetimini üstlenir.
7. Yatırımlardan elde edilen olası kar dönemsel olarak katılım payı oranında kaynak kuruluşa ve ÖAŞ üzerinden sukuk sahiplerine paylaştırılır. ÖAŞ ise sukuk sahiplerinin haklarını korumak için inanılan fonksiyonunda bulunmaktadır.
8. En son aşamada ise müşâreke sözleşmesinde belirtilen projenin tamamlanması ile elde edilen gelir, taraflar arasında ortaklık sözleşmesindeki belirtilen oranında paylaşılır.
9. Kaynak kuruluş, geri dönülmez bir taahhüt olarak, ÖAŞ ortaklık hisselerini 6'şar aylık dönemlerde ön görülen bir fiyat üzerinden satın almayı taahhüt edebilir. Bu durumda, müşâreke süresi sonunda ÖAŞ'nin ortaklıkta sermaye payı kalmamaktadır.

2.6.2.2. Mudârebe Sukuk Modeli

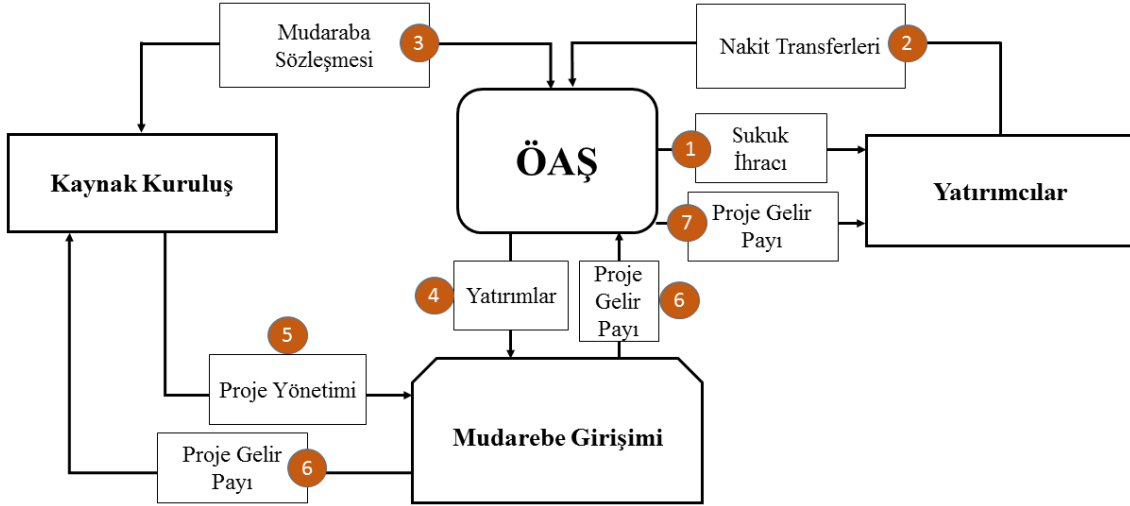
Mudârebe, bir tarafın (rabbu'l-mal) sermaye sağladığı ve diğer tarafın (mudârib) hizmet sağladığı, çoğunlukla da işletmenin yönetimini sağladığı, sözleşmeyle kurulan, kar paylaşımlı bir ortak girişimdir. Mudârebe akdinde birden fazla rabbu'l-mal ve birden fazla mudârib olabilmektedir. Genellikle mudârib nakit veya başka ayni sermaye sağlamaz (klasik formülasyonlara göre sağlayamaz). Mudârebe konusu özel olarak sınırlı olabileceği gibi sınırsız da olabilmektedir. Mudârebe anlaşmasında aksi belirtilmediği sürece, mudâribin yetkileri geleneksel iş uygulamalarına göre yönlendirilir (McMillen, 2008, 760–761).

Sözleşmenin vadesi geldiğinde veya önceden belirlenen bir zamanda, girişimden elde edilen kar, sözleşme tarafları arasında önceden müzakere edilen bir orana göre paylaşılır. Zarar durumunda, taraflardan her biri sözleşmeye yaptığı katkının kaybını üstlenir. Yani finansör konumunda olan rabbu'l mal ortaklıkta koyduğu sermayesini kaybeder, girişimci ise zaman ve emek kaybına maruz kalır. Girişimcinin ihmali veya suiistimali durumunda, meydana gelen tüm zararları karşılamakla yalnızca kendisi sorumludur. Mudârebe

sözleşmesinde rabbu'l malın yönetim rolüne sahip olmasına izin verilmemektedir. Böylece mudârib, rabbu'l malın hem vekili hem de temsilcisi haline gelir. Bir vekil olarak mudârib, sermayeyi maksimum kârı sağlayacak şekilde kullanması ve yönetmesi gerekmektedir (Safari vd., 2014, 58).

Mudârebe sukuk, mudârebe girişimi sermayesinde eşit değerdeki birimlerin mülkiyetini temsil eden yatırım sertifikalarıdır. Bu sukukların getirisi girişim sermayesinde pay oranına göre değişmektedir. Sukuk sahibi, fonu sağlayıcı olarak rabbu'l mal, kaynak kuruluş ise proje yönetici olarak mudârib konumundadır. Mudârebe sukukun amacı geniş bir yatırım havuzu oluşturmak ve fon fazlası olanların yatırım projelerine dâhil olmasını sağlamaktır. Aslında mudârebe sukuk ortak mülkiyeti temsil eder ve sahiplerine belirli projelerde pay hakkı verir. Sukuk'un Şer'i uyumlu statüsünü sağlamak için şariat kurallarına ve mudârebe düzenlemelerine uyulmalıdır. Bunlar kar dağıtım oranını ve diğer ilgili koşulları içerir. Mudârebe sukuk mudâribden herhangi bir garanti içermemelidir.

Sukuk sahiplerinin kar oranı yüzdelik esasına göre ayarlanmalıdır. Dolayısıyla sabit bir kâr payı verilmesine izin verilmemektedir. Zarar halinde sermayeyi sağlayan sukuk sahipleri tarafından karşılanmaktadır. Sukuk sahiplerinin çıkarları için yatırımı korumak amacıyla finansal kuruluşların uyguladığı şekilde beklenmedik durumlar için rezerve fonu oluşturulmasına izin verilmektedir. Proje yöneticisi (mudârib) girişim sermayeyi garanti edemez, ancak üçüncü taraf devreye girerek yatırımcıların sermayesini korumak için teminat sağlayabilmektedir. Sukuk sahipleri, vade tarihinde veya sözleşme süresinin bitiminde, kendi takdirlerine bağlı olarak sertifikalarını itfa etme, elden çıkarma veya menkul kıymetler piyasasında alım satım yapma hakkına sahiptir (Laahasna vd., 2018, 68–69). Şekil 16, mudârebe sukukun yapısını göstermektedir.



Şekil 8: Mudârebe Sukukun Yapısı

Kaynak: (Sümer, 2020, 44)

Şekil 16'dan hareketle mudârebe sukukun işleyişi şu şekilde anlatılmaktadır (Sümer, 2020, 44–45):

1. ÖAŞ gerekli olan sermayeyi sağlayabilmek amacıyla sukuk ihraç eder.
2. Yatırımcılar, sukuk sertifikalarını satın alarak gereken fonu ÖAŞ'ye aktarır.
3. ÖAŞ, kaynak kuruluşla belli bir projede emek-sermaye ortaklığı kurabilmek için mudârebe sözleşmesini imzalar.
4. ÖAŞ, sukuk ihracından elde edilen fonları ve kaynak kuruluş da emeğini mudârebe sözleşmesi kapsamında ortaya koyarak mudârebe girişimini oluşturur.
5. ÖAŞ, rabbu'l mal ve kaynak kuruluş ise mudârib konumundadır. Dolayısıyla proje yönetimi kaynak kuruluş tarafından yürütülür.
6. Girişim sürecinden elde edilen kar, mudârebe anlaşmasında belirtilen oranlarda kaynak kuruluş ve özel amaçlı şirkete yansıtılır. Zarar durumunda ise hepsi asıl sermaye sahibine yani yatırımcıya yansıtılır.
7. ÖAŞ, dönemsel olarak kar payları yatırımcılara dağıtır. Kendisi ise yatırımcıların vekili olarak sabit bir ücret almaktadır.
8. Sözleşme sonunda girişim fonu tasfiye edilir. Tasfiyeden kalan bakiye, payları oranında tasfiye payı olarak yatırımcılara dağıtılır.

2.6.2.3. İcare Sukuk Modeli

Bir şeyi kiralamak anlamına gelen icâre, kiraya veren (mal sahibi) ve kiracı (varlığın kullanıcısı) arasındaki bir kira sözleşmesinden doğan tazminattır. İslami bankacılık

sektöründe, ticari finansmana (murabaha) göre daha yüksek getiri vaat etmesi ve aynı zamanda daha uzun finansman ufkuna sahip olması nedeniyle, ticari yatırımlar için önemli bir özelliği olan kiralama finansmanına (icâre) yönelik bir eğilim bulunmaktadır. İcâre sözleşmesinin şeriata göre caiz olabilmesi için birkaç koşullarının riayet edilmesi gerekir. Finansal veya alım satım işlemlerde işlem görülen malın mülk edilmiş olması ön koşuldur. Dolayısıyla kiraya verenin sözleşme kapsamında kiralanacak varlığın gerçek sahibi ve zilyetliği olması temel şarttır. Sonuç olarak kiralayan, varlıkla ilgili tüm riskleri ve belirsizlikleri tek başına üstlenmeli ve varlığın tüm hasar, onarım, sigorta ve yıpranma payı gibi giderlerini karşılamakla mükelleftir. Bu bağlamda, Kiraya verilen varlık kiracı tarafından ele geçirilmesine kadar kira ödemesine izin verilmediği ve kiracının yalnızca varlığın kullanılabilir durumda olduğu sürece kira bedelini ödemesi gerektiği vurgulanmaktadır. Kiracının kontrolü dışındaki imalat masrafları kiralayanın üstündedir. Ancak kiralanan varlığın uygun şekilde muhafaza edilmesinden ve bakımından kiracı sorumludur (Safari vd., 2014, 64).

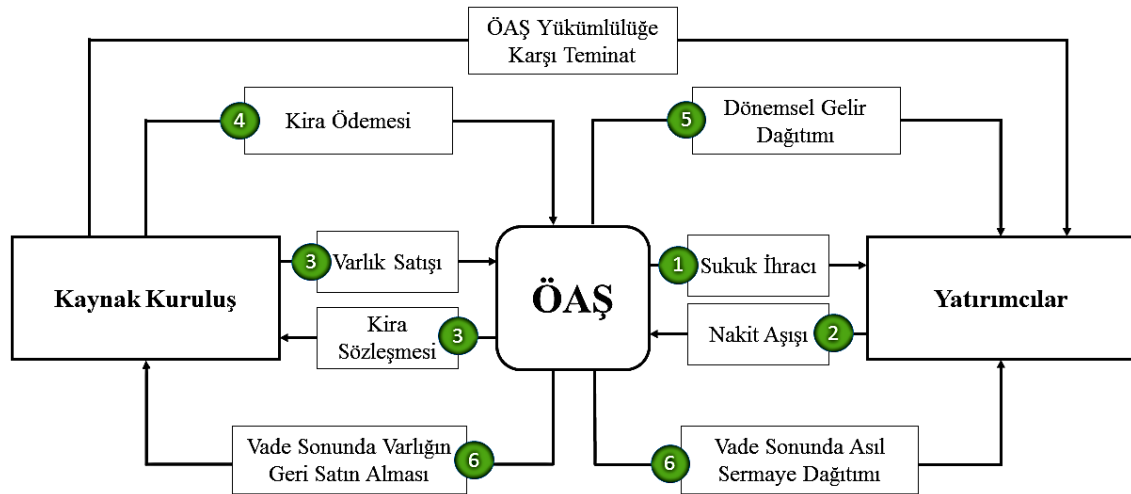
İcâre sözleşmesinde kiralanan varlıkların ve kira tutarının sözleşme anında taraflarca açıkça bilinmesi gerekir. Sözleşmede tam olarak belirtilmesi koşuluyla, henüz inşa edilmemiş bir varlık veya bina için sözleşme yapılabilir; ancak kiralanan varlığın normal olarak kiracıya teslim edilmesi belirlenen süre içinde kiralayan tarafından edinebilmesi, inşa edilebilmesi veya satın alınabilmesi gerekmektedir. Kiralayan, kiracının varlıktan faydalanmasını engellemek kaydıyla, kiralanan varlığı satabilir. Varlığın mülkiyeti el değişmesiyle birlikte kira bedeli yeni malikin hakkı olmaktadır. Kira sözleşmesinde kiralamanın ilk dönemi ve gelecekte yenilenebilir koşulları netleştirilmesi gerekmektedir. Kira bedeli kıyaslama yoluyla veya etkileyen herhangi bir değişkenle ilişkilendirilerek sabit tutulabilir, artabilir veya azalabilmektedir. Şer'i kurallara göre varlıkların temel özelliklerine ilişkin giderler, malikin sorumluluğunda olup, işletilmesine ilişkin bakım giderleri kiracıya aittir (Lahsasna vd., 2018, 103).

İcare sukuk varlığa dayalı, sabit gelirli, alınıp satılabilir ve Şeriata uygun güven sertifikalarıdır. AAOIFI Şeriat Standartlarına (2010) göre icâre sukuk, kiralanan bir gayrimenkulde eşit pay sahibi olmayı veya gayrimenkulün intifa hakkını temsil ederler. Bu sertifikalar sahiplerine, kiracının hakkını etkilemeyecek şekilde, mülkiyet sahibi olma, kira bedelini alma ikincil piyasada alım satım yapma ve sukuku elden çıkarma hakkı

vermektedir. Sukuk sahipleri, gayrimenkulde meydana gelebilecek her türlü bakım ve hasar masraflarını üstlenirler (Lahsasna vd., 2018, 101).

Hussin Mohd Yahya Mohd, et. al. (2012) göre icâre sukuk, İslam âlimleri arasında en çok kabul edilen ve proje finansmanında en çok uygulanan sukuktur (Nabi vd., 2016, 134). İcare sukuk özel veya kamu sektörü olmak üzere merkezi hükümet, vakıflar veya diğer varlık kullanıcıları tarafından ihraç edilebilir. Bununla birlikte bu sukukun ihracı, finansal araçlar veya doğrudan kiralanan varlığın kullanıcıları tarafından da gerçekleştirilebilmektedir (Lahsasna vd., 2018, 103).

Bu sukuk sertifikaları aynı varlıklarda sahipliği temsil ettiği için ikincil piyasada işlem görülebilmektedir. ÖAŞ'nin icâre sukukundaki rolü, sukuk ihracından kaynaklanan nakit akışının yönetilmesi, özellikle de kaynak kuruluştan periyodik kira ve taksitlerin alınması ve bunların sukuk sahiplerine dağıtılmasıdır. Sukukun vadesi sona ermesi ile birlikte ÖAŞ'nin rolü de bitmektedir. İcare sukuk genellikle beş yıldan daha uzun süreler için ihraç edilir ve uzun vadeli borç sertifikaları olarak değerlendirilebilir. Bu durum, ÖAŞ'nin temerrüt riskini gündeme getirebilmektedir. Dolayısıyla yatırımcılar genellikle sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüklerini ihraç eden kuruluştan doğrudan bir garanti alırlar. Bu garanti ise icâre sözleşmesinin sonunda kiralanan varlığın orijinal satış fiyatından ÖAŞ'den geri satın alınması için kaynak kuruluşu yükümlü kılmaktadır (Safari vd., 2014, 65). İcare sukukun yapısı aşağıdaki gibi şekillenmiştir.



Şekil 9: İcare Sukukun Yapısı ve İşleyişi

Kaynak: (Lahsasna vd., 2018, 104)

İcare sukukun yapılandırılmasında aşağıdaki adımlar izlenmektedir (Safari vd., 2014, 66):

1. Özel amaçlı şirket, finansman sağlamak için sukuk ihracı gerçekleştirir.

2. Yatırımcılar, sukuk sertifikalara yatırım yaparak ÖAŞ'ye fon akışını sağlar.
3. Kaynak kuruluş, ofis kulesi gibi mülkiyetinde olan belirli varlıkları üzerinde anlaşmaya varılan önceden belirlenmiş bir satın alma fiyatı üzerinden ÖAŞ'ye satar. Aynı zamanda iki taraf arasında belli bir fiyat ve süre üzerinde kira sözleşmesi de imzalanır.
4. ÖAŞ, söz konusu varlıkları birincil sahibine yani kaynak kuruluşu kiralar ve periyodik kira gelirleri elde eder.
5. Toplanan sukuk getirisi (kira bedeli) dönemsel olarak sukuk sahiplerine dağıtılır.
6. Vade sonunda veya tasfiye durumunda ÖAŞ, varlıkları ana sahibine yani kaynak kuruluşu geri satar.

2.6.2.4. Murabaha Sukuk Modeli

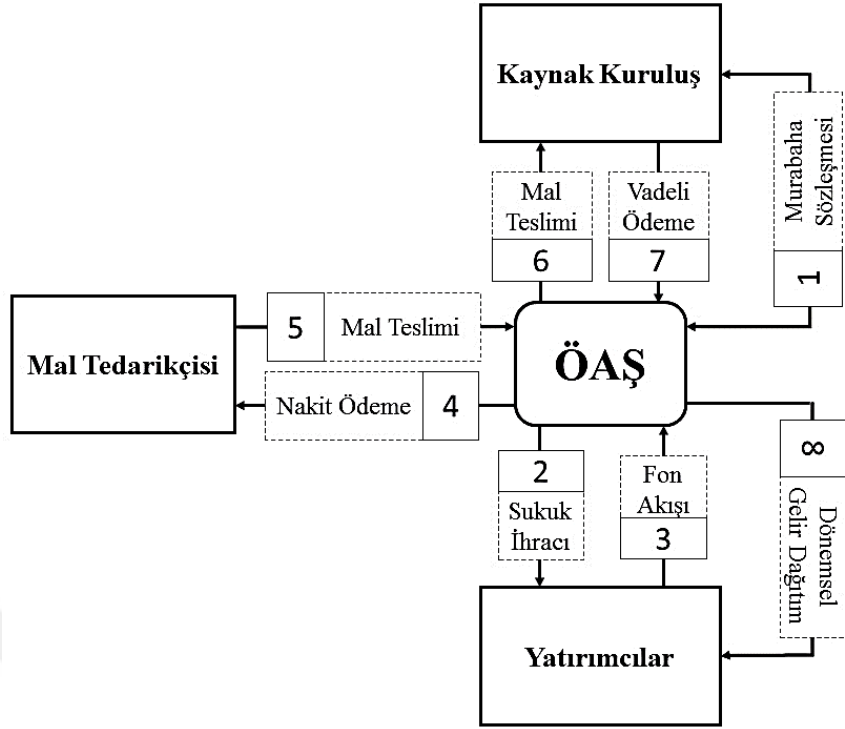
Murabaha, Arapçada kazandırma ve kar hakkı tanıma anlamına gelip köken itibariyle “ribh” kelimesinden türetilmiştir. Finansal bir terim olarak murabaha belirli bir mal veya hizmeti peşin alınması ve üzerine belli bir oran veya tutarda kar eklenerek vadeli satışı ifade etmektedir (Çebi - Ünkaya, 2018, 11). Basit bir deyişle murabaha, bir malın maliyeti üzerine sabit bir kar eklenerek satılmasıdır (Ayub, 2007, 215). Söz edilen kâr, maliyetin üzerinden belli bir miktar veya yüzdelik şeklinde olabilir. Örneğin, satıcının “bu mal bana 100 liraya mal oldu, 10 lira kâr ekleyerek sana 110 liraya satıyorum” veya “bu mal bana 100 liraya mal oldu, yüzde 10 kâr ekleyerek sana 110 liraya satıyorum” dediği takdirde yaptığı muamele bir murabaha satışdır (Sümer, 2020, 7).

Murabaha sözleşmesi, bir malın bir tarafça, özellikle İslami bir banka tarafından satın alınması veya ithal edilmesi ve daha sonra başka bir tarafa satılması sürecini yönetir. İslami bankanın getirisi, malların maliyeti üzerine önceden anlaşılan bir kar marjından elde edilir. Murabaha sistemi, varlıkların mülkiyetinin anında alıcıya devredildiği konvansiyonel sistemin aksine, murabaha varlığının mülkiyeti tüm taksitler ödenene kadar İslami bankada kalır. Bu nedenle, modern finans açısından bakıldığında murabaha, varlığa dayalı riskli bir krediye eşdeğer olup faize dayalı konvansiyonel finansmanın popüler bir alternatifidir (Safari vd., 2014, 64). Murabaha işlemi, İslami bankaların hepsi tarafından bir finansman modeli olarak kullanılmakta ve birçok bankanın finansman işlemleri çoğunlukla murabaha yöntemiyle yapılmaktadır (Usmani, 1998, 65).

Murabaha sözleşmesinin yapılabilmesi için aşağıdaki şartların yerine getirilmesi gerekmektedir (Safari vd., 2014, 62–63):

- Muameleye konu olan mal belli olması ve satış anında mevcut olması gerekmektedir.
- Satış esnasında malların mülkiyeti İslami bankada olması gerekmektedir.
- Malın maliyeti ve eklenen kar oranı satış anında bilinmeli ve alıcıya beyan edilmelidir. İslami banka satıcıdan indirim alarak fiyatı düşürmeyi başarırse bu indirimin müşteriyile paylaşılması gerekir.
- Teslimat planı ve ödeme taksitleri sözleşmede belirtilmeli ve sözleşme süresi boyunca değiştirilmemelidir.
- Murabaha özleşmesi maddi olan bir malın satışına dayanmalı, para satışına dayanmamalıdır.

AAOIFI 17. standardına göre murabaha sukuk, sertifika sahiplerinin murabaha emtiasının sahibi olması kaydıyla murabaha yoluyla mal alımını finanse etmek için eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır (AAOIFI, 2015, 470). Sukuk ihraççısı murabaha malının satıcısı, yatırımcılar o malın alıcısı, gerçekleşen fonlar ise malın satın alma maliyetidir. Sertifika sahipleri, murabaha malının sahibidir ve emtianın yeniden satışında nihai satış bedelini almaya hak kazanırlar. Murabaha esaslı sukuk sertifikasına sahip olmak yasal olarak yalnızca birincil piyasada mümkündür. Çünkü murabaha sözleşmesi kapsamında emtianın ikinci satımında vadeli satışı söz konusu olduğu için sukuk sertifikaları bir borcu temsil eder. Dolayısıyla devredilebilirliği veya ikincil piyasada işlem görülebilirliği şeriata göre yasaklanmıştır. Murabaha sukuk, borçlanma aracı olmasına rağmen, mudaraba, müşâreke veya icâre sukuk gibi kıymetli evraklardan oluşan bir portföyün daha küçük bir kısmı ise ikincil piyasada alım satım yapılabilir (Lahtasna vd., 2018, 81). Murabaha sukukun yapısı aşağıdaki şekilde getirilmiştir.



Şekil 10: Murabaha Sukukun Yapısı ve İşleyişi

Kaynak: (Dubai International Financial Centre (DIFC), 2008, 47)

Yukarıdaki şekil ve numaralandırmaya göre murabaha sukukun işleyişi şu şekilde özetlenmektedir (Dubai International Financial Centre (DIFC), 2008, 47–48):

1. Kaynak kuruluş (mal alıcısı olarak), ÖAŞ ile murabaha anlaşması (vadeli satış şeklinde) imzalar.
2. ÖAŞ, murabaha sözleşmesi çerçevesinde dayandığı varlıklar üzerinde sukuk ihraç eder. Bu sukuk aynı zamanda taksitli ödemeler üzerinde de hak tanımaktadır.
3. Yatırımcılar murabaha sukuk satın alıp varlıklar üzerinde bölünmemiş sahiplik hakkı kazanır. Bu şekilde kaynak kuruluşun ihtiyaç duyan fonu sağlanmış olur.
4. ÖAŞ malları, sağlayıcısından anlaşılan bir fiyat üzerinden peşin olarak satın alır.
5. Mal Sağlayıcısı, bedelini almış olduğu malları peşin olarak ÖAŞ'ye teslim eder.
6. ÖAŞ, murabaha anlaşmasına dayanarak teslim almış olduğu malları anlaşılan bir fiyat üzerinden (maliyet + kâr oranı) kaynak kuruluşu vadeli olarak satar.
7. Kaynak kuruluş, almış olduğu malların bedelini anlaşılan vadeli fiyat üzerinden dönemsel olarak ÖAŞ'ye öder.
8. ÖAŞ ise elde ettiği taksitleri belirli dönemlerde yatırımcılara dağıtır.

2.6.2.5. Selem Sukuk Modeli

Genel olarak bir satışın şeriata göre geçerli olabilmesi için satışa konu olan nesnenin mevcut olması ve satıcının fiziki veya zımni zilyetliğinde bulunması gerekir. Bu genel durumun istisnası selem ve istisna sözleşmeleri çerçevesinde yapılan satışlardır (Dubai International Financial Centre (DIFC), 2008, 34).

Selem, satıcının belirli bir malı alıcıya, tamamının ödenmiş bir peşin bedel karşılığında ileri bir tarihte tedarik etmeyi taahhüt etmesiyle gerçekleşen bir satıştır. Peygamber Efendimiz (s.a.v.) belirli şartlara bağlı olarak seleme izin vermiştir. Bu satışın temel amacı, ürünlerini yetiştirmek için paraya ihtiyaç duyan küçük çiftçilerin ihtiyaçlarını karşılamak ve hasat zamanına kadar ailelerini desteklemektir. Çiftçiler, faizin yasaklanmasından sonra finansman sağlamasında zorluk çekmemesi için tarım ürünlerini peşin satmalarına izin verilmiştir (Usmani, 1998, 128–129).

Selem sözleşmenin şeriata uygun olması için aşağıdaki şartları karşılaması gerekir:

- Sözleşme tarihinde satışa konu olan mal ve ürünler henüz ortaya çıkmamış olması gerekir.
- Sözleşme anında malın niteliği ve miktarı bilinmesi lazım.
- Teslimat programı ve yeri, sözleşme anında belirlenmelidir.
- Alıcı, sözleşme anında mal bedelinin tamamını satıcıya peşin olarak ödemiş olması lazım.

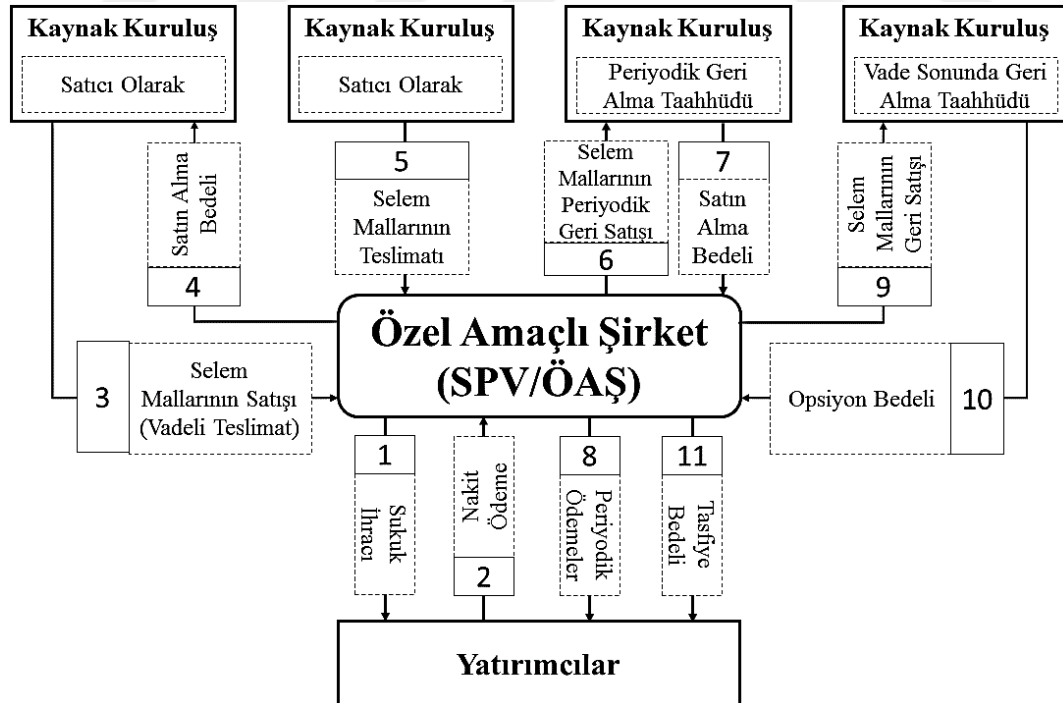
Selem sözleşmesinden hem alıcı hem de satıcı yararlanmaktadır. Satıcı, işletme sermayesi gereksinimlerini finanse edebilirken, alıcı, satın alma fiyatı ile teslimat zamanındaki emtia fiyatı arasındaki (genellikle daha yüksek olan) farktan kar elde edebilir (Safari vd., 2014, 67–68). Ancak her ne kadar selem bazı kurumlar tarafından kısa vadeli likidite için kullanılmış ve kullanılmaya devam edilse de, sukuk ihracına yönelik bir platform olarak geleneksel tahvillere alternatif olarak kullanılması, icara sukuku gibi daha öne çıkan diğer yapılara kıyasla alışılmadık bir durumdur (Dubai International Financial Centre (DIFC), 2008, 34).

AAOIFI'ye göre sukuk selamı, salam esasına göre teslim edilecek ürünlerin sertifika sahiplerinin mülkiyetine geçmesi için salam sermayesinin harekete geçirilmesi amacıyla düzenlenen eşit değerde bir sertifikadır.

AAOIFI standartlara göre selem sukuku, selem sözleşmesine dayalı olarak teslim edilecek malların sertifika sahiplerinin mülkiyetine geçmesini sağlayan ve selem

sermayesinin harekete geçirilmesini amaçlayan eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır (AAOIFI, 2015, 470).

Sertifika ihraç eden taraf selem mallarının satıcısı, yatırımcılar malların alıcısı, sertifika satışından elde edilen fonlar ise malların satın alma bedelidir (selem sermayesi). Selem sertifikası sahipleri, selem mallarının sahipleri olarak herhangi bir selem temelli menkul kıymetin bir ÖAŞ tarafından oluşturulup satılması durumunda, sertifikaların satış fiyatına veya paralel selem yoluyla satılan selem mallarının satış fiyatına hak kazanırlar. Yatırımcılardan harekete geçirilen fonlar, ileri bir tarihte bir emtia teslim etme vaadi karşılığında ÖAŞ'ye avans olarak ödenmektedir. ÖAŞ ayrıca vaat edilen malların teslimat sırasında daha yüksek bir fiyatla satılmasını sağlaması için bir acente atayabilir. Alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki fark, ÖAŞ'nin ve dolayısıyla sukuk sahiplerinin kârıdır. Selem sukuku, selem sözleşmesinin kural ve esaslarına tabidir; dolayısıyla selem sözleşmesi için geçerli olan her şey selem sukuku için de geçerlidir. Selem sukuku şeriat gereklerinden biri de, gelecekte teslim edilecek emtianın niteliği nedeniyle sertifikaların ikincil piyasada işlem görememesidir. Bu nedenle malın fiziki veya yapıcı olarak zilyetliğinden önce satılması caiz değildir (Lahsasna vd., 2018, 73–74). Şekil 19’da selem sukukun yapısı ve işleyişi gösterilmektedir.



Şekil 11: Selem Sukukun Yapısı ve İşleyişi

Kaynak: (Dubai International Financial Centre (DIFC), 2008, 35)

Selem sukukun yapısı ve işleyişi yukarıdaki şekilden hareketle şöyle açıklanmaktadır (Dubai International Financial Centre (DIFC), 2008, 35–36):

1. ÖAŞ, kaynak kuruluş tarafından teslim edilmek üzere belirli malları “selem malları” baz alarak bölünmemiş mülkiyet hakkını temsil eden sukuk sertifikaları ihraç eder. Bu sertifikalar aynı zamanda ÖAŞ'ye karşı periyodik dağıtım oranı ve tasfiyeden pay alma hakkını da temsil etmektedir.
2. Yatırımcılar, sukuk sertifikaları satın alır ve bedelini "ana tutarı" ÖAŞ'ye öderler. ÖAŞ ise toplanan gelirler üzerinde bir güven ortamı sağlayarak yatırımcılar adına müteveli heyeti olarak hareket eder.
3. Kaynak kuruluş, ÖAŞ ile selem sözleşmesini imzalar ve buna göre kaynak kuruluş, selem mallarını peşin ödeme ve ileri tarihte teslimat koşullarıyla satmayı kabul eder. Bu teslim tek seferde gerçekleşebileceği gibi birkaç vadede de gerçekleştirilebilmektedir.
4. ÖAŞ, selem mallarının bedelini peşin olarak kaynak kuruluşu öder.
5. Kaynak kuruluş, periyodik dağıtım tutarlarının yatırımcılara ödenmesi gereken her tarihten önce selem mallarının bir kısmını ÖAŞ'ye teslim eder.
6. Kaynak kuruluş (yükümlü olarak), anlaşılan bir fiyatı üzerinden selem mallarının bir kısmını ÖAŞ'den satın alır.
7. Kaynak kuruluş selem mallarının satın alma bedelini ÖAŞ'ye öder. Her ödeme miktarı periyodik olarak yatırımcılara dağıtılan tutarına eşittir. Bu miktar ihraç edilen sukuk türüne ve tarafların önceden karşılıklı anlaşmasına bağlı olarak sabit veya değişken bir oran olabilmektedir (örneğin; LIBOR veya EIBOR'e endeksli).
8. ÖAŞ, selem mallarının satışından elde edilen geliri periyodik dağıtım tutarı olarak yatırımcılara dağıtır.
9. Selem sözleşmesi kapsamında kaynak kuruluş selem mallarının kalan kısmını ÖAŞ'den satın alır.
10. Kaynak kuruluş opsiyon bedelini (yükümlü olarak) öder.
11. ÖAŞ, kaynak kuruluştan aldığı tasfiye bedelini yatırımcılara dağıtır.

2.6.2.6. İstisna Sukuk Modeli

İmal veya inşa edilecek bir projenin hizmete alınmasına ilişkin bir sözleşme olan istisna, imalat ve inşaat sektörlerinde işletme sermayesinin finansmanı için uygun bir yöntemdir. İstisna, bir tarafın endüstriyel malları peşin nakit ödeme ve vadeli teslimat veya vadeli

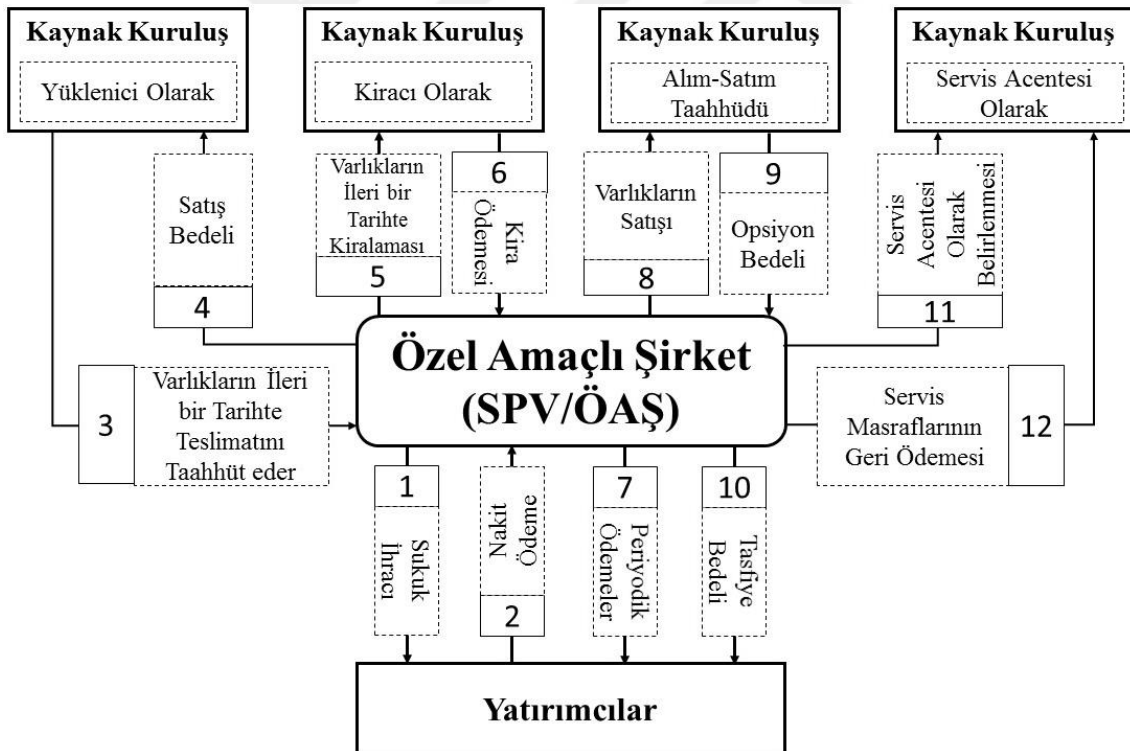
ödeme ve teslimat yoluyla edinmesine olanak tanır. İhraççı açısından maliyet azaltma faydası, işletme sermayesinin tamamının veya bir kısmının dış kaynaklardan elde edilmesidir; dolayısıyla nihai ürün daha düşük maliyetle üretilir. Daha önce de belirtildiği gibi, hâlihazırda satıcının elinde olmayan malların satışı şeriata göre yasak olsa da istisna ve selem bu ilkenin istisnasıdır. İstisna, imalatçı-satıcının, önceden belirlenmiş (tasarlanmış) bir malı, belirli bir miktarda, gelecekte belirli bir tarihte, sabit bir fiyattan üretip teslim etmeyi kabul ettiği bir sözleşmedir. Selem şartlarının aksine, istisnada toplu peşin ödeme zorunluluğu yoktur; ancak yasak da değildir. Ayrıca üretimin ilerlemesine göre bedelin bir kısmı peşin, geri kalanı teslimatta ödenebilir. Diğer bir ayrım ise teslimat süresinin sözleşme anında bilinmiyor veya belirtilmemiş olabilmesidir. Son olarak, istisna sözleşmesi genellikle bir emtia veya ürünün imalatını gerektiren bir kalemi içerir (Safari vd., 2014, 70).

Günümüzün İslami finans bağlamında istisna, bir projenin inşaat aşamasının İslami finansmanında özellikle yararlı bir araç haline gelmiştir ve genellikle sabit fiyatlı bir 'anahtar teslimi' (*turnkey contract*) sözleşmeye benzer olarak kabul edilir. Varlıkların istisna sözleşmesi kapsamında inşa edildiği dönemde yatırımcıların getiri elde etmesini sağlamak için, bazı ulema istisna düzenlemelerinin yanı sıra, ileriye dönük bir kiralama düzenlemesinin kullanılmasına izin vermiştir. Buna göre, istisna sukuk sıklıkla bir istisna düzenlemesini vadeli bir kiralama düzenlemesiyle birleştirmektedir. Dolayısıyla istisna, yatırımcıların fonları imalatçıya avans olarak kullanabilecekleri yöntem iken, icara bu yatırımcılara en uyumlu ödeme yöntemini sağlar (Dubai International Financial Centre (DIFC), 2008, 40).

Kısacası istisna sukuk, istisna sözleşmesine dayanarak ihracı edilen sukuk türüdür. Genellikle büyük altyapı projelerinin finansmanı için kullanılmaktadır (Sümer, 2020, 42). AAOIFI'ye göre istisna sukuk, eşit değer taşıyan ve sertifika sahiplerinin sahip olduğu ürünlerin üretilmesi için gerekli fonların harekete geçirilmesi amacıyla düzenlenen sertifikalardır (AAOIFI, 2015, 470). İmalatçı bu sertifikaların ihraççısıdır. Aboneler, sukuk konusunun ilgilenen yatırımcıları ve alıcıları olacaktır. Normalde istisna sukuk evler, apartmanlar, üniversiteler, okullar ve ilgili tüm altyapıların inşa edilmesi gibi inşaat aşamasında olan projeleri kapsamaktadır. İstisna sukuk, projenin maliyetini temsil eden abonelikten fon toplayarak projenin finansmanında önemli bir rol oynamaktadır. Abonelik nedeniyle, sertifika sahipleri projenin sahibidir ve sertifikaların satış fiyatından

veya paralel istisnaya dayalı olarak satılan projenin satış fiyatından yararlanma hakkına sahiptir. Paralel istisna (taşeronluk), istisna çerçevesinde izin verilen finansal aracılıklara daha fazla esneklik sağlar. Bu nedenle, finansal kurumun konumu istisna sözleşmesi kapsamında daha uyumlu olabilir. Bu nedenle, bir finans kurumu ertelenmiş bir fiyat karşılığında bir projenin inşaatını üstlenebilir ve fiili inşaat projesini, inşaat işlerini üstlenmesi için bir geliştirici şirkete alt yüklenici olarak verebilmektedir (Lahsasna vd., 2018, 76).

Ancak istisna sertifikaları herhangi bir gerçek varlığa dayanmadığı ve yalnızca borç yükümlülüğünü temsil ettiği için ikincil piyasada işlem görülememektedir. İstisna sukuk yalnızca nominal değerle takas edilebilir veya sertifikanın nominal değerine eşdeğer bir fiyattan mal veya hizmet satın almak için kullanılabilir. Çünkü borç sözleşmesinin finansörden mal veya hizmet sağlayıcısına devredilmesi, projeyi yaptıran borçlunun iznini gerektirmektedir (Safari vd., 2014, 70). Şekil 20’de istisna sukukun yapısı ve işleyişi gösterilmektedir.



Şekil 12: İstisna Sukukun Yapısı ve İşleyişi

Kaynak: (Dubai International Financial Centre (DIFC), 2008, 41)

Yukarıdaki şekil ve numaralandırma kullanılarak istisna sukukun yapısı ve işleyişi şu şekilde açıklanmaktadır (Dubai International Financial Centre (DIFC), 2008, 41–43):

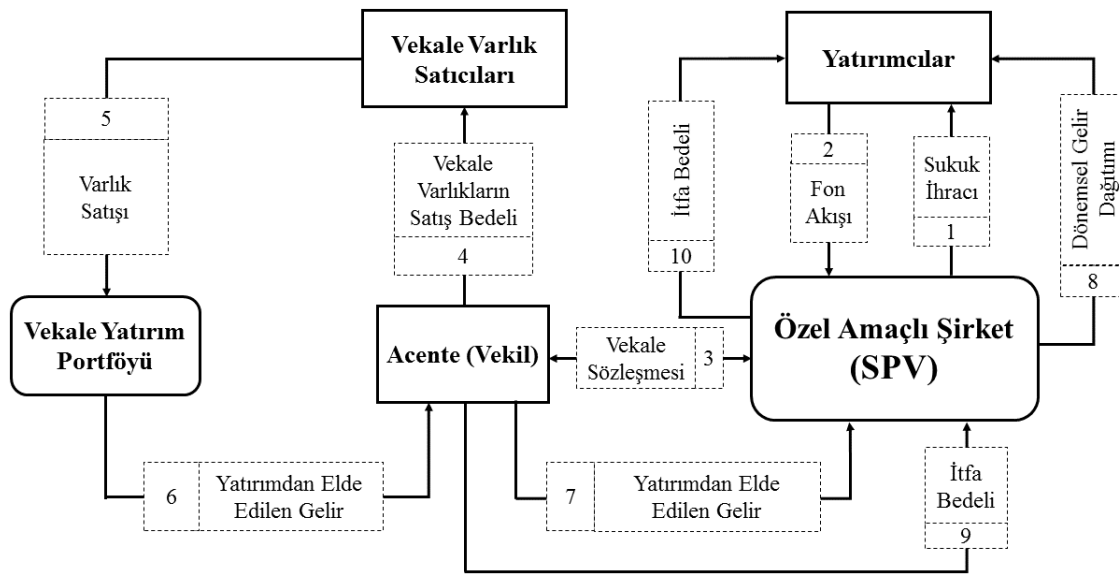
1. ÖAŞ, kaynak kuruluşa (üretici) finansman sağlamak amacıyla sukuk ihraç eder.
2. Yatırımcılar, ihraç edilen sukuk sertifikaları satın alır ve finansman sağlanır.
3. ÖAŞ ve kaynak kuruluş arasında ileri tarihte imal veya inşa edilecek varlığın kaynak kuruluş tarafından teslim edilmesi ve varlığın bedeli ÖAŞ tarafından kabullenmesi ve bedeli peşin ödenmesi şeklinde bir alım-satım sözleşmesi imzalanır.
4. ÖAŞ, yatırımcılardan elde ettiği fonu kaynak kuruluşa aktarır.
5. ÖAŞ, varlıkları ileri kiralama anlaşması kapsamında kaynak kuruluşa kiralamayı taahhüt eder.
6. Kaynak kuruluş (kiracı olarak) varlıkların tesliminden önce ilk kira ödemesini gerçekleştirir daha sonra varlıkların teslimi ile birlikte periyodik kira ödemesine devam eder. Bu kira miktarı, ÖAŞ'nin yatırımcılara dağıtacağı periyodik gelir dağıtım tutarına eşittir. Bu bedel, istisna sözleşmesi kapsamında, sabit ve değişken (Ör: LIBOR'a endeksli olarak) ödemeli olarak gerçekleştirilebilir.
7. ÖAŞ, kaynak kuruluştan elde edilen kira getirileri sukuk yatırımcılarına periyodik olarak dağıtır.
8. ÖAŞ, kaynak kuruluşa opsiyon bedeli üzerinden varlıkların satışını gerçekleştirir. İstisna sözleşmesine göre varlıkların teslimatında meydana gelen sorunların tazminatı kaynak kuruluş tarafından üslenmektedir.
9. Kaynak kuruluş, ÖAŞ'ye opsiyon bedelini öder.
10. ÖAŞ, yatırımcılara tasfiye bedelini yatırım sermayelerinin oranına göre dağıtır.
11. ÖAŞ ile Kaynak kuruluş arasında servis acentesi sözleşmesi imzalarlar.
12. Kaynak kuruluş sağladığı servisten kaynaklanan giderleri ÖAŞ'den tahsil eder.

2.6.2.7. Vekâlet Sukuk Modeli

Vekâlet modeli sukuk yapılarında güncel bir yenilik olarak son yıllarda dünya çapında altyapı finansmanında popülerlik kazanmıştır. Vekâlet modeli, kelimenin anlamında, bir tarafın diğer tarafa kendi adına hareket etme yetkisi verdiği bir düzenleme anlamına gelen vekâlet kavramından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle vekâlet sözleşmesi bir acentelik düzenlemesine benzemektedir. Bir sermaye sahibi (yatırımcı), sağlanan fonları bir yatırım veya varlık havuzuna yatırmak amacıyla bir temsilci (vekil) tayin eder. Vekil ise uzmanlık ve becerilerini ortaya koyarak yatırım havuzunu belirli bir süre için anlaşılan

bir kar getirisi üzerinden sermaye sahibi adına yönetmektedir (Dubai International Financial Centre (DIFC), 2008, 57).

Vekâlet sukuk, vekâlet sözleşmesine dayanarak ihraç edilen sertifikalardır. Acentelik niteliğini taşıyan bu sukuk türünde vekâlet sözleşmesinde her şey net bir şekilde ifade edilmelidir. Vekâlet sukuk modeli, yatırım portföyünün çeşitlendirilmesini ve birçok finansman aracına yatırım yapılabilmesi imkânı sağlar. Dolayısıyla hem devlet hem de özel sektör tarafından tercih edilmektedir. Bu sukuk türü ikincil piyasada işlem görebilmektedir. Aşağıdaki şekilde altyapı yatırımlarına ilişkin kullanılan vekâlet sukuk modelinin yapısı ve işleyişi gösterilmektedir (Sümer, 2020, 49).



Şekil 13: Vekâlet Sukuk Modelinin Yapısı

Kaynak: (Dubai International Financial Centre (DIFC), 2008, 58)

Şekil 21’de gösterilen numaralandırmadan hareketle vekâlet sukukun işleyişi aşağıdaki gibi anlatılmaktadır (Dubai International Financial Centre (DIFC), 2008, 59–60):

1. ÖAŞ, ihtiyaç duyan fonu sağlamak için sukuk ihraç eder.
2. Yatırımcılar vekâlet sözleşmesi temelinde gerçekleşen bu ihraca yatırım yapar.
3. ÖAŞ, bir acente ile vekâlet sözleşmesi imzalar ve sukuk ihracından elde edilen fonları acenteye aktarır.
4. Acente ise elinde olan fonları kullanarak seçilen vekâlet varlıkları bir veya birkaç satıcısından satın alır ve yatırım portföyünü oluşturur.
5. Acente, ÖAŞ’nin vekili olarak vekâlet sözleşmesinde belirtilen vadede İslami prensiplere uygun olarak yatırım portföyünü yönetir.
6. Yatırım portföyünden meydana gelen gelirler ÖAŞ adına acente tarafından elde edilir.

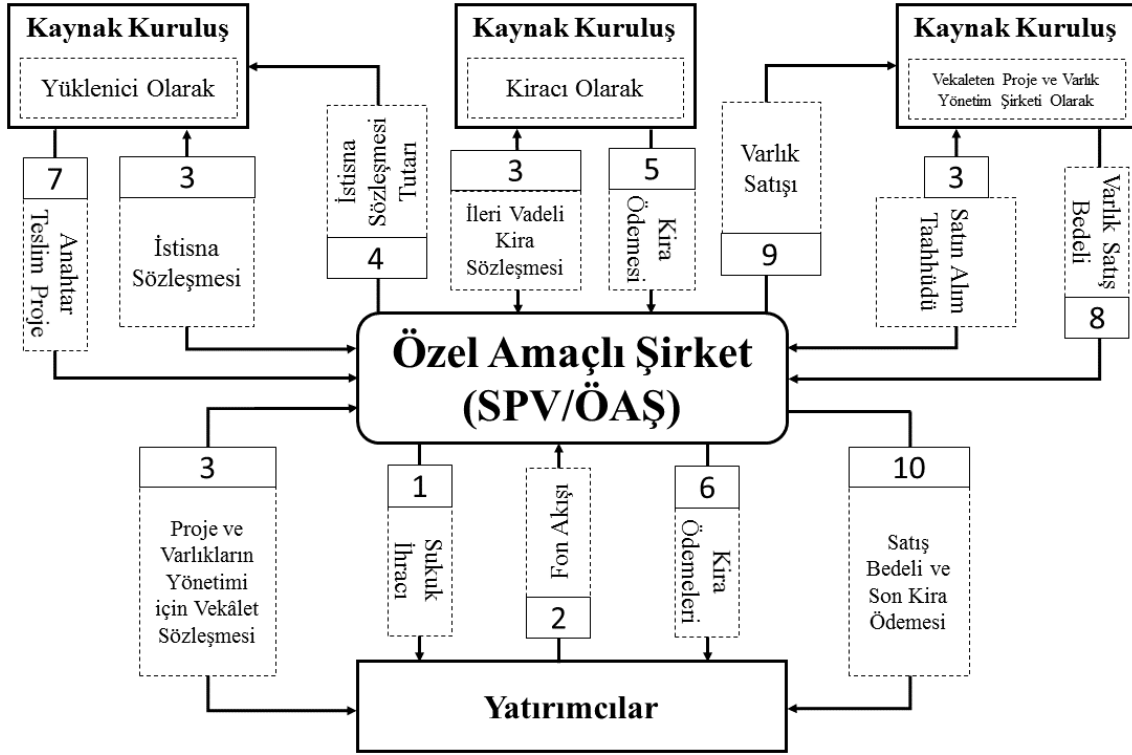
7. Acente, vekâlet ücretini aldıktan sonra geriye kalan geliri ÖAŞ'ye aktarır.
8. ÖAŞ, Söz konusu geliri dönemsel olarak yatırımcılara dağıtır.
9. Vade sonunda acente, portföydeki varlıkları nakde dönüştürerek itfa bedeli olarak ÖAŞ'ye aktarır.
10. ÖAŞ'de itfa bedelini sukuk yatırımcılara payları oranında dağıtır.

2.6.2.8. Hibrid Sukuk Modeli

Hibrid sukuk, farklı sukuk modelinden oluşan karma sukuk türüdür. Örneğin; icâre, murabaha ve istisna sukuk modelinin bir araya getirilerek varlık havuzu oluşturulmasıyla hibrid sukuk modeli türetilir. Hibrid sukuk modelinin tercih sebebi ilk olarak finansmana ihtiyaç duyan projelerin farklı modellerden karşılanması ve ikinci olarak yatırımın likit özelliğinin artırılması ve ikincil piyasada işlem görülmesini sağlanmasıdır (Sümer, 2020, 51).

Bu sukuk türü yenilikçi bir islami finansman modeli olarak piyasa talebi nedeniyle geliştirilmiştir. Hibrid Sukuk, karma portföyden oluşmaktadır. Karma varlık portföyü, fonların harekete geçirilmesi için daha iyi bir fırsat sağlayan ve projeye daha fazla yatırımcı çeken farklı sınıflardan oluşmaktadır. Hibrid Sukuk, borç niteliği taşıyan ve ikincil piyasalarda işlem görülmeyen murabaha sukuk ve istisna sukuk ile karşılaştırıldığında, sukuk'u ikincil piyasada sertifika alım satımı daha esnek hale getirmektedir.

AAOIFI Şer'i standartlarına göre karma portföyde varlığa dayalı sukukların toplam değeri %51 ve üzerinde olması gerekmektedir. Geri kalanı alacak şeklinde olabilir. Hibrid sukuk havuzunda normalde portföydeki varlık temelli icâre sukuku ve borca dayalı murabaha veya istisna sukuku içerir. Bu yapı, hibrid sukuk sertifikasının ikincil piyasada işlem görmesine olanak sağlamayı amaçlamaktadır. Ancak piyasada AAOIFI zorunluluğundan farklı olarak dayanak varlık havuzunun farklı oranlarına dayalı farklı Sukuk ihraçları da bulunmaktadır (Lahsasna vd., 2018, 64–65).



Şekil 14: Hibrid Sukuk Modelinin Yapısı ve İşleyişi

Kaynak: (Bahtiyar, 2021, 76)

Yukarıda gösterilen şekil ve numaralandırmaya göre hibrid sukukun işleyişi şu şekildedir (Bahtiyar, 2021, 76–77):

1. ÖAŞ, altyapı projesinin finansmanı için hibrid sukuk ihraç eder. Yatırımcı ile ÖAŞ arasında proje ve varlıkların yönetimini içeren bir vekâlet sözleşmesi imzalanır. Sözleşme kapsamında ÖAŞ, yatırımcılar adına “güvenilen kuruluş” olarak hareket etmektedir.
2. İhraç edilen sukuk yatırımcılar tarafından satın alınır ve ihtiyaç duyulan fon akışı gerçekleşir.
3. Altyapı projesini tamamlamak için ÖAŞ ile kaynak kuruluş ve yatırımcılar arasında sırasıyla “İstisna”, “İleri Vadeli İcare Sözleşmesi”, “Satın Alım Taahhüdü” ve “Proje ve Varlık Yönetim Vekâleti” olmak üzere dört çeşit akit imzalanmaktadır. İstisna sözleşmesiyle birlikte kaynak kuruluş yüklenici konumuna geçmektedir.
4. Sukuk ihracından elde edilen gelirler kaynak kuruluşa aktarılır.
5. “İleri vadeli icâre sözleşmesiyle” inşa edilecek projenin kullanım hakkını bugünden kaynak kuruluşa kiralanmakta ve kaynak kuruluştan kira ödemeleri tahsil edilmeye başlanmaktadır.

6. ÖAŞ, kiracıdan gelen peşin kira bedellerini sertifika sahiplerine yatırım oranında periyodik olarak dağıtır.
7. 3. Maddeye istinaden; kaynak kuruluş altyapı projesini anahtar teslim olarak ÖAŞ'ye teslim eder. ÖAŞ imzaladığı satın alım taahhüdünü yerine getirmiş olur.
8. Kaynak kuruluş, ÖAŞ'den altyapı tesisini satın almak için anlaştığı tutar üzerinden ödemeyi gerçekleştirir. ÖAŞ yatırımcılar adına peşin bedeli tahsil eder.
9. ÖAŞ satış sözleşmesine istinaden, yatırımcılar adına altyapı tesisinin devrini gerçekleştirir.
10. İtfa tarihinde son kira ödemesi ve satış bedeli yatırımcılara dağıtılıp proje sona erir.

2.6.2.9. Yeşil Sukuk Modeli

Yeşil sukuk, sürdürülebilirlik ve yeşil temalı projeleri desteklemek ve gerekli finansman desteğini sağlayarak iklim değişikliğine sebep olan sorunları gidermek amacıyla ihraç edilen sukuk türüdür (T.C. Cumhurbaşkanlığı Finans Ofisi, 2022, 18).

Yeşil sukuk, hem sosyal sorumluluk sahibi hem de şariat uyumlu niteliği bulunması açısından sektördeki en yeni araçtır. Günümüzde çevre korunması ile ilgili uluslararası tartışmaların artması ile birlikte yeşil sukukun önemi de artmıştır. Yeşil sukuk, İslami finansal bir araç olarak yenilenebilir enerji yatırımları veya çevresel varlıkları yani yeşil ekonomiyi finanse etmek için kullanılmaktadır (Yazıcıoğlu - Baştan Töke, 2022, 353). Yeşil sukukun kullanıldığı yeşil projeler arasında temiz enerji, toplu taşımacılık, su koruma, ormancılık ve düşük karbonlu teknolojiler yer almaktadır (Ela, 2019, 223–224). Güneş panelleri, rüzgâr enerjisi projeleri, biyogaz tesisleri, yenilenebilir enerji iletim ve altyapısı, elektrikli taşıtlar, hafif raylı sistemler, devletin yeşil harcama/sübvansiyonel projeleri, yeşil temalı projelerin örneğidir. Yeşil sukuk çerçevesinde, çevreyi korumakla ilgili gerekliliklerin karşılanması, iklim değişimleriyle mücadele edilmesi, sürdürülebilir kalkınma ve çevre ile ilgili yatırımların yenilikçi İslami finansman yöntemleri ile fonlanması hedeflenmektedir (Yazıcıoğlu - Baştan Töke, 2022, 353).

Yeşil sukuk, konvansiyonel tahvillere göre daha geniş yatırımcı tabanına sahiptir. Yeşil sukuk şariata uyum sağlanması sebebiyle konvansiyonel finansal ürünlere duyarlı olan yatırımcılara, yeşil temalı olduğu için de geleneksel yatırımcılara hitap etmektedir. Örneğin, Endonezya'da ihraç edilen yeşil sukukun büyük bir kısmı ABD'li ve Avrupalı yatırımcılar tarafından satın alınmıştır (T.C. Cumhurbaşkanlığı Finans Ofisi, 2022, 23).

Yeşil sukuku konvansiyonel tahviller ve diğer sukuk çeşitlerinden farklı gösteren özellikler şu şekildedir (Ela, 2019, 223–224):

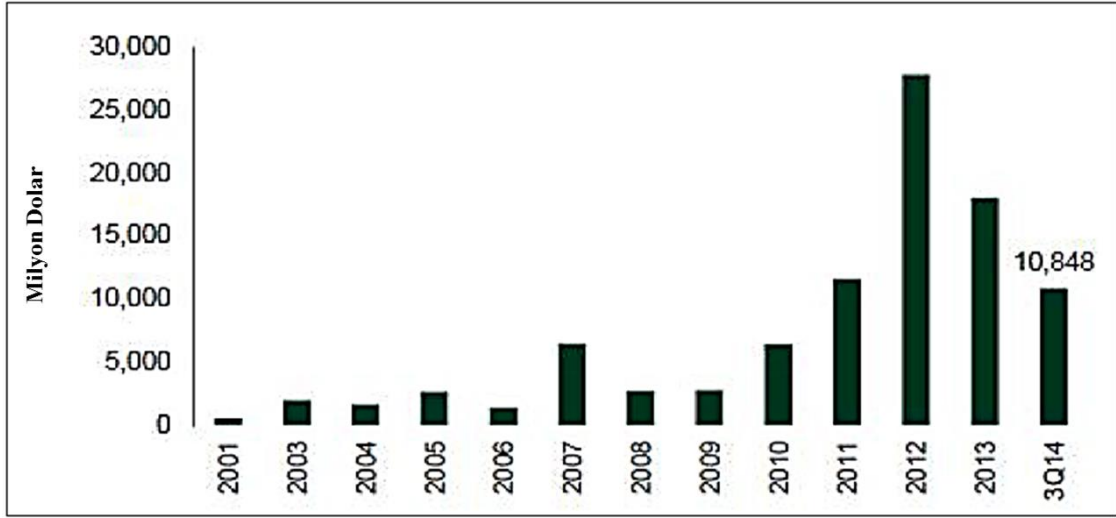
- Yeşil sukuk ihracından elde edilen fonlar sadece çevre konulu yatırımlarda kullanılmalıdır. Sonuç itibarıyla, yeşil sukuk ihracından elde edilen gelirler doğayı ve doğal kaynakları korumak, enerji tasarrufu yapmak, yenilenebilir enerji üretimini artırmak ve sera gaz sürümelerini azaltmak için kullanılabilir.
- İhraçtan önce sukukun yeşil temalı niteliğinin beyan edilmesi gerekmektedir. Öte yandan sukuk fonlarının kullanımına ilişkin yeterli şeffaflık ve raporlanması ihtiyaç duyulmaktadır.
- Yeşil sukuk, konvansiyonel finans ve İslami finans arasındaki boşluğu kapatmak için iyi bir adım ve fırsattır. Aslında yeşil sukuk, hem çevresel kaygıları olan konvansiyonel yatırımcılara hem de şeriata duyarlı olan İslami yatırımcılara hitap edebilir. Bu açıdan yeşil sukuk geniş bir yatırımcı tabanı ve fon çeşitlendirme potansiyeli sunmaktadır.
- Yeni bir finansman ürünü olarak tüm dünyada kabul görünür ve kullanabilir yapıdadır.
- Yükselen piyasa ekonomilerinde ve gelişmekte olan ülkelerdeki altyapı projelerinde kullanılabilir.
- Yeşil sukuk, yatırımcılara fonlarının yalnızca çevre dostu projelerde kullanılacağını garanti eder. Toplanan fonlar başka bir amaçla kullanılamaz.

2.7. Altyapı Projelerinin Finansmanında Sukukun Rolü

Daha önce de belirtildiği gibi, ekonomik kalkınma büyük ölçüde altyapının geliştirilmesine dayanmaktadır. Ülkeler altyapı projeleri inşa ederek ekonomilerini geliştirebilirler. Altyapı, ticari ve ekonomik faaliyetlerin gelişmesinde önemli bir rol oynamakta ve kentsel topluluklar ile üretim alanları arasındaki trafiği kolaylaştırmaktadır. Dünyada altyapı finansmanına büyük oranda ihtiyaç duyulmaktadır. 2015'ten 2030'a kadar yeni altyapı projelerinin finansmanı için 93 trilyon dolardan fazlasına ihtiyaç duyulabileceği tahmin edilmiştir. Bu dönemde finansman açığının 39 ile 51 trilyon dolar arasında olduğu değerlendirilmiştir. Sukuk, altyapı projelerine yönelik finansman açığını kapatabilecek büyük bir potansiyele sahiptir. Sukuk, büyük sermaye gerektiren altyapı projelerini finanse etmek için kullanılabilirken, hem yatırımcılar hem de kaynak kuruluşlar için fayda sağlanmaktadır. Sukuk, ülkelerin geleneksel borçlanma araçlarını kullanmak yerine altyapı projelerinin finansal ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Veriler,

sukuk'un altyapı finansmanının aracı olarak son dönemlerde kullanımının arttığını göstermektedir. 2002'den 2015'e kadar altyapı finansmanı için ihraç edilen toplam sukuk değeri 73 milyar doları geçmiştir (Sylla, 2023, 194).

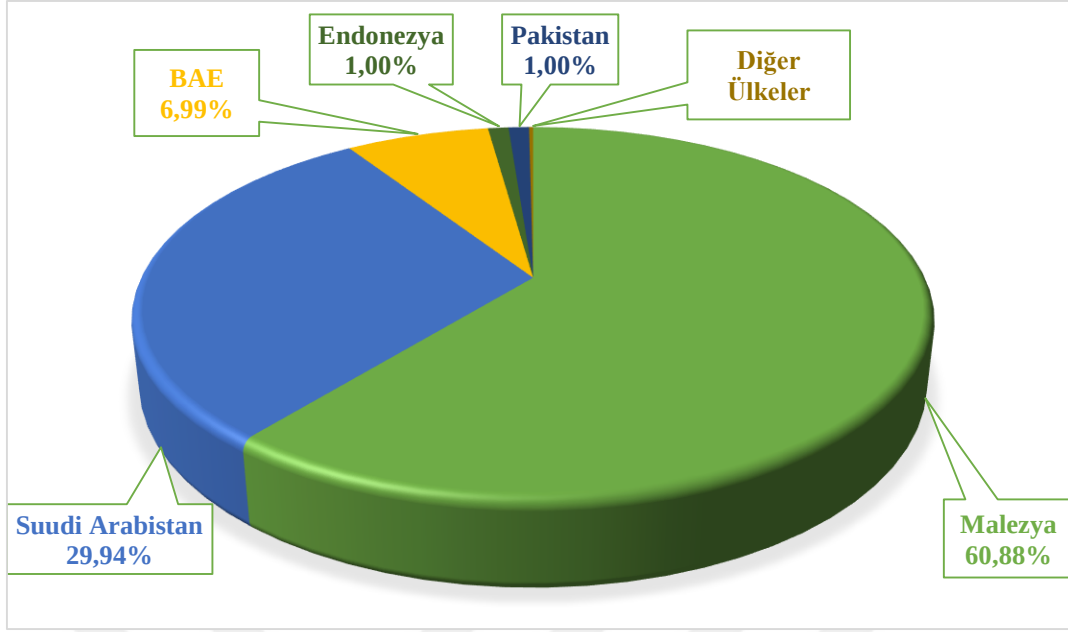
Medani (2019) tarafından yapılan çalışmada, sukuk'un altyapı gelişiminde büyük bir rol oynadığı ve altyapı sukuk piyasasının hacminin büyüdüğü ortaya çıkmıştır. 2002'den 2015'e kadar altyapı sukuk piyasasının toplam hacmi 73,1 milyar dolar olarak tahmin edilmiştir (Medani, 2019, 8).



Grafik 9: Dünya’da İhraç Edilen Toplam Altyapı Sukuku (2001-2015, Milyon Dolar)

Kaynak: (Medani, 2019, 8)

Altyapı sukuku (2009-2011) 20,8 milyar dolardan (2012-3Ç2015) 73,1 milyar dolara yükselmiştir. Bu dönemde altyapı sukuk piyasasına Malezya (%61) ihraçları hâkim olurken, onu Suudi Arabistan (%30) ve BAE (%7) takip etmektedir (Nik Musa, 2015, 4).

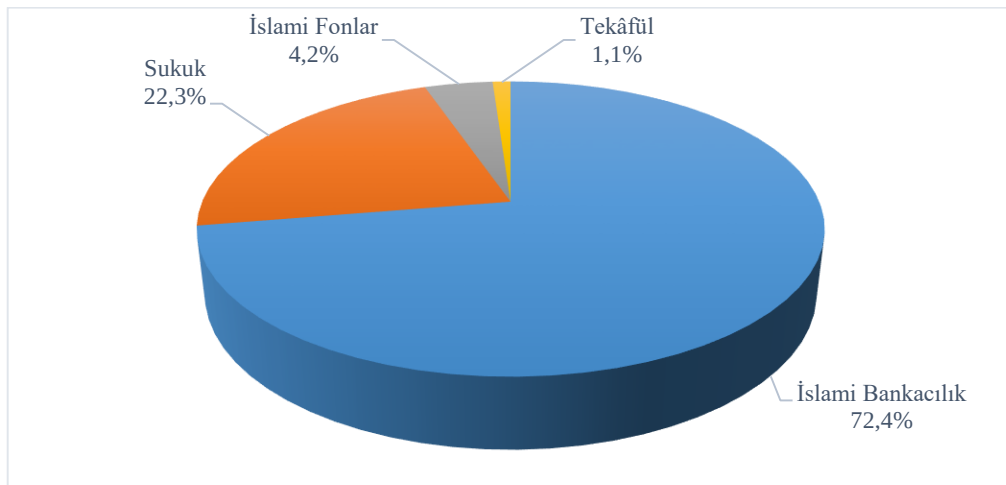


Grafik 10: Altyapı Sukuk İhraçlarının Ülkeye Göre Dağılımı (2012-3Ç2015)

Kaynak: (Nik Musa, 2015, 4)

2.8. Dünyada Altyapı Projelerinde Kullanılan Sukuk Modellerinin Örnekleri

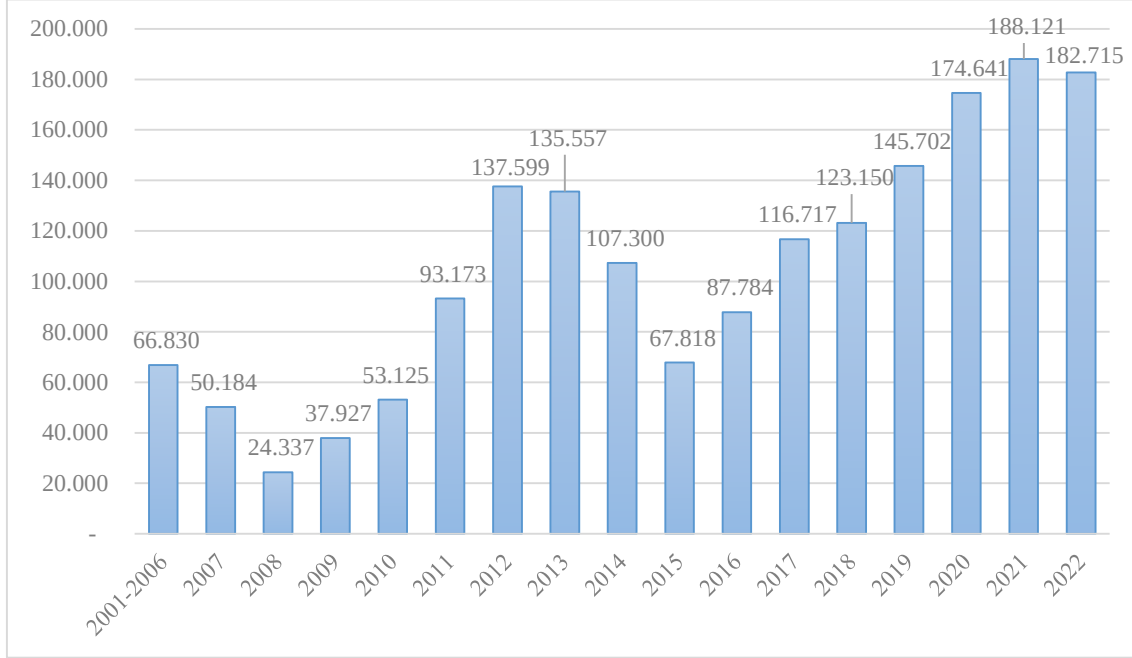
Dünyada son dönemde ülkeler tarafından alternatif bir finansman aracı olarak değerlendirilen sukuk, İslami finans endüstrisinde bankacılıktan sonra ikinci büyük sektörü temsil etmektedir. Şekil 25'te gösterildiği gibi İslami finans sektöründe bankacılığın payı %72.4 iken %22.3 piyasa payı sukuk sektöre aittir. İslami fonlar ve Tekâfül sektörü de sırasıyla %4.2 ve %1.1 paya sahiptir (Islamic Financial Services Board, 2020, 13).



Grafik 11: İslami Finans Sektörünün dağılımı (2019)

Kaynak: (Islamic Financial Services Board, 2020, 13)

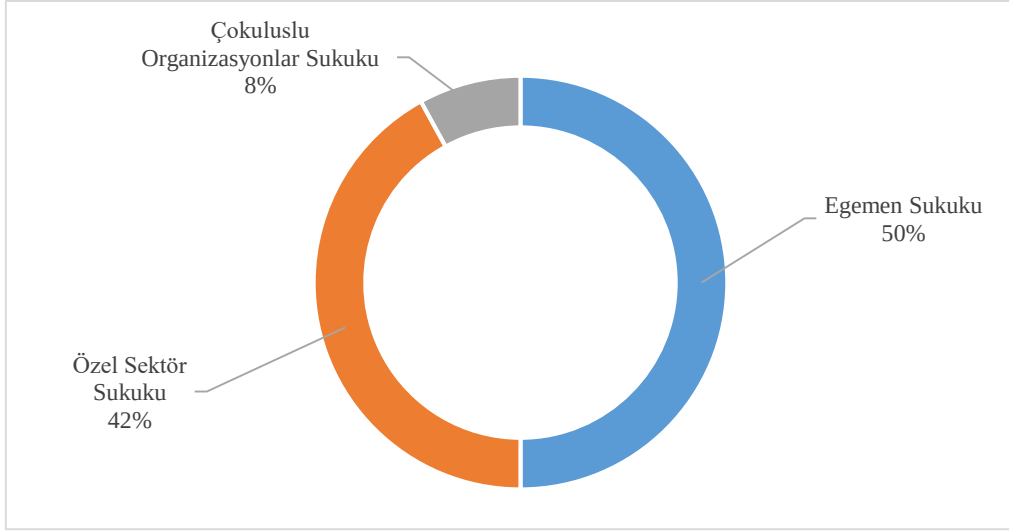
Dünyada ihraç edilen toplam sukuk değeri 2001 yılında 1,1 milyar dolar ihraç seviyesinden 2022 yılında 1.79 trilyon dolar ihraç seviyesine yükselerek önemli bir artış trendi izlemiştir (Internation Islamic Financial Market, 2023, 29).



Grafik 12: Dünyada Toplam Sukuk İhraçları (2001-2022, Milyon Dolar)

Kaynak: (Internation Islamic Financial Market, 2023, 29), (Internation Islamic Financial Market, 2020, 28)

İhraççı statüsüne göre bakıldığında, sukuk ihraçları en çok egemen tarafından gerçekleştiği ortaya çıkmaktadır. İkinci sırada özel sektör ve üçüncü sırada ise çokuluslu organizasyonlar yer almaktadır. İslami Finansal Hizmet Kurulu (2022) raporuna göre ihraç edilen toplam sukuk değerinin %50'si egemenler tarafından, %42'si özel sektör tarafından ve %8'i ise çokuluslu organizasyonlar tarafından gerçekleşmiştir (Islamic Financial Services Board, 2023, 53).



Grafik 13: Dünyada Sukuk İhraçlarının İhraççı Statüsüne Göre Ayırımı (2022)

Kaynak: (Islamic Financial Services Board, 2023, 53)

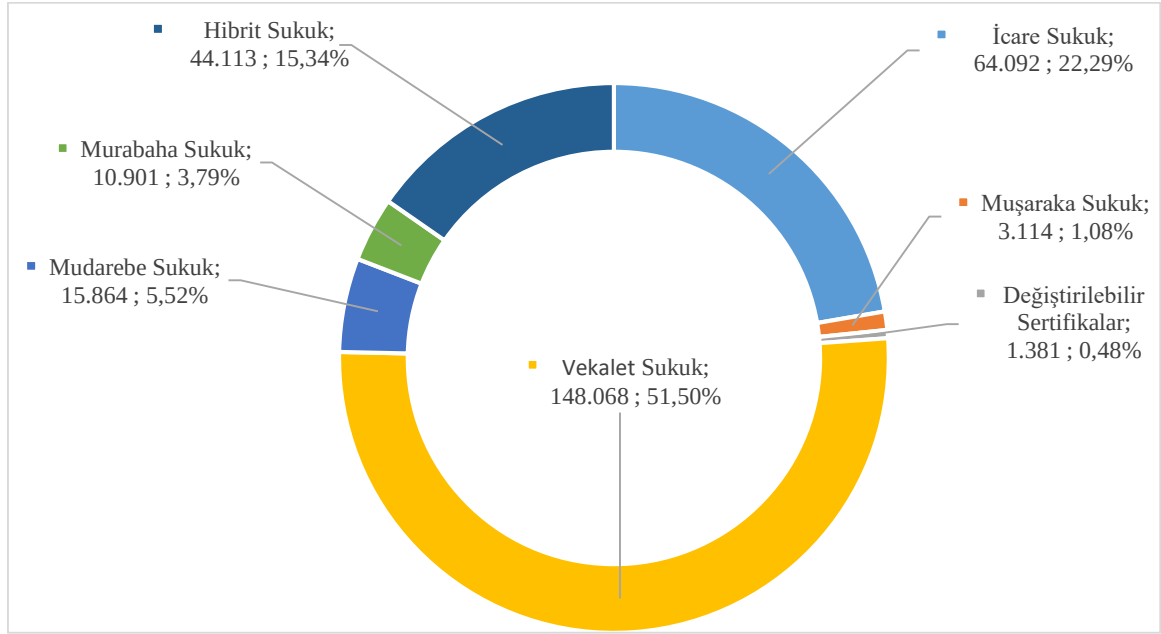
Sukuk ihraçları ev sahipliği yapan ülkeye göre incelendiğinde ilk sırada Malezya gelmektedir. Suudi Arabistan, Endonezya, Bileşik Arap Emirlikli, Türkiye ve Katar büyük ihraççılar olarak sırayı devam etmektedir. IIFM (2023) verilerine göre dünyada sukuk ihraçları ev sahipliği yapan ülkelerin 2001-2022 arasında toplam sukuk ihracı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir (Internation Islamic Financial Market, 2023, 81–82).

Ülke	İhraç Sayısı	Toplam Değeri (Milyon Dolar)	Yüzdelik Payı
Malezya	9,187	868,130 \$	48.40%
Suudi Arabistan	311	255,087 \$	12.55%
Endonezya	769	169,907 \$	9.47%
Bileşik Arap Emirlikleri	168	105,695 \$	5.89%
Türkiye	1,189	94,703 \$	5.28%
Bahreyn	518	46,288 \$	2.58%
Katar	68	44,851 \$	2.50%
Pakistan	191	33,176 \$	1.85%
Sudan	46	20,579 \$	1.15%
Diğer Ülkeler	1,811	155,332 \$	10.33%
Toplam	14,258	1,793,748 \$	100%

Tablo 4: Ülke Bazında Küresel Toplam Sukuk İhraçları (Ocak, 2001-Aralık, 2022), (Milyon Dolar)

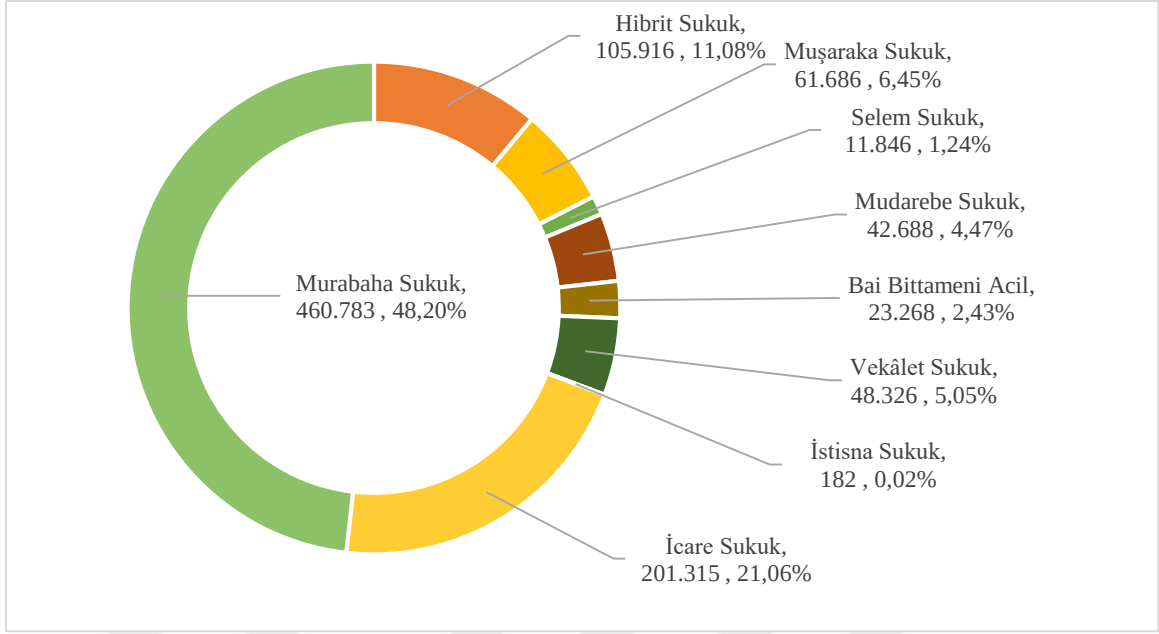
Kaynak: (Internation Islamic Financial Market, 2023, 81–82)

Sukuk ihraçları, modellerin popülerliği, özellikleri ve katılımcıları açıdan incelenirse uluslararası ve yerel sukuk piyasaları arasında genel olarak farklılıklar bulunmaktadır. Uluslararası sukuk piyasası söz konusu olduğunda vekâlet sukuk, bir süredir en popüler model olarak tanınmaktadır. Şekil (28), 2010-2020 döneminde küresel anlamda yapılan sukuk ihraçların arasında vekâlet modelinin %52 civarındaki payını göstermektedir. Ancak şekil (29)'da gösterildiği gibi yerel sukuk piyasasında ihraç edilen sukuk modelleri arasında murabaha sukuk %48 olarak en büyük paya sahiptir (Internation Islamic Financial Market, 2023, 65).



Grafik 14: Dünyada Küresel Anlamda Yapılan Sukuk İhraçlarının Yapısal Dağılımı
(Ocak 2010-Aralık 2020) (Milyon Dolar)

Kaynak: (Internation Islamic Financial Market, 2023, 65)



Grafik 15: Dünyada Yerel Düzeyde İhraç Edilen Sukuk Modellerinin Dağılımı (Ocak 2010-Aralık 2020) (Milyon Dolar)

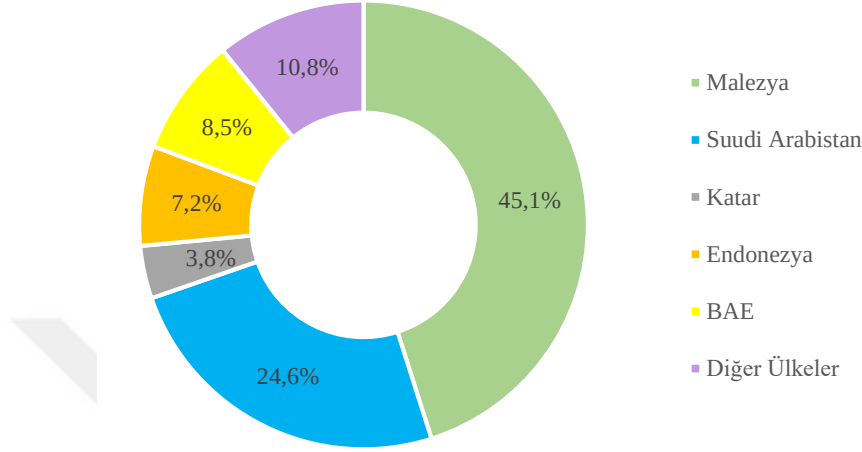
Kaynak: (Internation Islamic Financial Market, 2023, 67)

Yukarıdaki şekillerde görüldüğü gibi mudârebe ve müşâreke gibi kar-zarar ortaklığı sukuk modellerinin kullanımı, özellikle belirsizliğin arttığı dönemlerde piyasanın daha çok tercih ettiği sabit getirili sukuk modellere kıyasla genel olarak düşük kalmaktadır. Vekâlet bazlı sukuk modeli, sukuk ihracında en çok kullanılan model olarak daha çok Uluslararası İslami Likidite Yönetimi (IILM), Endonezya, Suudi Arabistan, Katar, BAE ve Malezya tarafından tercih edilmiştir. İkinci kategoride murabaha bazlı sukuk modelidir. Bu model en çok Malezya’da kullanılmıştır. Ancak Ürdün, Suudi Arabistan ve BAE gibi ülkeler de oransal olarak murabaha sukuk ihraçlarında pay sahibidir. Üçüncü ve dördüncü en büyük kategoriler sırasıyla Hibrid ve icâre temelli sukuk modelleridir. Hibrid sukuk ihracı, esas olarak Malezyalı kurumsal ihraççılar tarafından gerçekleşirken, Bahreyn, Brunei, Endonezya, Nijerya, Pakistan, Senegal ve Türkiye gibi birçok devletler tarafından icâre sukuk modeli tercih edilmiştir (Islamic Financial Services Board, 2023, 060). Ancak verileri derlediğimizde, altyapı finansmanında üç ana model olmak üzere müşâreke sukuk, icâre sukuk ve murabaha sukuk en çok kullanılan modeller olarak ortaya çıkmaktadır (Medani, 2019, 9).

2.8.1. Malezya Örneği

Malezya finansal sistemi İslami bankacılık, İslami sermaye piyasası ve tekâfülden oluşmaktadır. İslami sermaye piyasası Malezya finansal sisteminin bir parçasını oluşturmaktadır. İslami sermaye piyasası, geleneksel sermaye piyasasına paralel bir piyasa olarak çalışmaktadır. Malezya'da hem İslami hem de geleneksel sermaye piyasasının tek düzenleyicisi Menkul Kıymetler Komisyonu'dur (SC). Sukuk'u da yöneten genel mevzuat, 1993 Menkul Kıymetler Komisyonu Kanunu, 2002 Sermaye Piyasaları ve Hizmetler Kanunu, 1991 Menkul Kıymetler Endüstrisi Kanunu ve 1965 Şirketler Kanunu'nu içermektedir. Malezya'daki sermaye düzenleme çerçevesi iki kademeli bir sisteme dayanmaktadır. Genel düzenleme gereklilikleri, düzenlemenin ilk kademesinde hem geleneksel tahviller hem de Sukuk ihraççıları için geçerlidir. Bu düzenleme, açıklama, yönetim ve lisanslama ile ilgilidir. Düzenlemenin ikinci kademesi ICM ürünlerine, özellikle de Sukuk, İslami menkul kıymete uygulanır. Öte yandan, emanet senedi ve zorunlu derecelendirme söz konusu olduğunda SC, hem tahviller hem de sukuk için tek tip düzenleme ihtiyacını belirtmektedir. Malezya'nın Güney Doğu Asya'da güçlü bir sermaye piyasası olarak düzenleyici çerçevesini güçlendirmek amacıyla, Sermaye Piyasası ve Hizmetler Yasası (CMSA) 2007 yılında yürürlüğe girmiştir. Ancak bu yasa, özellikle iki kolu, yani geleneksel sermaye piyasasını ve İslami sermaye piyasasını tek bir mevzuat altında birleştirmek için kabul edildi. Malezya'daki sukuk düzenlemesi esas olarak Sukuk'a İlişkin Kılavuzlara tabidir. Malezya'da Sukuk ihracına ilişkin ilgili mevzuat ve düzenlemeler arasında CMSA 2007, Sukuk Kılavuzları, Vekâletname Kılavuzları, İzahname Kılavuzları, Şer'i Danışmanların Kaydı Kılavuzları ve vergi teşvikleri yer almaktadır. Kanunları desteklemek amacıyla SC, Sukuk ihracına ilişkin yönergeler yayınladı. CMSA'nın 377. bölümü uyarınca SC, Sukuk gibi İslami menkul kıymetlere özel kılavuzların çıkarılması yoluyla İslami sermaye piyasası ürünlerini düzenleme yetkisine sahiptir. Sukuk Kılavuzları, SC'nin onayına ihtiyaç duyulan Sukuk ihracına, alımına veya satışına ilişkin ana şart ve koşulları belirlemektedir. sukuk'a ilişkin kılavuzların yanı sıra SC, CMSA'nın 258. bölümü kapsamında emanet senetlerine ilişkin kılavuzlar da yayınlamıştır. Teminat senedine ilişkin kılavuz, her sukuk ihraççısının bir vekâlet senedi imzalamasını, bir müteveli atmasını ve CMSA VI. Kısım, 4. bölümün kapsamındaki Teminat Senedi hükümlerine uymasını gerektirmektedir (Saleem, 2022, 70–71).

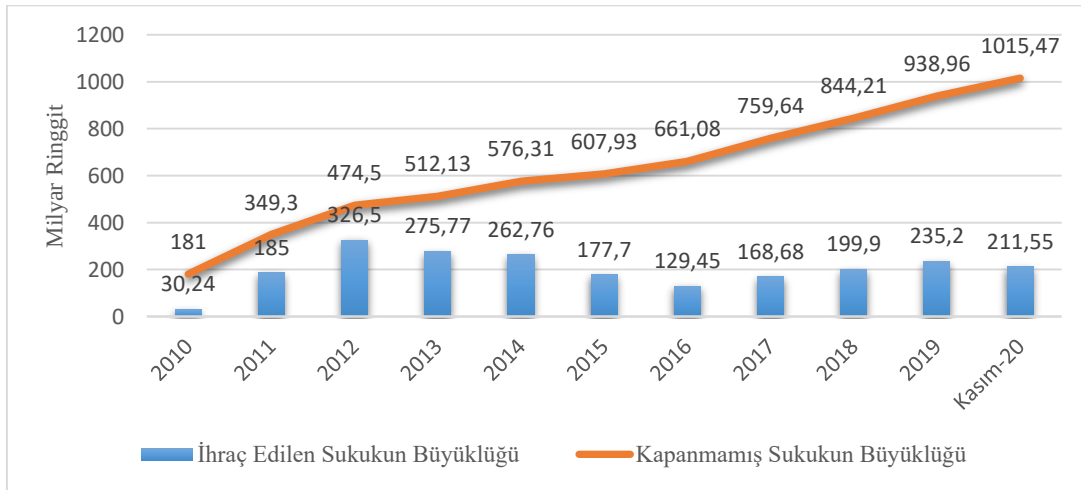
Uluslararası İslami Finans Piyasası (2021) raporuna göre Malezya, küresel sukuk piyasasındaki liderliğini 2020 yılında da sürdürmektedir. Malezya, küresel sukuk piyasasında %45,1 piyasa payına sahipken, onu %24,6 ile Suudi Arabistan takip etmektedir (Internation Islamic Financial Market, 2021, 184).



Grafik 16: Dünyada Toplam Sukuk İhraçlarının Ülkeye Göre Dağılımı (2021)

Kaynak: (Internation Islamic Financial Market, 2021, 184)

Malezya'daki yerel sukuk piyasası, kamu ve özel sektör kuruluşların çeşitli ekonomik, ticari ve altyapı geliştirme ihtiyaçlarına yönelik uzun vadeli finansman sağlaması için önemli ve çekici bir platform olarak hizmet vermeye devam etmektedir (Internation Islamic Financial Market, 2021, 184).

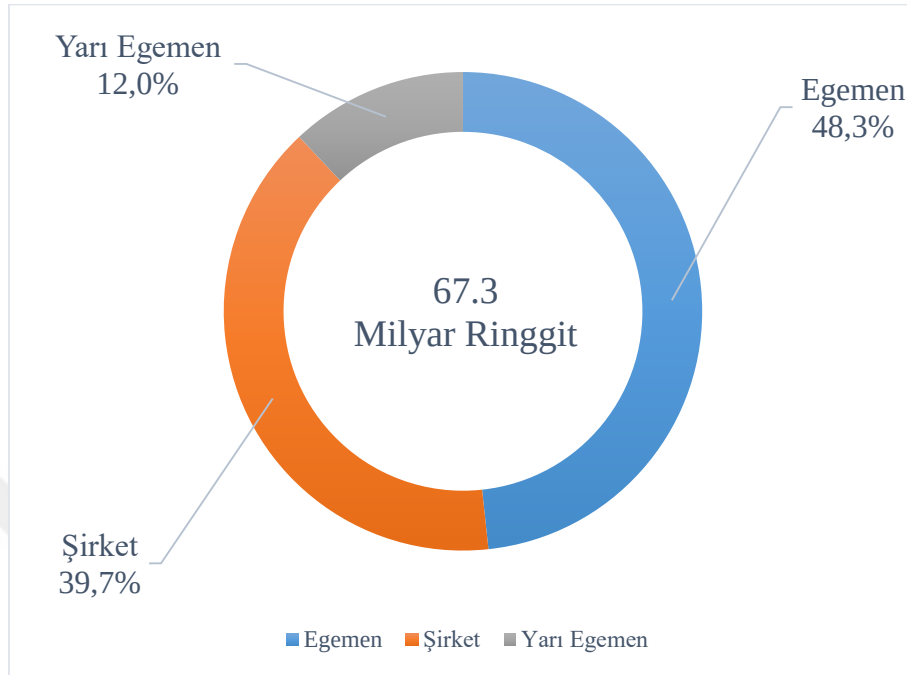


Grafik 17: Malezya'da İhraç Edilen ve Kapanmamış Toplam Sukukun Değeri (2020)

Kaynak: (Internation Islamic Financial Market, 2021, 184)

Şekil 31'de gösterildiği gibi Malezya'da toplam sukuk ihracı yıldan yıla azalmasına rağmen kapanmamış sukukun büyüklüğü hala artış kaydedildiği gözükmemektedir. Nitekim

Malezya, küresel piyasasında bulunan toplam sukuk miktarı açısından liderlik konumunu devam ettirmektedir.

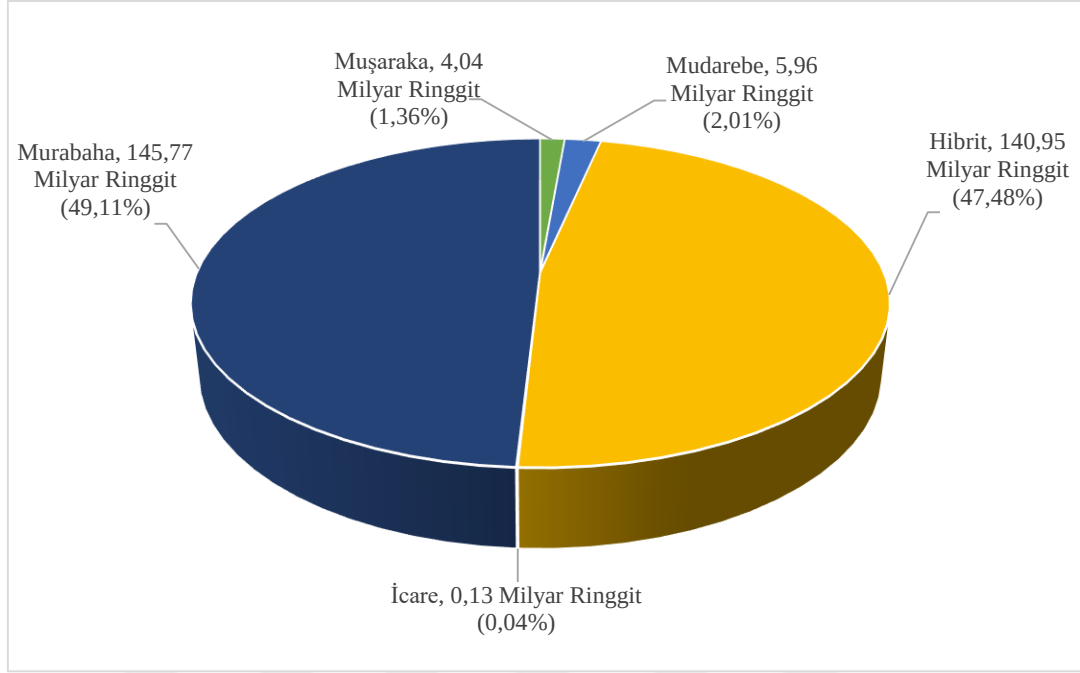


Grafik 18: Malezya’da Sukuk İhraççıları’nın Dağılımı (1 Ç 2021)

Kaynak: (RAM Ratings Service Berhad, 2021, 6)

Şekil 32’de görüldüğü gibi Malezya’daki sukuk ihracında %48.3 pay sahibi olarak öncülük hala devlettedir. Ancak şirketler de %39.7 pay sahibi olarak önemli bir rol oynamaktadır (RAM Ratings Service Berhad, 2021, 6).

Malezya'daki sukuk piyasası, murabaha, mudârebe, müşâreke, vekâlet, icâre gibi farklı İslami sözleşmeler veya şer'i sözleşmelerin kombinasyonlarına dayanan hibrid yapıları gibi çeşitli sukuk modelleri aracılığıyla devlete ve kurumsal ihraççılara özelleştirilmiş çözümler sunmaktadır. Sukuk yapıları gerçek ekonomik faaliyetlerle desteklenmekte ve yabancı yatırımcılar da dâhil olmak üzere hem İslami hem de geleneksel yelpazeden daha geniş bir yatırımcı tabanına ulaşma kabiliyetine sahiptir. Yabancı şirketler de dâhil olmak üzere giderek artan sayıda şirket, devam eden finansman ihtiyaçlarını karşılamak için düzenli olarak kısa vadeli ticari senetler ihraç etmek üzere Malezya'nın İslami sermaye piyasasının gücünden yararlanmaktadır (Internation Islamic Financial Market, 2021, 185).



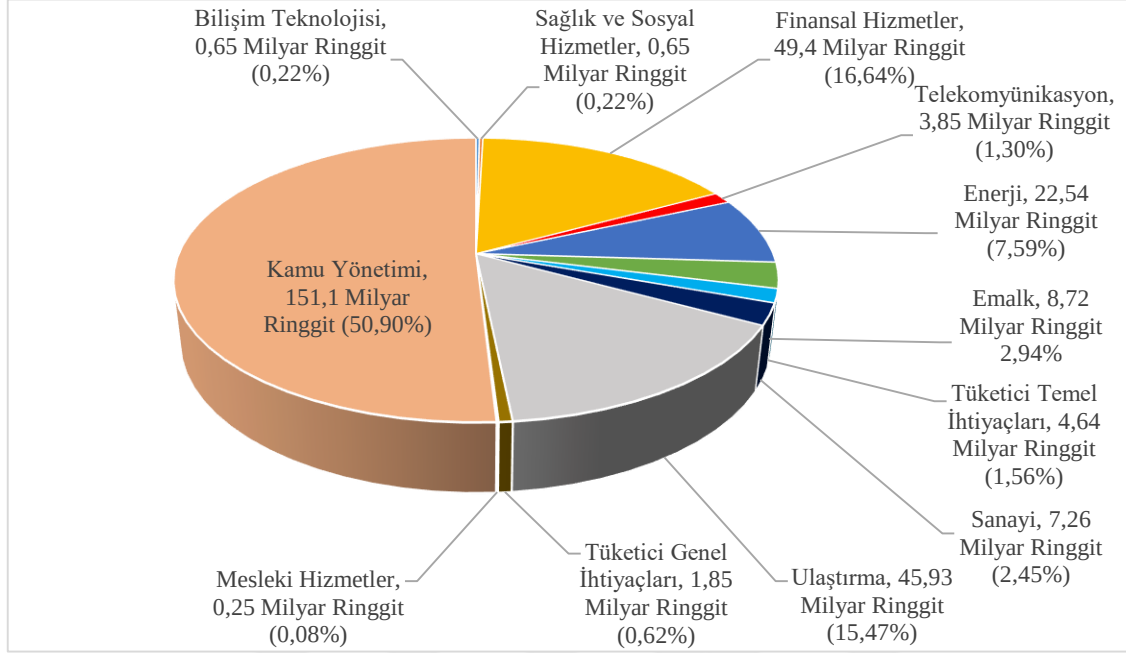
Grafik 19: Malezya’da İhraç Edilen Toplam Sukukun Finansman Modeline Göre Dağılımı (Aralık 2022)

Kaynak: (Securities Commission Malaysia, 2022, 17/33)

Şekil 33’te gösterildiği gibi Malezya’da 2022 yılında ihraç edilen sukukun %49.11’i murabaha modelinden oluşmaktadır. İkinci sırada ise %47.48 olarak hibrid modeli kullanılmaktadır. Mudârebe, müşâreke ve icâre modelleri ise sırasıyla %2.01, %1.36 ve %0.04 paya sahiptir. Ancak Malezya ICM Üç Aylık Bülteni (Ocak 2008) verilerine göre Malezya’da sukuk ihracında müşâreke modeli %58, murabaha modeli %19, icâre modeli %11, istisna modeli %9, bai bittamani acil %2 ve mudârebe modeli %1 pay sahibi olarak kullanılmaktadır (Securities Commission of Malaysia, 2008, 3/18). Bu durumdan anlaşıldığı gibi Malezya’da sukuk yapısı veya model tercihi konusunda müşâreke gibi kar-zarar ortağı ve istisna gibi eser sözleşmesi yapısından murabaha ve hibrid gibi modellere bir geçiş gerçekleştiği görünmektedir.

Malezya ICM bültenine göre 2022 yılında Malezya’da ihraç edilen sukukun %24.58’i altyapıyla ilgili (ulaştırma, depolama, iletişim, enerji, gaz ve su) sektörlerin finansmanı için kullanılmaktadır (şekil 33) (Securities Commission Malaysia, 2022, 17/33). Ancak 2015 verilerine bakılırsa Malezya’daki ihraç edilen toplam sukukun %46’sı altyapı sektöründe kullanıldığını göstermektedir (Medani, 2019, 12). Geriye dönük veriler incelendiğinde, ihraç edilen sukukun hedef sektörü, altyapı sektöründen pay oranı azaldığı ve kamu yönetimine ve finansal hizmetlerine eğilim gösterdiği anlaşılmaktadır.

Bununla birlikte Nik Musa (2015) çalışmalarına göre 2012'den 2015'in üçüncü çeyreğine kadar dünyadaki altyapı finansmanı ile ilgili ihraç edilen sukuk %61 olarak Malezya'da gerçekleşmiştir (Nik Musa, 2015, 4).



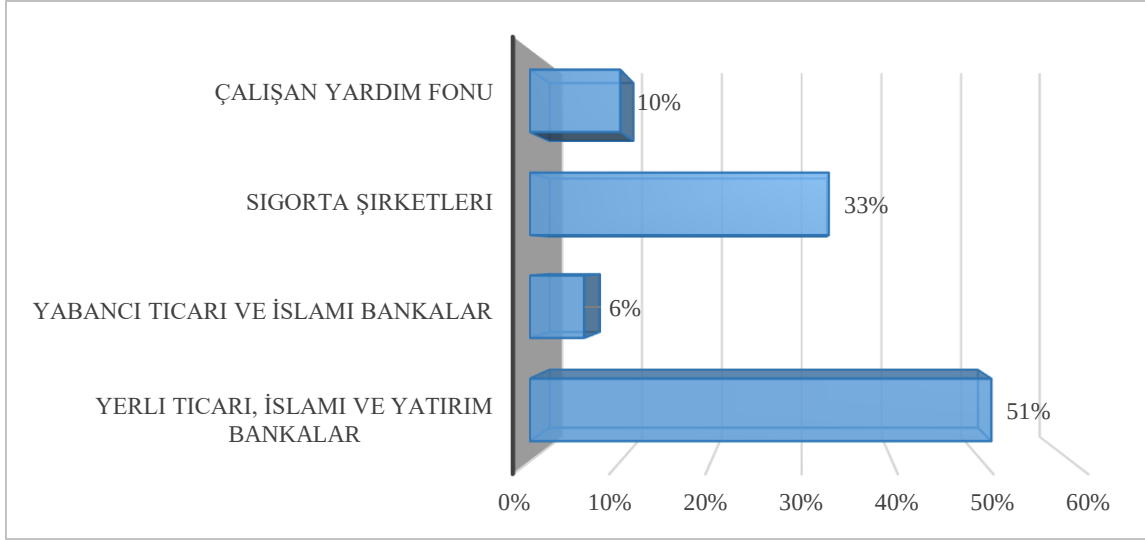
Grafik 20: Malezya'da İhraç Edilen Sukukun Sektöre Göre Dağılımı (Aralık 2022)

Kaynak: (Securities Commission Malaysia, 2022, 17/33)

Şekil 34'te gösterildiği gibi Malezya'da 2022 yılında toplam sukukun %50.90'ı kamu yönetimi sektöründe kullanılmıştır. Altyapı sektörüne bağlı olan taşımacılık (%15.47), enerji (%7.59), telekomünikasyon (%1.30) ve bilişim teknoloji (%0.22) paya sahiptir (Securities Commission Malaysia, 2022, 17/33).

Modellerin avantajları ve dezavantajları göz önünde bulundurarak Malezya'daki altyapı projelerinde hangi modelin tercih edildiği incelendiğinde, 2003-2015 yılları arasında istisna ve icare gibi modellerinin kullanımı daha yaygın olduğu görülmektedir. Ancak son zamanlarda murabaha modeli başta olmak üzere müşâreke ve hibrid modellerinin kullanılması daha tercih edilmiştir (Bakhor, 2013, 10–11) (Medani, 2019, 14) (COMCEC Coordination Office, 2019, 107) (BIX Malaysia, 2023).

Malezya'nın sukuk piyasasında en çok yerli bankalar yatırım yapmaktadır. Sigorta şirketleri ve yatırım fonları da muazzam bir şekilde katkıda bulunmaktadır. Yabancı bankaların katkısı ise sektör açısından düşük kalmaktadır (COMCEC Coordination Office, 2019, 103).



Grafik 21: Malezya’da Kurumsal Sukukun Yatırımcı Profili (2018)

Kaynak: (COMCEC Coordination Office, 2019, 103)

Şekil (35), Malezya'daki kurumsal sukukun yatırımcı profilini göstermektedir. Sukuk yatırımcılarının çoğunluğu (%51) yerli bankalar kategorisinde yer alırken, sigorta şirketleri ikinci büyük pay sahibi (%33) konumundadır. Sukuk sertifikaların yaklaşık %10'u çalışan Yardım Fonu'nda, geri kalan (%6'sı) ise yabancı ticari ve İslami bankaların elinde bulunmaktadır (COMCEC Coordination Office, 2019, 103).

Malezya’nın altyapı sektöründe en önemli oyuncularından biri, devlete ait şirketlerdir. Sermayesini devletten alan bu şirketler altyapı projelerinin finansmanı için sermaye piyasasında sukuk ihraç ederek ihtiyacı olan fonu sağlamaktadır (COMCEC Coordination Office, 2019, 103). Malezya’da ilk dönemlerinin sukuk ihraçlarında icâre ve istisna yapısı daha çok tercih edilmiştir. Ancak son yıllarda murabaha yapısı ve teverruk-murabaha (hibrid) yapısı sıkça kullanılmıştır (BIX Malaysia, 2023). Tablo (5) 2003-2013 yılları arasında Malezya’daki örnek sukuk ihraçları göstermektedir.

İhraç Yılı	İhraççı	Proje Türü	Sukuk Modeli	İhraç Değeri
2013	TNB Kuzey Enerji Şirketi	Elektrik	İcare ve Vekâlet Sukuk	1,265 Milyar Malezya Ringiti
2012	Kimanis Enerji Şirketi	Elektrik	İcare ve İstisna Sukuk	1,16 Milyar Malezya Ringiti
2012	Danainfra Ulusal Şirketi	Klang Vadisi Hızlı Geçiş Projesi	Murabaha Sukuk	8 Milyar Malezya Ringiti
2011	Manjung Adası Enerji Şirketi	Elektrik	İcare Sukuk	5 Milyar Malezya Ringiti
2009	Syarikat Prasara Negara Şirketi	Kelana Jaya- Ampang Bölgesi Demiryolu Hattı Genişletme Projesi	İcare Sukuk	4 Milyar Malezya Ringiti
2005	Jimah Enerji Şirketi	Elektrik	İstisna	4,8 Milyar Malezya Ringiti
2003	Tanjung Bin Enerji Şirketi	Elektrik	İstisna ve İcare Sukuk	5,6 Milyar Malezya Ringiti

Tablo 5: Malezya’da Örnek Projelerinde Kullanılan Sukuk Modelleri

Kaynak: (Sümer, 2020, 113)

Tablo 5’te görüleceği üzere, Malezya’da 2013 yılından öncesi, elektrik, hızlı geçiş projesi ve demiryolu hattı gibi çeşitli proje türlerinin finansmanı için sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. İhraçlarda sıklıkla icare ve istisna sukuk modelleri kullanılmıştır (Sümer, 2020, 113). Ancak sonraki yıllarında ise murabaha ve hibrid modeli daha çok tercih edilmiştir. Beşinci olarak Malezya’da otoyollar, telekomünikasyon, okul ve benzeri gibi projelerde, en çok murabaha, müşâreke ve hibrid modeli tercih edilmiştir (BIX Malaysia, 2023).

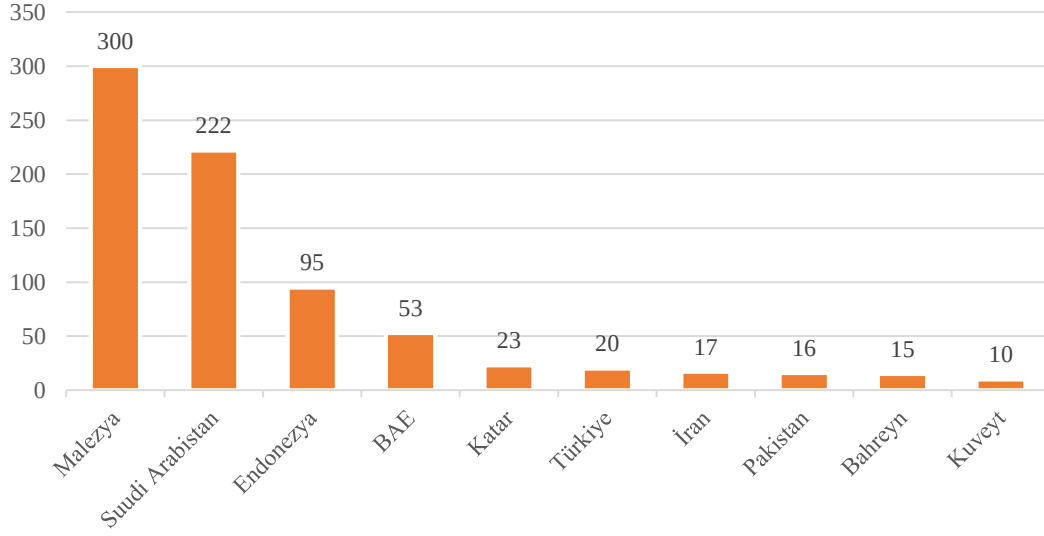
2.8.2. Suudi Arabistan Örneği

Suudi Arabistan'daki mali düzenleme rejimi, bağımsız bir sermaye piyasası düzenleyicisi olan Sermaye Piyasası Otoritesi'nden (CMA) ve tek borsa olan Suudi Menkul Kıymetler Borsası'ndan (Tadawul olarak bilinir) oluşur. Suudi Arabistan'daki sukuk faaliyetlerini düzenleyen düzenlemeler arasında CMA tarafından yayınlanan Menkul Kıymet Teklifleri Düzenlemeleri ve Listeleme Kuralları yer almaktadır. Ancak bunlar Suudi Arabistan'daki sukuk faaliyetlerine ilişkin özel kurallar sağlamamaktadır; daha ziyade, ister geleneksel

ister İslami olsun, tüm sermaye piyasası menkul kıymetlerine eşit şekilde uygulanabilirler (Al-Ali, 2019, 194–195).

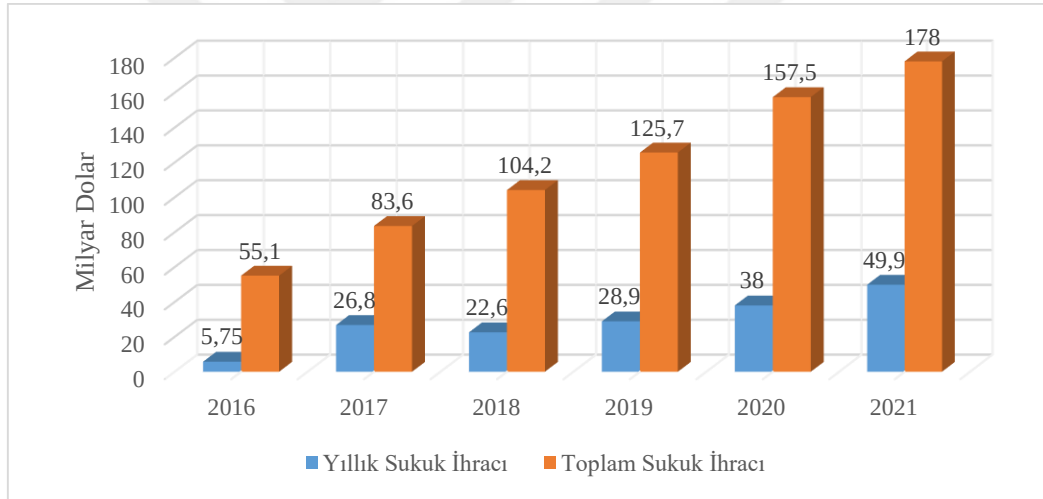
Suudi Arabistan hükümeti, 2003 yılında, Suudi Arabistan'daki sermaye piyasası faaliyetlerini düzenlemek ve geliştirmek amacıyla 2 Temmuz 2003 tarih ve (M/30) sayılı Kraliyet Kararnamesi uyarınca SPK'nın 4. maddesi kapsamında ayrı bir düzenleyici kurum olarak Sermaye Piyasası Otoritesi'ni (CMA) kurmuştur. Suudi Arabistan'da sukuk ihracına ilişkin spesifik bir çerçeve bulunmamakla birlikte CMA, CMA Listeleme Kuralları ve CMA Menkul Kıymet Teklifi Düzenlemeleri kapsamında sukuk ihracını hisse ve borçlanma araçları ihracıyla yan yana düzenlemekte ve izlemektedir. Menkul Kıymet Teklifi Yönetmeliği, Sermaye Piyasası Kurulu'nun, değiştirilen 2 Temmuz 2003 tarih ve M/30 sayılı Kraliyet Kararnamesi ile çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu'na dayanılarak 4 Ekim 2004 tarih ve 2-11-2004 sayılı Kararı uyarınca yayımlanmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 18 Ağustos 2008 tarih ve 1-28-2008 Sayılı Kararı ile Kotasyon Kuralları ve Menkul Kıymet İhracı Düzenlemeleri, Suudi Arabistan'da sukuk ihracını kontrol eden düzenleyici tedbirlerdir (Alshamrani, 2014, 325–326).

Suudi Arabistan, egemen sukuk programı çerçevesinde kurumsal sukuk ihraçları teşvik ederek 2017'den bu yana sukuk ihracında lider ülke konumundadır. Krallık, 2022'de yeni ihraçlar ve toplam sukuk ihraçları açısından dünyada ikinci büyük sukuk piyasası olarak bilinmektedir (Şekil 36). Suudi Arabistan, aynı zamanda en büyük egemen sukuk ihraççısı olarak bilinir ve üçüncü büyük kurumsal sukuk piyasasına da ev sahipliği yapmaktadır. Refinitiv'e göre, Suudi merkezli kuruluşların ihraç ettiği toplam sukuk değeri 2016 ile 2020 arasında neredeyse üç katına çıkmış ve 2020'de 157,5 milyar dolar değerine ulaşmıştır. Suudi Arabistan'ın sermaye piyasasında bulunan sukukun toplam değeri 2021'in ilk yarısında 178 milyar dolar olarak kaydedilmiştir (Şekil 37) (Islamic Financial Services Board, 2021, 31) (Refinitive, 2022, 13).



Grafik 22: Dünyada Toplam Sukuk İhracında Önde Gelen Ülkeler (2022, Milyar Dolar)

Kaynak: (ICD-LSEG, 2023, 48)

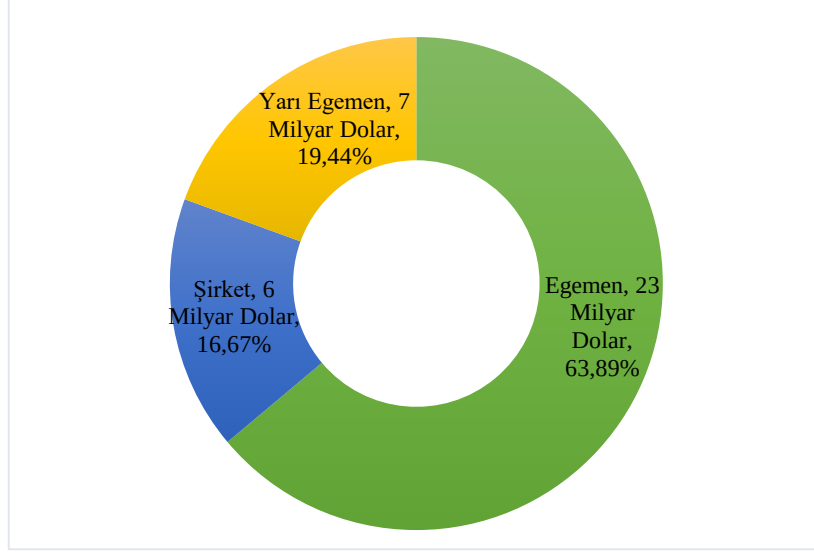


Grafik 23: Suudi Arabistan'ın Yıllık ve Toplam Sukuk İhracı (2016-2021)

Kaynak: (Islamic Financial Services Board, 2021, 31) (Refinitive, 2022, 13)

Şekil 37’te görüldüğü gibi Suudi merkezli ihraççıların toplam sukuk ihraçları 2016’dan 2021’e kadar 55.1 milyar dolardan 178 milyar dolara ulaşarak yedi kattan fazla artış göstermektedir. Aynı şekilde ülkedeki yıllık sukuk ihracı 2016-2021 arasında 5.75 milyar dolardan 49.9 milyar dolara ulaşarak muazzam bir büyüme göstermiştir.

Suudi Arabistan’da en ok ihraçlar devlet tarafından gerçekleşmiştir. Nitekim IFSB (2021) raporuna göre ülkedeki sukuk ihraççısı olarak devletin payı %63.89, şirketlerin katkısı %16.67, yarı egemen ve uluslararası kuruluşların payı %19.44 olarak kaydedilmiştir (Şekil 38) (Islamic Financial Services Board, 2021, 31).



Grafik 24: Suudi Arabistan’da Sukuk İhraççılarının Dağılımı (2020)

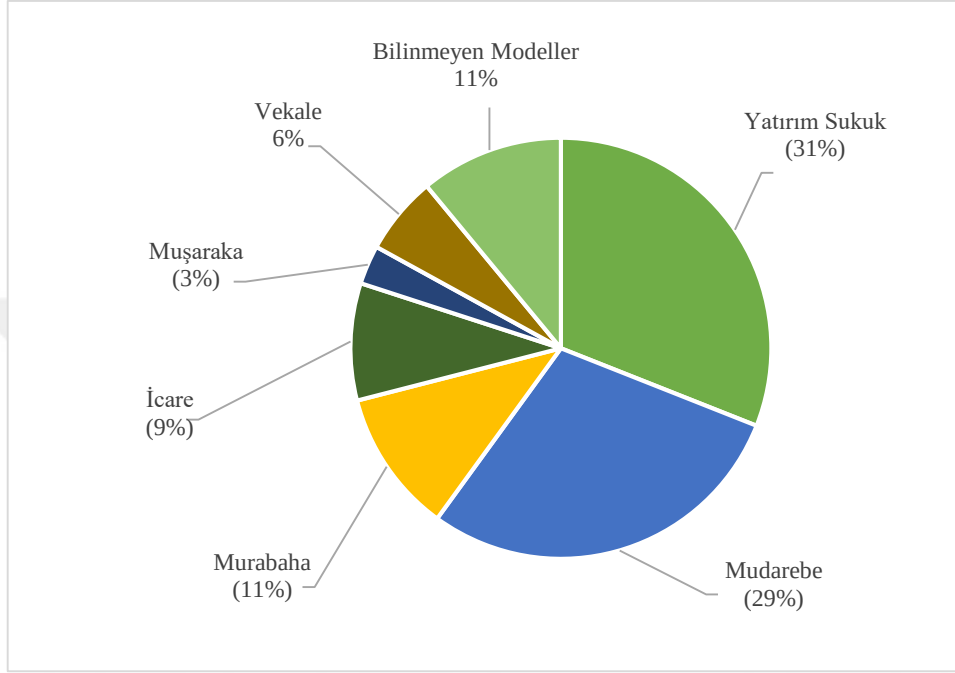
Kaynak: (Islamic Financial Services Board, 2021, 31)

Hawarya ve Zahia'ya (2017) göre sukuk, Suudi Arabistan Krallığı'ndaki enerji santralleri, demiryolları, havalimanları ve deniz limanları dâhil olmak üzere altyapı projeleri için gerekli finansmanın sağlanmasında hayati öneme sahiptir. Altyapı harcamaları ülkedeki ekonomik büyümenin en önemli itici güçlerinden biridir. Suudi Arabistan, altyapı projeleri sukuk yoluyla finanse etmesi konusunda iyi bir deneyimi sahiptir. Cidde'de yeni Kral Abdülaziz Havalimanı'nın geliştirilmesi, Riyad'da Kral Halid Uluslararası Havalimanı'nın genişletilmesi gibi dev projelerde sukuk kullanılarak finanse edilmiştir (Sylla, 2023, 195–196).

Bununla birlikte, Suudi Arabistan'daki gerçekleşen sukuk ihraçları, 2011 yılın öncesi ve sonrası olmak üzere 2 döneme ayırmak mümkündür. 2011 öncesi çoğu ihraçlar devlete ait şirketler tarafından gerçekleştirilirken, 2011 sonrasında sukuk ihraçlarında özel sektör de dahil olmuştur. 2012'nin ilk çeyreğinde, Cidde'de yer alan Kral Abdülaziz Uluslararası Havalimanı'nın finansmanı için, Sivil Havacılık Genel Otoritesi 4 milyar dolar değerinde sukuk ihracı gerçekleştirmiştir. 10 yıl vadeli olarak gerçekleşen bu ihraçta Suudi Maliye Bakanlığı garantör olarak yer almıştır.

Sukuk finansmanının başladığı tarihten bu yana değişik modellerde yapılandırılmış olsa da genelde Suudi Arabistan'da mudârebe, müşâreke, murabaha, icâre ve vekâlet sukuk modellerinde ihraçlar gerçekleştirilmiştir. Tadawul olarak bilinen Suudi Arabistan Borsası'nda kamu ve özel sektör tarafından ihraç edilen sukuk sertifikaları alım satım yapılmaktadır. Ayrıca, yapılan ihraçlar 2011 öncesinde daha çok 10 ve 20 yıl vadeliyken,

2011 sonrasında daha çok 5 yıl vadeli olarak gerçekleştirilmiştir. Az sayıda olsa da kısa vadeli (1 yıldan daha az vadeli) sukuk ihraçları gözlenmiştir. Örneğin; Saudi Bin Laden Group çok sayıda kısa vadeli sukuk ihracı gerçekleştirmiştir (Sümer, 2020, 115–117). Şekil (39), Suudi Arabistan’da 2013 yılında ihraç edilen sukukun yapıya göre dağılımını göstermektedir.



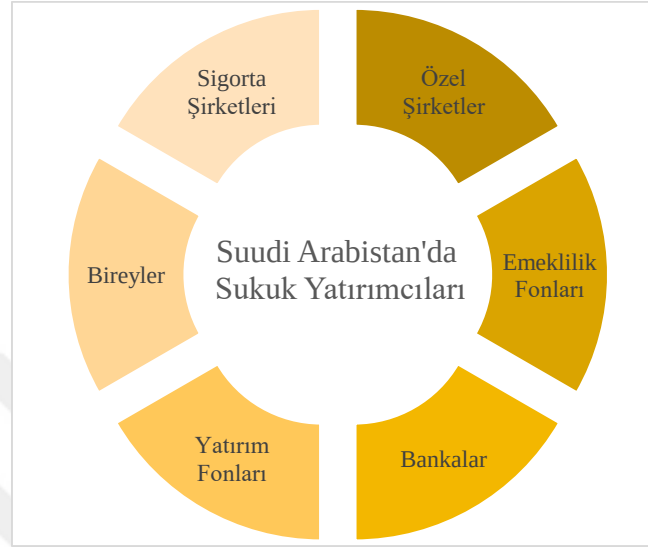
Grafik 25: Suudi Arabistan’da İhraç Edilen Sukuk Modellerinin Dağılımı (2013)

Kaynak: (Saudi Hollandi Capital, 2013, 3)

Şekil 39’da gösterildiği gibi 2013’te Suudi Arabistan’da sukuk ihraçlarında, %31 olarak yatırım sukuk, %29 mudârebe sukuk, %11 murabaha modeli, %9 icâre modeli, %3 müşâreke, %6 vekâlet ve %11 olarak da yaygın olamayan modeller kullanılmıştır (Saudi Hollandi Capital, 2013, 3). .Ancak son yıllarda en çok tercih edilen sukuk yapısı, icâre ve vekâlet modelleridir (Islamic Finance Foundation, 2023, 1).

Suudi Arabistan’da şirketler banka kredisi yerine sukuk sertifikaları uzun vadeli finansman aracı olarak kullanmaya başlamışlardır. Örneğin; Saudi Aramco-Total Rafineri ve Petrokimya şirketi 14 milyar dolarlık Jubail rafineri projesinin 1 milyar dolarlık kısmını sukuk ihracı yoluyla finanse etmiştir. Halbuki 14 yıl vadeli olarak ihraç edilen bu sukuk’a 3.5 kat fazla talep toplanmıştır (Sümer, 2020, 115–117). Ayrıca, Suudi Arabistan’da potansiyel sukuk yatırımcısını 6 kategoriye ayırmak mümkündür. Bunlar; özel şirketler, emeklilik fonları, bankalar, yatırım fonları, bireyler, sigorta şirketleridir (Şekil 40). Örneğin; yatırım fonlarını yönetenler, devlete ait emeklilik fonları gibi

genellikle uzun vadeli yatırımları tercih eder. Öte yandan nakit akışına daha teveccüh gösteren sigorta şirketleri kısa vadeli sukuk sertifikalara yatırım yapmaktadır. Ancak, Suudi Arabistan'da sukuk ihracında en önemli rolü bankalar oynamaktadır (Abalkhil, 2018, 212).



Şekil 15: Suudi Arabistan'da Sukukun Yatırımcı Profili

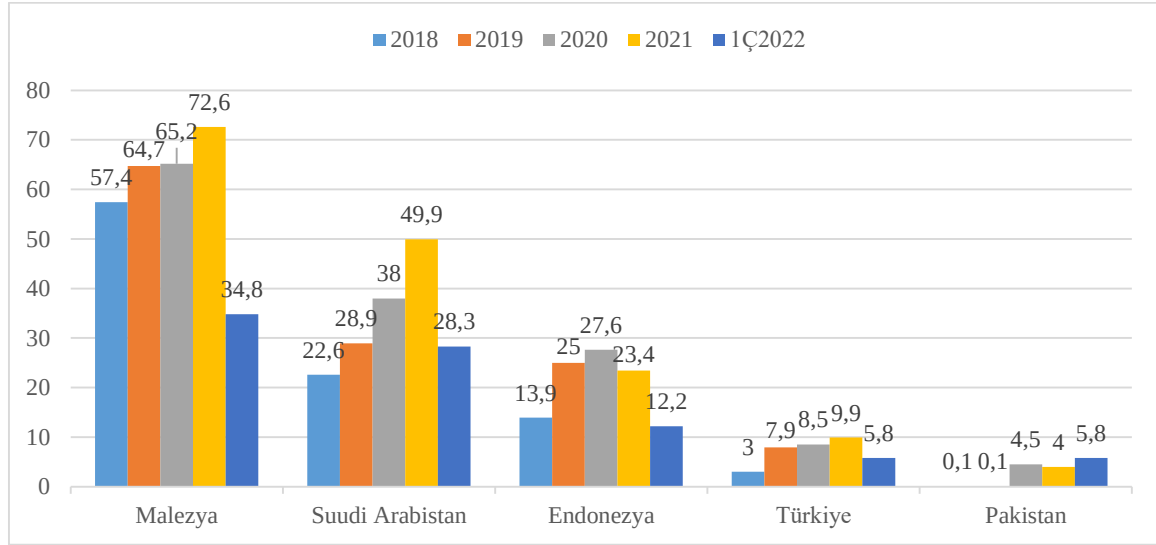
Kaynak: (Abalkhil, 2018, 212)

2.8.3. Endonezya Örneği

Endonezya'da sukuk, ilk başta konvansiyonel finans mevzuatına göre düzenleniyordu. 1995 tarihli 8 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda İslami sermaye piyasası araçları için uygulanmaya başladı. Devlet borçlanma araçlarının ihracı, satışı ve satın almasına ilişkin Endonezya Bankası Düzenlemesi, ana düzenleme olarak 5/4/PBI/2003 sayılı 2003 yılında çıkarılmıştır. 2008 yılında yürürlüğe giren 19 sayılı egemen sukuk yasası, Endonezya Hükümetine resmi olarak egemen sukuk çıkarma yetkisini vermiştir. Ertelenen kurumsal sukuk düzenlemesi, Endonezya sermaye piyasası otoritesinin 10 Kasım 2015 tarihinde 18/POJK.04/2015 sayılı Kurumsal Sukuk İhracı ve Gereksinimleri Hakkında Yönetmelik'i yayınlamasıyla gerçekleşmiştir. 2014'ten önce Endonezya finans sistemi, Endonezya Bankası ve Endonezya Sermaye Piyasası Denetleme Kurumu (BAPEPAM) olmak üzere iki ana düzenleyici ve denetleyici kurum tarafından yönetiliyordu. Ancak 2011 tarihli 21 Sayılı Kanunla, bu rolü yerine getirmekle görevli olan tek finans kurumu olarak Endonezya Finansal Hizmetler Otoritesi (Otoritas Jasa Keuangan) adına bağımsız bir kuruluş oluşturulmuştur. Bu finansal kuruluş, 31 Aralık

2012 ve 31 Aralık 2013 tarihlerinden itibaren sırasıyla BAPEPAM ve Endonezya Bankasının görevlerini devralmıştır. OJK, finans ve bankacılık sektörlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesinden sorumludur (Ghezal vd., 2022, 257–258).

Endonezya, sukuk piyasasında son yıllarda önemli bir aktör haline gelmiştir. Endonezya sukuk piyasası Doğu Asya’da ihrac miktarı açısından en büyük ikinci piyasadır. Ancak, geleneksel tahvil piyasası ülkede halen baskın bir rol oynamaktadır (Sümer, 2020, 124). Endonezya, 2018 yılından beri sukuk ihraçlarında önde gelen ülkeler arasında üçüncü sıraya yer almaktadır (bkz. Şekil 41) (Refinitive, 2022, 13).



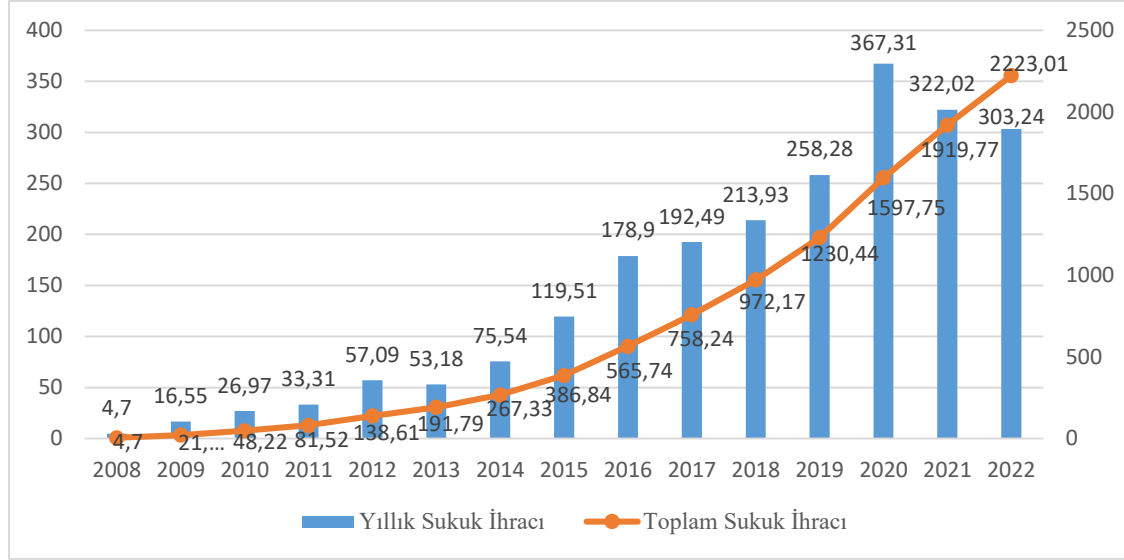
Grafik 26: 2018-2022 Yılları Arasında Sukuk İhracında Önde Gelen Ülkeler (Milyar Dolar)

Kaynak: (Refinitive, 2022, 13)

Endonezya’da ilk sukuk ihracı, özel sektör (Indosat şirketi) tarafından 2002 yılında 175 milyar Endonezya Rupisi (IDR) değerinde 5 yıl vadeli olarak mudârebe sukuk türünde gerçekleştirilmiştir. İlk icâre sukuk ise 2004 yılında Endonezyalı gayrimenkul şirketi (Matahari Putra Prima) tarafından 5 yıl vadeli olarak 150 milyar IDR değerinde ihrac edilmiştir. Ancak, Endonezya’da 2008’den beri sukuk ihraçlarının büyük bir kısmı devlet tarafından gerçekleştirilmiştir (Sümer, 2020, 124).

Endonezya hükümeti sukuk ihraçlarına Mayıs 2008’de “Perusahaan Penerbit Surat Berharga Syariah Negara” (PP SBSN) adlı özel amaçlı şirketin kurmasıyla birlikte İslami menkul kıymet ihracına izin veren düzenlemeyle başlamıştır. Bu düzenlemeyle Endonezya hükümeti, bütçe açıklarını da finanse edebilecek yeni bir finansman kaynağına kavuşmuştur. Endonezya hükümeti ilk sukuk modelini 7 yıl vadeli olarak

Ağustos 2008’de ihraç etmiştir. İlk uluslararası sukuk ihracını ise Şubat 2009’da gerçekleştirmiştir. Bununla birlikte, proje esaslı ilk sukuk ihracını ise 2012 yılında gerçekleştirmiştir (Sümer, 2020, 124–127). IIFM (2023) raporuna göre Endonezya’da 2008-2022 döneminde toplam sukuk ihracı 2223,01 trilyon Endonezya Rupisi olarak kaydedilmiştir (bkz. Şekil 42) (Internation Islamic Financial Market, 2023, 174).



Grafik 27: Endonezya’nın Yıllık ve Toplam Sukuk İhraçları (2008-2022, Trilyon Rupî)

Kaynak: (Internation Islamic Financial Market, 2023, 174)

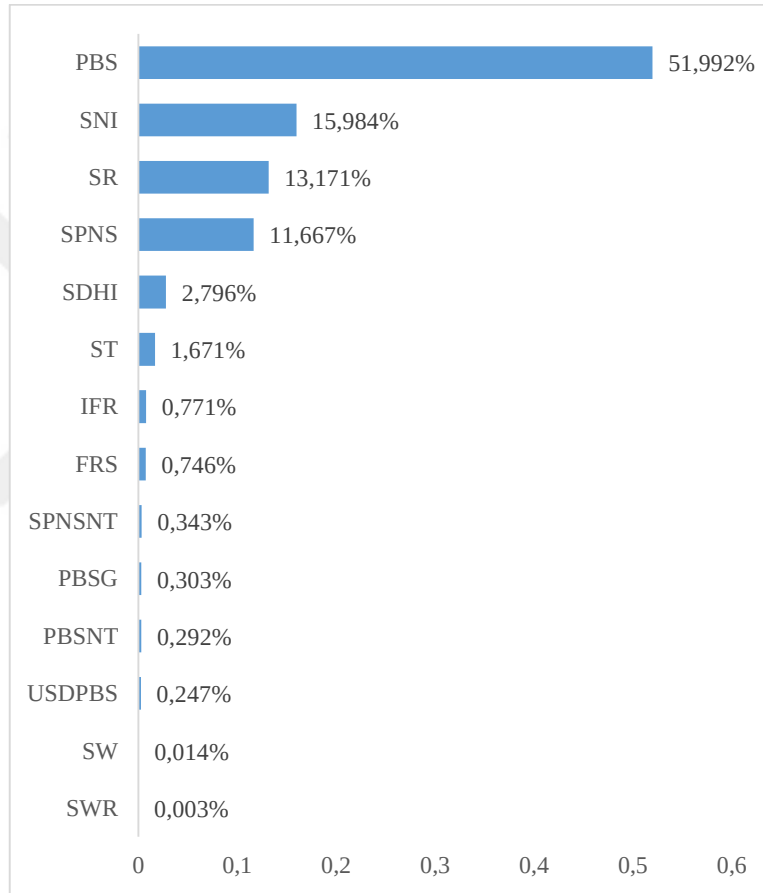
Endonezya hükümeti, 2018'den itibaren ABD doları cinsinden en büyük uluslararası egemen sukuk ihraççısı haline gelmiştir. Bu ihraçlar, iklim değişikliğiyle mücadeleyle yönelik yaratıcı finansal seçeneklerin yanı sıra, cumhuriyetin yeşil ve sürdürülebilir finansman konusundaki kararlılığını ve uzun vadeli bağlılığını vurgulamaktadır (Internation Islamic Financial Market, 2023, 177).

Endonezya, ilk kez 2018 yılında küresel düzeyde 1,25 milyar dolarlık yeşil sukuk ihraç ederek dünyada ilk yeşil sukuk ihraççısı olmuştur. 2019 yılında ise internet platformunu kullanarak bireysel yatırımcılara yönelik ilk yerli yeşil sukuk ihracını gerçekleştirmiştir (Internation Islamic Financial Market, 2023, 180).

Endonezya’da egemen sukuk veya Negara Sukuk, İslami sabit getirili Sukuk (IFR), Perakende Sukuk (SR), Yeşil Sukuk, Proje Tabanlı Sukuk (PBS), Endonezya Ulusal Sukuk (SNI), Tasarruf Sukuk (ST), Hac Fonu Sukuk (SDHI), Yabancı Hazine Sukuk Sertifikaları (SPNS), İşlem Görülmeyen Devlet Hazinesi Sukuk Sertifikaları (SPNSNT) vb. gibi çeşitli biçimlerde yapılandırılmaktadır. Negara sukukun tüm türleri, özellikle diğerlerine göre daha uzun vadeli olarak ihraç edilen proje tabanlı sukuk (PBS), altyapı

finansmanına yöneliktir. Endonezya'daki egemen sukukun her bir çeşidi belirli amaç ve hedeflere yönelik olarak ihraç edilmektedir. Örneğin SDHI, hükümet projelerini finanse etmek için hac fonlarından yararlanmaktadır. SNI sukuk ise dolar cinsinden bir sukuk olarak uluslararası piyasalara erişim sağlamak için kullanılmaktadır. SR ve ST perakende yatırımcıları hedef almaktadır (COMCEC Coordination Office, 2019, 83–84).

Proje Bazlı Sukuk (PBS), 2022 yılına kadar nominal olarak en çok ihraç edilen seri olup, toplam ihracın yüzde 52'sini oluşturmaktadır (Bkz. Şekil 43) (Internation Islamic Financial Market, 2023, 175).



Grafik 28: Negara Sukukun Çeşitleri

Kaynak: (Internation Islamic Financial Market, 2023, 175)

Endonezya'da sukuk ihraçlarında şu ana kadar mudârebe, icara ve vekâlet modelleri olmak üzere üç model kullanılmaktadır. Ancak, Endonezya Sermaye Piyasasında ihraç edilen toplam sukuk değeri %77,62 oranında icâre sukuk türünden oluşurken, mudârebe yalnızca %22,38 paya sahiptir. Bu durum, Endonezya Sermaye Piyasasında icâre sukukun yatırımcıları tarafından en çok tercih edilen sukuk modeli olduğunu göstermektedir. Endonezya'nın sukuk piyasası hızlı bir büyüme göstermesine rağmen,

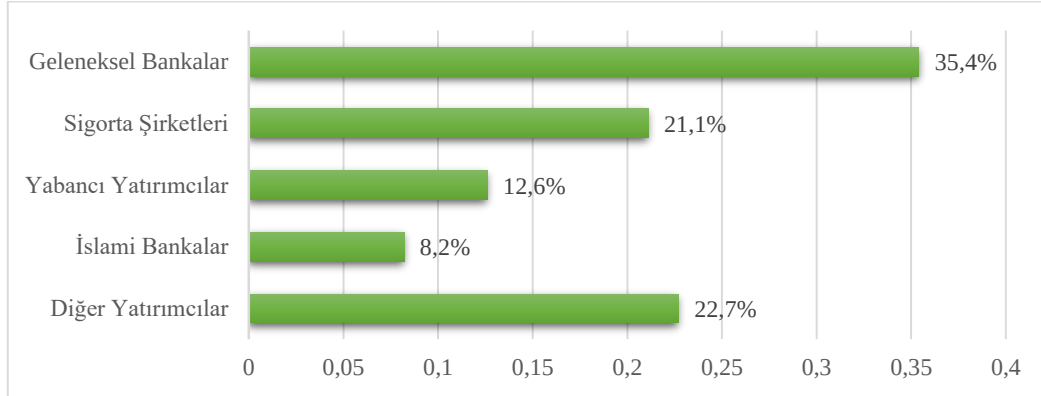
ihraç işlemlerinde kullanılan sözleşmelerin çeşitliliği bu büyümeye ayak uyduramamıştır (Rahmayati - Erwin Zuhri Nasution, 2018, 1–2). Endonezya'da 2015 yılına kadar ihraç edilen kurumsal sukuk, mudârebe sukuk ve icara sukuk olmak üzere yalnızca 2 türden oluşuyordu. Ancak 2015'ten bu yana vekâlet sukuk sıklıkla kullanılmıştır (Islamic Finance Foundation, 2023, 1). Endonezya'da en çok tercih edilen model, icâre sukuktur. Ancak son yıllarda vekâlet modelinin kullanımına eğilim göstermiştir (Islamic Finance Foundation, 2023, 1).

Endonezya'da 2015-2019 arasında altyapı finansmanına yönelik toplam finansal ihtiyaç 342,57 milyar doları tahmin edilmişti. Bunun yaklaşık %41'ini hükümet, %22'sini devlete ait şirketlerin finanse edeceği tahmin edilmiş ve geri kalan %37'nin ise özel sektör tarafından karşılanması öngörülmüştü. Hükümet, projelerin önemli bir kısmını tahvil ve sukuk gibi sertifikaları ihraç ederek finanse etmiştir. Devlet tahvilleri 1701 trilyon IDR (121,5 milyar ABD Doları) ile hâkim konumdadır ve bunu, toplam devlet tahvillerinin %14'ünü oluşturan 277 trilyon IDR (19,78 milyar ABD Doları) ile Negara sukuk takip etmektedir (COMCEC Coordination Office, 2019, 83). Endonezya Bayındırlık Bakanlığı, havaalanı, su, elektrik ve yol gibi altyapı projeleri genellikle devlete ait şirketler ile hayata geçirmektedir. Geri kalan altyapı projeleri ise Kamu-Özel İşbirliği (PPP) düzenlemeleri kapsamında özel sektör tarafından finanse edilmektedir (COMCEC Coordination Office, 2019, 81).

Endonezya Maliye Bakanlığı, 2017 yılında 590 ulusal altyapı projesini finanse etmek için toplamda 16,7 trilyon IDR (11,9 milyar ABD Doları) tutarında Negara Sukuk ihraç etmiştir. Böylelikle İslami finans, milli altyapı projelerinin geliştirilmesine muazzam katkı sağlamıştır. Ayrıca devlete ait şirketlerinden önemli birinin “Milli Elektrik Şirketi (PLN)” 16,3 trilyon IDR (11,6 milyar ABD Doları) tutarındaki finansmanının %40'ı sukuk yoluyla sağlanmıştır (COMCEC Coordination Office, 2019, 84).

Endonezya'nın sukuk piyasası gelişme göstermekle birlikte, hala derin değildir. Bu arada, konvansiyonel bankalar Endonezya hükümetinin şeriata uygun ihraç ettiği finansal araçlara en çok rağbet gösteren kurumlardır. 2009'da konvansiyonel bankalar toplam sukuk yatırımcılarının içindeki pay oranı yüzde 3,7 iken, 2013'te bu oran yüzde 35,4'e yükselmiştir. İslami bankalar ise 2013'te sadece yüzde 8,2 oranında sukuk sertifikalara yatırım yapmışlardır. Sigorta şirketleri yüzde 21,1 oranıyla yatırımcılar arasında ikinci

sıradadır. Yabancı yatırımcılar ise yüzde 12,6 paya sahiptir (bkz. Şekil 44) (Sümer, 2020, 124–127).



Grafik 29: Endonezya’da Egemen Sukuk Yatırımcılarının Dağılımı (2013)

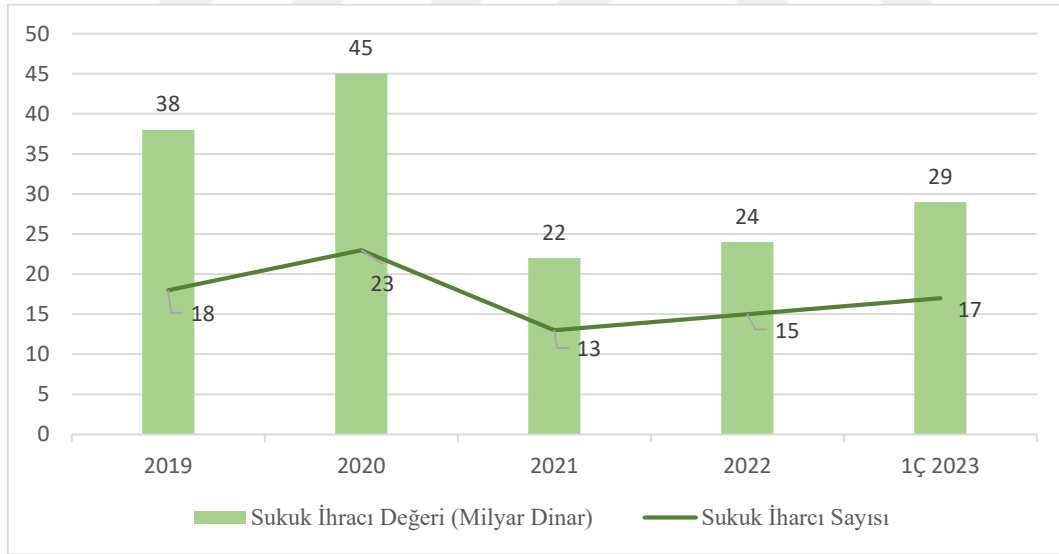
Kaynak: (Sümer, 2020, 127)

2.8.4. Birleşik Arap Emirlikleri Örneği

Genel olarak BAE'de iki farklı mali düzenleme yetkisi vardır: 'Federal Mali Düzenleme yetkisi' ve 'Dubai Uluslararası Finans Merkezi (DIFC) yetkisi'. Federal yargı yetkisinin, sermaye piyasaları için kendi mali düzenleyicisi olan SCA ile birlikte kendi mali düzenleme sistemine sahiptir. Ancak, yan bir düzenleyici olarak BAE Merkez Bankası ve iki borsa (Abu Dabi Menkul Kıymetler Borsası (ADX) ve Dubai Finansal Piyasası (DFM)), menkul kıymetler düzenlemesinde belirli bir rol üstlenmektedir. DIFC, kendi finansal hizmetler düzenleyicisi, Dubai Finansal Hizmetler Otoritesi (DFSA) ve uluslararası bir finansal borsa olan NASDAQ Dubai ile kendi bağımsız finansal düzenleme sistemini sürdürmektedir. Her iki yargı bölgesinin de finansal hizmetler ve işletmelerin genel uygulamalarına ilişkin kendi yasa ve düzenlemeleri vardır. Federal yargı yetkisi kapsamında, sukuk faaliyetlerini düzenleyen 2014 tarihli 16 No'lu Sukuk Yönetmeliğine İlişkin Karar bulunmaktadır. DIFC yargı yetkisi kapsamında, 2004 tarihli 13 Sayılı DIFC Kanunu, İslami Finansal İşletmeyi Düzenleyen Kanun, 2012 Piyasa Kanunu, 1 No'lu DIFC Kanunu, DFSA Kural Kitabı (Piyasa Kuralları), DFSA Kural Kitabı (İslami Finansal Kurallar) ve NASDAQ Dubai Business Kurallar, sukuk faaliyetlerini düzenler. Federal yargı yetkisi sukuk faaliyetleriyle ilgili özel düzenlemeler çıkarmış olsa da, DIFC yargı yetkisinde tüm İslami menkul kıymet türlerini kapsayan İslami Finansal Kuralların kısmi istisnası dışında sukuk ile ilgili özel kurallar bulunmamaktadır (Al-Ali, 2019, 188–189).

Hâlihazırda Birleşik Arap Emirlikleri, dünya sukuk piyasasının önemli oyuncularından biridir. Birleşik Arap Emirliklerinde hem özel sektör hem de kamu sektörü sukuk ihraçları gerçekleştirmektedir. Örneğin; 2013 ve 2015 yılında Sharjah İslam Bankası tarafından uluslararası yatırımcılara yönelik, 5 yıl vadeli 500 milyon dolar değerinde vekâlet sukuk modelinde ihraçlar gerçekleştirilmiştir. Diğer bir örnekte, Damac Gayrimenkulleri tarafından uluslararası yatırımcılara yönelik, 5 yıl vadeli olarak 650 milyon dolar değerinde icâre sukuk yapısında ihraçlar gerçekleştirilmiştir. Buna benzer, 2013 ve 2015 yılında, Dubai İslam Bankası uluslararası yatırımcılara yönelik, mudârebe modelini kullanarak 1 milyar dolar değerinde sukuk ihraç etmiştir (Sümer, 2020, 120).

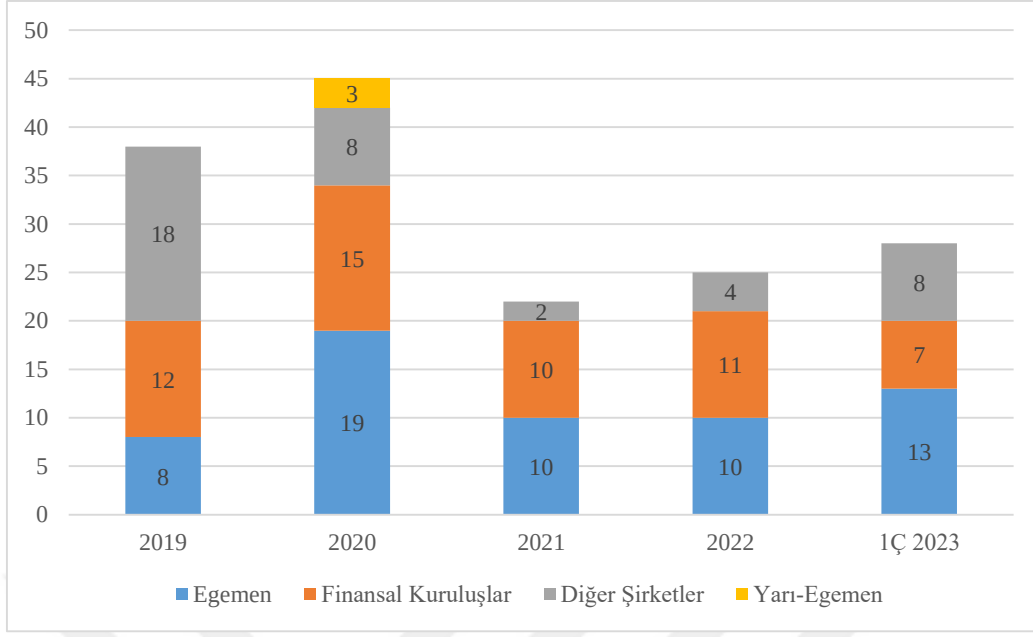
Londra Menkul Kıymetler Borsası Grubu (LSEG) verilerine göre İslami finans kurumlarının varlığıyla desteklenen Birleşik Arap Emirlikleri, yıllık sukuk ihracı ve kapanmamış sukuk değeri açısından dünyanın en büyük dördüncü piyasaya sahiptir. BAE, 2023'ün ilk yarısında, 2021 ve 2022'nin bütün yıllarına kıyasla daha aktif sukuk ihraçları görmüştür. Toplam sukuk ihracı, 2023'ün ilk yarısında 28,7 milyar Dinar'a ulaşarak 2022'nin tamamındaki 24,6 milyar Dinar sukuk ihraçlara kıyasla muazzam bir yükseliş göstermiştir (bkz. Şekil 45) (Central Bank of The U.A.E., 2023, 34).



Grafik 30: Birleşik Arap Emirliklerinde Sukuk İhraçları

Kaynak: (Central Bank of The U.A.E., 2023, 34)

BAE'de hem özel sektör hem de devlet ihraççıları faaliyet göstermektedir. Son beş yılda özel sektör ihraççılarının çoğu konvansiyonel ve İslami bankalar olmaktadır. Sektördeki diğer aktif şirketler arasında ticari holdingler, lojistik şirketleri, havayolları ve emlak şirketleri yer almaktadır (Central Bank of The U.A.E., 2023, 35).



Grafik 31: BAE’DE İhraççı Türüne Göre Sukuk İhraçları (Milyar Dirhem)

Kaynak: (Central Bank of The U.A.E., 2023, 35)

Birleşik Arap Emirlikleri’nde proje finansmanı doğrultusunda sıklıkla sukuk ihraçları gerçekleştirilmektedir. Tablo 6’da proje finansmanına yönelik ihraç edilen örnek sukuk bilgileri yer almaktadır (Sümer, 2020, 121).

İhraççı Kurum/Kuruluş	Sukuk Modeli	Finanse Edilen Proje	İhraç Değeri (Milyon Dolar)
Aldar Gayrimenkul	Mudârebe	Abu Dabi Gayrimenkul Kalkınması	2.530
Nakheel Kalkınma Limited Şirketi	İcare	Dubai Kıyı Gayrimenkul Kalkınması	3.520
Aabar Sukuk Limited Şirketi	Mudârebe	Petrol & Enerji	460
Gold Sukuk Şirketi	Müşâreke	Serbest Bölge Gayrimenkul Kalkınması	200
Emirates Havayolları	Müşâreke	Emirates Havayolları Genel Merkezinin ve Mühendislik Merkezinin Kurulması	650
Dubai Sivil Havacılık Bölümü	İcare	Havaalanı Genişletme	1000

Tablo 6: Birleşik Arap Emirliklerinde Örnek Projelerinde Kullanılan Sukuk Modeli

Kaynak: (Sümer, 2020, 122)

Tablo 6’da görüldüğü gibi, gayrimenkul, petrol & enerji ve havacılık sektörlerinde uygulanan projelerin finansmanı için farklı değerlerde sukuk ihraç edilmiştir. Bu projelerin finansmanı için mudârebe, müşâreke ve icâre yapıları kullanılmıştır (Sümer, 2020, 122).

2.8.5. Türkiye Örneği

Türkiye’de sukuk ihracının önünü açan ilk adım, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan Seri: III, No:43 sayılı "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" ile atılmıştır. Tebliğde, literatürde “sukuk” olarak ifade edilen finansman aracı, “kira sertifikası” adıyla geçmiştir. Aralarında ince ayırım bulunan bu iki kavram aynı anlamda kullanılmaktadır. İlk sukuk ihracı, 01.04.2010 tarih ve 27539 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren bu tebliğe dayanılarak 2010 yılında gerçekleştirilmiştir. Türkiye’de sukuk ihraçları Hazine ve özel sektör tarafından gerçekleştirilmektedir. Ülkede sukuk ihraçları gereken yasal düzenlemenin yapılmasının ardından özel sektörün atılımlarıyla 2010 yılında başlanmıştır. Kamu tarafından yapılan kira sertifikası uygulamaları ise 2012 yılından itibaren devam etmektedir. Yapılan ilk düzenlemeyle icara sukuk şekline yakın olarak ihraç edilen kira sertifikaları, ihraçlara olan talebin artmasıyla birlikte yeni türlerin de uygulanma fırsatının ortaya çıkarılmasını gerekli kılmış ve Sermaye Piyasası Kanunu’na dayanılarak yapılan düzenlemelerde yeni sukuk türleri tanınmıştır. Türkiye’de özel sektör tarafından yapılan ihraçlarda ağırlıklı olarak katılım bankaları rol almaktadır (Alparslan - Kudun, 2016, 320).

Böylece gerekli vergi düzenlemelerinin ardından ilk yurt içi kurumsal sukuk 2011 yılında Kuveyt-Türk tarafından ihraç edildi. Haziran 2012’de 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetimi Kanunu’nda yapılan değişiklikle devlet sukuku için gerekli mevzuatın sağlanmasıyla 18.09.2012 tarihinde Türkiye Cumhuriyeti’nin yerli ve uluslararası sermaye piyasalarında ilk devlet sukuku ihracını gerçekleştirmiştir. SPK’nın 07.06.2013 tarihli yeni tebliği, mülkiyet, yönetim sözleşmesi, ticaret, ortaklık, mühendislik, satın alma ve inşaat sözleşmesine dayalı olarak ihraç edilen sukuku düzenleyip diğer sukuk türlerinin yanı sıra borsada işlem gören sukuk türlerinin de bir arada kullanılması sağlanarak İslami sermaye piyasası alanı yeni araçlarla kolaylaştırılmıştır (COMCEC Coordination Office, 2016, 145).

Türkiye’de “kira sertifikası” olarak bilinen sukuk, ilk kez 2010 yılında uluslararası standart ve uygulamalara uygun bir şekilde Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. (özel sektör) tarafından 100 milyon dolar tutarında ihraç edilmiştir (Bahtiyar, 2021, 109–110). Türkiye Sukuk Piyasası, ilk sukuk ihracından sonra, faizsiz yatırım fırsatları sunan sukuk özellikleri sayesinde muazzam bir gelişme süreci göstermiştir. Türkiye, finansal altyapısını geliştirmek, finansal ürün ve hizmet çeşitliliğini artırmak amacıyla son yıllarda İslami sermaye piyasalarında çok sayıda önemli reformlar gerçekleştirmiştir. Bu çerçevede, İstanbul Finans Merkezi Eylem Planı kapsamında, Türkiye’de İslami sermaye piyasaları da dâhil olmak üzere menkul kıymet piyasalarının geliştirilmesini amaçlayan ulusal bir girişim hayata geçirmiştir. Türkiye, küresel sukuk piyasasında önemli aktörlerinden biri olarak rol oynamaya çalışmıştır. Nitekim sukuk ihraçlarının miktarı dikkate alındığında bu hedefe ulaşıldığı görülmektedir (Internation Islamic Financial Market (IIFM), 2022, 191).

Yıllar	Hazine Sukuk İhraçları	Katılım Bankaları Sukuk İhraçları	Toplam
2010	0	151.000.000	151.000.000
2011	0	644.000.000	644.000.000
2012	4.474.482.560	0	4.474.482.560
2013	5.870.126.823	1.440.112.773	7.310.239.596
2014	5.432.784.070	3.500.118.050	8.932.902.120
2015	3.390.299.233	4.323.891.000	7.714.190.233
2016	9.162.256.540	6.031.113.800	15.193.370.340
2017	9.079.329.786	7.208.000.000	16.287.329.786
2018	78.145.516.190	20.831.174.047	98.976.690.237
2019	46.587.837.743	41.919.695.953	88.507.533.696

Tablo 7: Türkiye’de Sukuk İhraçları (2010-2019, TL)

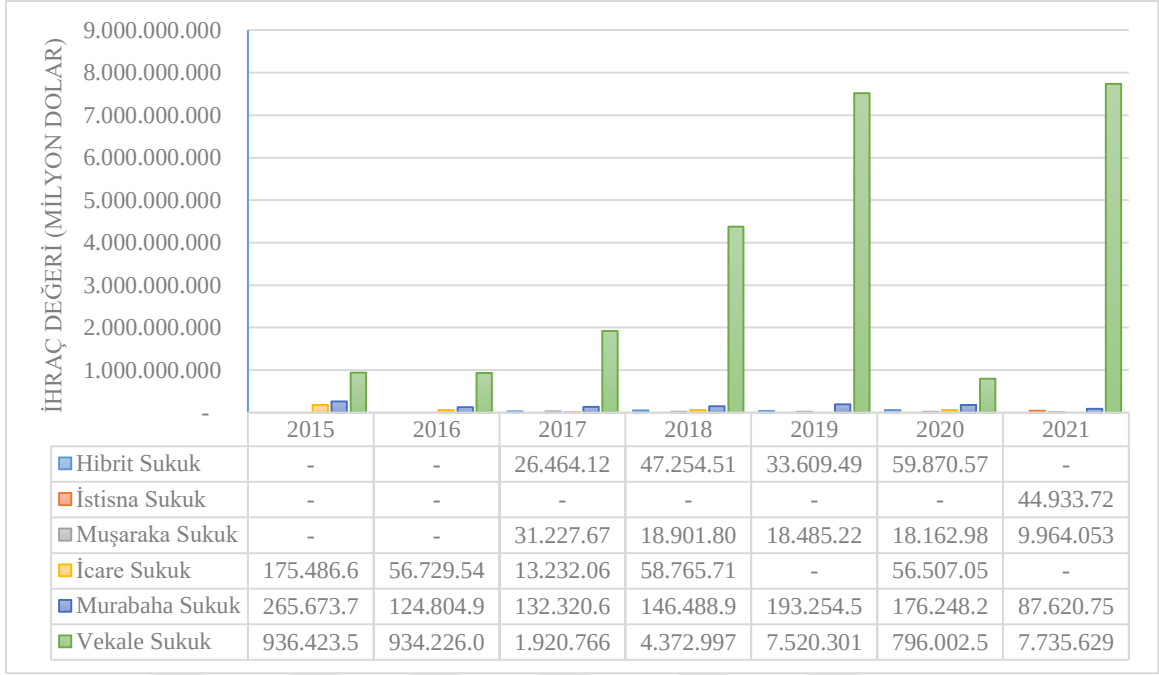
Kaynak: (Orhan - Tırman, 2021, 234)

Tablo 7’de gösterildiği gibi hem hazine hem de katılım bankalarının sukuk ihraçları, 2010-2019 döneminde hemen hemen her sene düzenli bir şekilde artış göstermektedir. Özellikle son iki senede muazzam bir büyüme yaşadığı görülmektedir. Son yıllardaki artışın temel nedeni 2016 yılında sukuk lehine yapılan vergi düzenlemeleridir. Bununla birlikte, 2018 yılında BIST’te (Borsa İstanbul) faaliyete geçen Taahhütlü İşlemler Piyasası sayesinde, sukuk piyasası da farklı bir derinliğe kavuşmuştur (Orhan - Tırman,

2021, 234). Bu platform sayesinde Türkiye’de organize sukuk piyasasının ikinci el alım-satım işlemleri yapılmaya başlanmış ve ayrıca faizsiz portföy yönetim şirketleri bu piyasa sayesinde faizsiz fon ürünleri geliştirmeye başlamıştır. Fon yatırımcıları, bu piyasa aracılığıyla sukuk piyasasının derinleşmesinde katkıda bulunmuştur (Bahtiyar, 2021, 109–110).

Kurumsal sukuk’a ilişkin düzenleyici çerçeveyi desteklemek amacıyla son on yılda bazı önemli zorluklar aşılmıştır. İlk Sukuk düzenlemesi 2010 yılında yürürlüğe girdiğinde, temel olarak faizsiz finansman ve leasing (İcara) işlemi şeklinde yatırım yapılmasına imkân sağlamak üzere tasarlanmıştı. Daha sonra 2011 yılında İcare Sukukta geleneksel finansal ürünlerle karşılaştırıldığında vergi eşitsizlikleri giderilmiştir. Son olarak 2012 yılında Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) kapsamında hâlihazırda yürürlükte olan sukuk düzenlemeleri yayımlanmıştır. Haziran 2013’te yeni Sermaye Piyasası Kanunu’nun yürürlüğe girmesiyle sukuk düzenlemeleri tamamen yenilenmiştir. Yeni Kanuna göre güncellenen ikincil düzenlemeler, dayanak varlıkların kapsamını her türlü hak ve varlığı kapsayacak şekilde genişletmiş ve uluslararası alanda tanınan beş Sukuk yapısını (Vekâlet, Murabaha, Mudârebe, Müşâreke ve İstisna) daha tanıtmıştır (International Islamic Financial Market (IIFM), 2022, 191).

Türkiye’de ilk sukuk ihracının bir katılım bankası tarafından gerçekleştirilmesi nedeniyle günümüzde katılım bankaları sukuk piyasasında aktif bir rol oynamaktadır. Kamu katılım bankalarının sektöre katılımıyla birlikte 2017 yılı ve sonrasında sukuk ihraç hacminde hızlı bir artış trendi yaşanmıştır. Katılım Bankalarının 2010-2020 yılları arasındaki sukuk ihraçlarının toplam değeri, 129 milyar 694 milyon TL, 4 milyar 145 milyon Dolar ve 1 milyar 960 milyon Malezya Ringiti olarak gerçekleşmiştir. Kamu sektörünün ilk sukuk ihracı ise 2012 yılında yapılan kanun değişikliğinin ardından aynı yıl içinde 1,5 milyar Dolar olarak icâre yapısında yurt dışı piyasalarda ihraç edilmiştir. Hazine tarafından dolar bazında gerçekleşen ihraçların genellikle yabancı yatırımcıları hedeflemektedir (Bahtiyar, 2021, 110–111).



Grafik 32: Türkiye’de İhraç Edilen Kurumsal Sukukun Modellerine Göre Dağılımı (2015-2021)

Kaynak: (Internation Islamic Financial Market (IIFM), 2022, 192)

Kurumsal sukukun yapılarına bakıldığında genel olarak sahipliğe (icâre), ticârete (murabaha) ve esas olarak da yönetim sözleşmelerine (vekâlet) dayandıkları görülecektir. Piyasada “Vekâlet Sukuk” hâkimdir ve son yıllarda toplam sukuk ihraçları içinde vekâlet sukukun yoğunlaşma oranı %95’in üzerindedir. Öte yandan piyasanın gelişiminin bir göstergesi olarak 2021 yılında ilk kez istisna sukuk ihracı görülmektedir (Internation Islamic Financial Market (IIFM), 2022, 192).

Türkiye’de sukuk ihraçlarını yaygınlaştıran ve mevzuat açısından ihraç sürecini daha da kolaylaştıran on birinci kalkınma planında kamu finansmanında sukukun kullanılması öngörülmüştür. Üstelik kamu altyapı yatırımlarında kira sertifikası finansman modelinin kullanılmasına ilişkin irade beyan edilmiştir. Ayrıca ağırlıklı olarak kamu tarafından finanse edilen altyapı yatırımlarında alternatif finansman araçlarının kullanılması da stratejik hedefler arasında bulunmaktadır. Altyapı yatırımlarının finansmanı, proje bazlı menkul kıymet ihraçları ve dolayısıyla sukuk ihraçlarına yönelik fonun likiditesine katkı sağlayacak güncel bir düzenleme 2021 yılında SPK tarafından yayımlanmıştır (Bahtiyar, 2021, 109–110).

Türkiye’de kamu sukuk ihraçları faizsiz borçlanma aracı olarak kamu finansmanında kullanılmaktadır. Aynı zamanda uzun vadeli finansmana ihtiyaç duyan altyapı

yatırımlarının karşısında Türk lirası cinsinden ihraç edilen kamu sukukun ortalama vadesinin 2,76 yıl olduğu görülmektedir. Kısa vadeli ihraçların bir diğer sebebi ise Türkiye’de emeklilik fonları, varlık fonu, sigorta şirketleri alanında yeterli derinlikte uzun vadeli yatırımcı kitlesinin oluşmamasıdır. Kamu finansmanı kapsamında belirli bir projeye finansman sağlamak amacıyla sukuk ihracı gerçekleşmemiştir. Dolayısıyla, kamu borçlanmasındaki vade yapısı ile altyapı yatırımlarına proje bazlı finansmanı arasındaki uyumsuzluk neticesinde doğrudan finansman sağlanmadığı daha da net anlaşılmaktadır. Türkiye’de kamu ve özel sektör olmak üzere kurumların proje bazlı gerçekleştirdiği sukuk ihraçlarının oldukça sınırlı olduğu görülmektedir. Genellikle sukuk, kamu sektöründe borçlanma aracı, katılım bankalarında ise likidite yönetimi olarak kullandığı tespit edilmiştir. Bugüne dek yalnızca Aktif Bank’ın bağlı ortaklığı olarak Aktif Bank Sukuk Varlık Kiralama Şirketi tarafından 2013’te ihraç edilen sukuk, proje finansmanı için kullanılmış olduğu tespit edilmiştir (Bahtiyar, 2021, 114).

3. BÖLÜM: AFGANİSTAN ALTYAPI PROJELERİNİN FİNANSMANINDA UYGULANABİLİR SUKUK MODELİ ÖNERİSİ

3.1. Afganistan Altyapı Durumuna Genel Bir Bakış

Afganistan'ın eşsiz jeostratejik konumu, bu ülkenin son iki yüzyılda dünyanın büyük güçlerinin odak noktası olmasına neden olmuştur. Afganistan coğrafi olarak Orta Asya, Doğu, Batı ve Güney Asya sınırında yer almakta ve bu toprakları birbirine bağlamaktadır. Bu nedenle bölgenin transit gücü olma özelliğine sahiptir. Öte yandan Amerikalı jeologlar ve Pentagon yetkilileri, yakın zamanda Afganistan'daki kullanılmayan maden rezervlerinin değerinin bir trilyon dolar üzerinde olduğunu tahmin etmiştir. Bu ülke için benzersiz bir potansiyel yaratan ve onu dünyanın en zengin ülkelerinden biri haline getiren bu madenlerin en önemlileri demir, altın, bakır, lityum, uranyum ve lacivert olarak kabul edilmektedir. Afganistan'ın yeraltı zenginlikleri, İngiltere'den Sovyetler Birliği'ne ve Amerika'ya kadar dünya güçlerinin bu topraklara göz dikmesi için olası bir gerekçe olarak değerlendirilebilir. Çağdaş tarihe bakıldığında, her bir gücün Afganistan'daki varlıkları için özel bahaneler bulmuştur. Ancak Amerika Birleşik Devletleri, 11 Eylül 2001 terör saldırılarında El Kaide'nin parmağı olduğunu ve Taliban grubunun El Kaide liderlerine desteğini doğrulayan Birleşmiş Milletler Güvenlik Konseyi belgelerinin dışında; terörizmi bahane ederek Afganistan'ı işgal altına almıştı. ABD, terörle mücadele etme ve Afganistan'ın kalkınmasına yardım etme sözü vererek, yalnızca bu ülkenin siyasi liderlerinin dikkatini çekmekle kalmadı, aynı zamanda tartışmasız bir güç olarak Afganistan'daki birçok Batılı ülkeyi ve NATO üyesini aynı hizaya getirmeyi başardı.

ABD ve müttefiklerinin askeri saldırısı (07 Ekim 2001) ve ardından Taliban'ın devrilmesinden sonra; Afganistan'da Bonn Anlaşması üzerinden geçici bir hükümet kuruldu. O tarihten bu 2021'e kadar Afganistan'ın kalkınmasına yardımcı olmak amacıyla birçok uluslararası konferans düzenlenmiş ve bu amaçla milyarlarca dolar tahsis edilmiştir. Temel olarak, son yirmi yılda, Afganistan'ın güvenliği, istikrarı ve kalkınma konusu, Birleşmiş Milletlerin veya uluslararası kuruluşların ana programlarından biri olmakta ve birçok ülke, Afganistan'ın yeniden inşası ve kalkınması için destekte bulunmuştur (120–119 ,1399 ,راميار). Tablo 8'de farklı konferanslarda Afganistan'a taahhüt edilen ve yapılan yardımları göstermektedir.

Mali Yardımlar İçeren Konferanslar								Konferanslar Dışında Yapılan Yardımlar	Toplam
Tokyo	Berlin	Londra	Ruma	Paris	Şikago	Tokyo	Brüksel		
5,1	5,6	8,7	0,04	14	14	16	15,2	56	134,64
2015'e Kadar Sözlü Taahhütler					2011'e Kadar Yazılı Taahhütler			2011'e Kadar Ödenmiş Yardımlar	
134,64 milyar dolar					85 milyar dolar			70 milyar dolar	

Tablo 8: Uluslararası Toplum ve Kuruluşlar Tarafından Afganistan'a Yapılan ve Taahhüt Edilen Yardımlar (Milyar Dolar)

Kaynak: (124 ,1399 ,راميار)

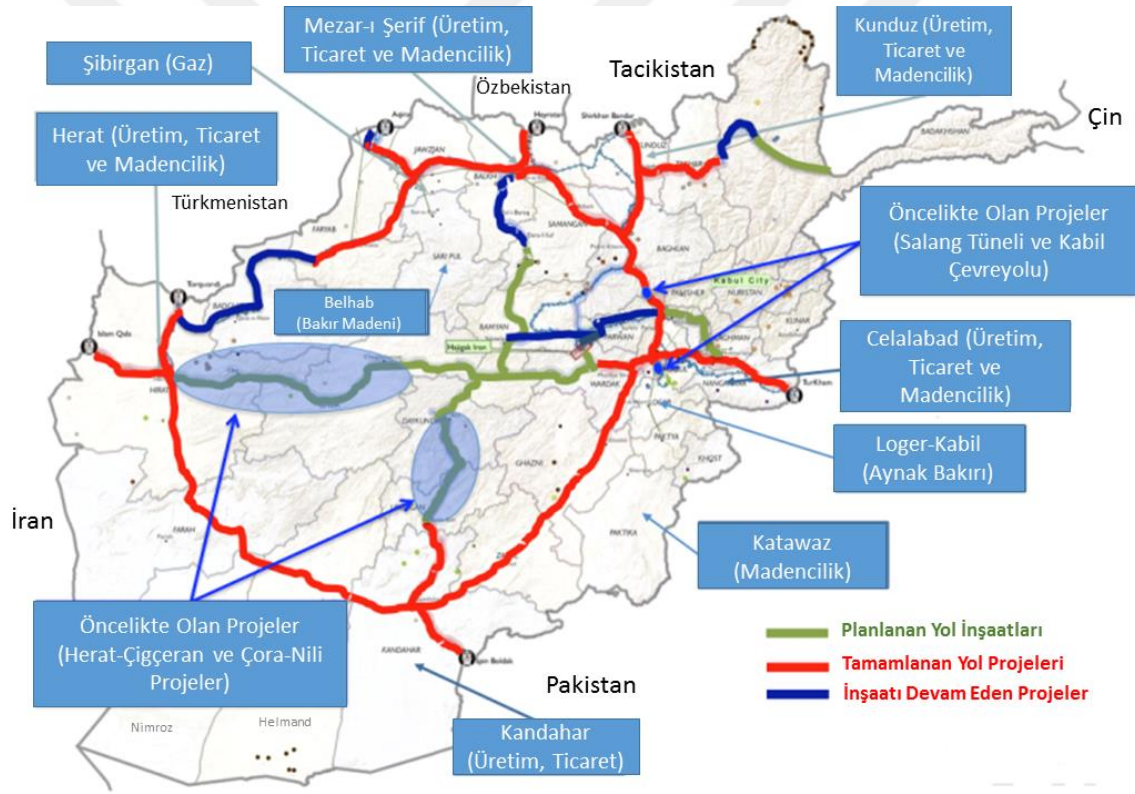
Yaklaşık son 35 yılını silahlı çatışma içinde geçirmiş ve bunun sonucunda büyük yıkıma uğramış olan Afganistan, 2001'den bu yana uluslararası toplumun da katkılarıyla yürütülen çabalar neticesinde birçok alanda önemli ilerlemeler kaydetmiştir. Ancak bu kazanımlar halen kırılganlığını korumakta olup, Afganistan'ın uluslararası toplumun desteğine bağlılığı devam etmektedir (T.C. Kabil Büyük Elçiliği, 2020, 4). Birleşmiş Milletler, Asya ve Pasifik Ekonomik ve Sosyal Komisyonu (2019) raporuna göre 2018-2030 döneminde Afganistan'ın altyapısına yönelik finansman ihtiyacı GSYİH'sinin %29 civarında tahmin edilmiştir (United Nations-ESCAP, 2019, 186). Metnin devamında Afganistan'ın altyapı durumuna özetle göz atılacaktır.

3.1.1. Ulaştırma Sektörü

Afganistan'ın ekonomik kalkınması büyük ölçüde bu ülkenin Orta Asya'daki coğrafi konumunun en iyi şekilde kullanılmasına bağlıdır. Afganistan, sahip olduğu karayolu ağı sayesinde bölgesel ve uluslararası koridorun kutbu ve ana güzergâhı olarak değerlendirilmektedir (3 ,2018 ,وزارت فواید عامه افغانستان). Afganistan'ın stratejik konumu, bölge genelinde kuzey-güney ve doğu-batı Asya koridorları boyunca ticârete erişim sağlayan bir ulaşım bağlantısı olma fırsatları sunmaktadır. (Ministry of Finance of Afghanistan, 2016, 27). Afganistan, Orta Asya ile Güney Asya arasındaki karayolu, demiryolu, boru hatları ve elektrik iletim hatları için diğer alternatif güzergâhlara göre en

kısa ve en uygun maliyetli güzergâhı sunabilmektedir (Wardak, 2017, 7). Dolayısıyla ülkeyi komşu ülkelerle etkili bir şekilde bağlayan gelişmiş bir karayolu ağı ve ülkenin uzunluğunu ve genişliğini kapsayan etkili ulusal otoyollar olmadan, Afganistan'ın bölgesel ve küresel ticarete önemli bir rol oynaması çok zor olacaktır (وزارت فواید عامه 3, 2018, افغانستان).

Afganistan'da 3.300 kilometreden fazla bölgesel otoyollar bulunmaktadır. Bunların çoğunluğu Kabil, Kandahar, Mezar-ı Şerif ve Herat'ı birbirine bağlayan "çevreyolu" ile bağlantılıdır. Ayrıca karayolu ağının yaklaşık 4.900 km'si ulusal otoyollar, 9.700 km'si il yolları, 3.000 km'si şehir içi yollar, 700 km'si sınır ötesi yollar ve 17.000-23.000 km'si kırsal yollardan oluşmaktadır (Parish vd., 2018, 23–24). Şekil 48.1, Afganistan'ın çevreyolu haritasını gösterilmektedir.



Şekil 16: Afganistan'ın Çevreyolu Haritası

Kaynak: (Ministry of Finance of Afghanistan, 2016, 27)

Şu anda Bayındırlık Bakanlığı Afganistan'daki yolların geliştirilmesi, uygulanması ve bakımından sorumludur. Bu bakanlık, ulusal otoyolları, yerel il ve ilçe karayolları aracılığıyla ulusal ve uluslararası bağlantılara zemin hazırlayan 2019-2023 karayolu stratejik planını uygulamaktadır. Bu karayollarının toplam uzunluğu 19.327 kilometredir (وزارت فواید عامه افغانستان, 2018, 3). Üstelik Bayındırlık Bakanlığı çerçevesinde icra edilen

Ulusal Kırsal Yol İnşaat Programı (NRAP), 2001 yılından bu yana ülkenin köylerindeki yol ve köprülerin yeniden inşası ve yenilenmesi yönünde faydalı adımlar atmaktadır. Bu program kapsamında bugüne kadar ülkenin 34 ilinde 17 bin kilometreden fazla yol, 15 bin 520 metre köprü inşa edilerek hizmete açılmıştır ve 7 bin 890 kilometre yol ise bakım ve onarımdan geçirilmiştir (1, 2023, وزارت فواید عامه افغانستان). Afganistan'daki karayollarının mevcut durumu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Yol Tipi	Mevcut Uzunluk			İnşaat Sürecinde	Tedarik Aşamasında	Planlanan	Toplam (km)
	Asfaltlı	Çakıllı	Asfaltsız				
Otoyolları	4,598	2,042	214	1,126	117	1,796	9,893
İl Yolları	813	464	117	208	-	162	1,764
İlçe Yolları	2,482	7,853	744	976	156	2,039	14,250
Toplam (km)	7,893	10,359	1,075	2,310	273	3,997	25,907
*Ulusal otoyolların, il yollarının ve ilçe yollarının uzunlukları, Ulusal Kırsal Yol İnşaat Programının 2018 araştırmasına dayanmaktadır.							

Tablo 9: Afganistan'daki Karayollarının Durumu (KM)

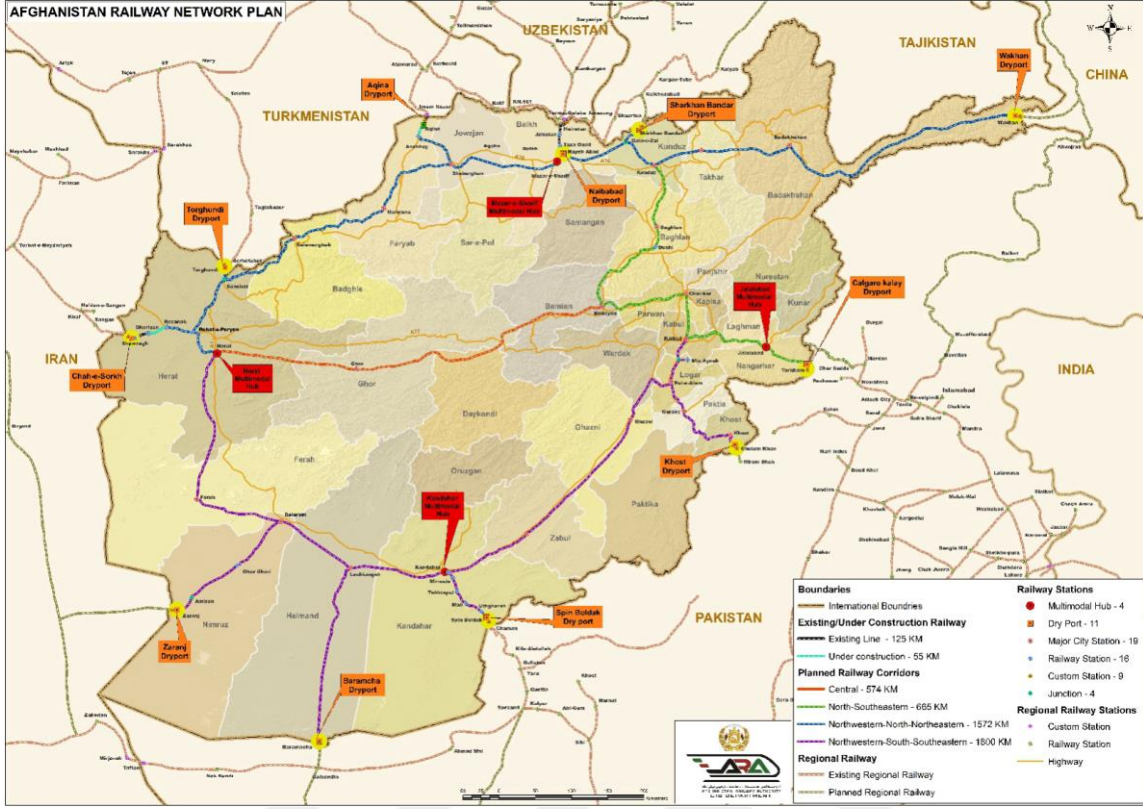
Kaynak: (3, 2018, وزارت فواید عامه افغانستان)

Uluslararası ulaşım da dâhil olmak üzere ulusal otoyollarının uzunluğu yaklaşık 6.854 kilometredir. Ayrıca ulusal otoyolları üzerinde 1.126 km inşaat ve tamirat projesi uygulanmakta olup, 1.243 km'si ise çeşitli planlama ve geliştirme aşamalarında. Bununla birlikte ulusal otoyollar mastır planına uygun olarak bu yolların yapımını tamamlayacak olan 1.796 km yol da planlama aşamasındadır. 2210 km uzunluğundaki çevre yolu, doğuda Kabil'den batıda Herat'a kadar iki ana koridordan geçen ülkenin ulusal karayollarının omurgasını oluşturmaktadır. Çevreyolu koridorunun kuzey kısmı, Kabil'den Herat'a kadar ülkenin kuzey kesimindeki ana şehirlerden Mezar-ı Şerif üzerinden geçmektedir. Bu koridorun ulusal karayolu, Afganistan'ın kuzeyindeki ana şehirleri birbirine bağlamanın yanı sıra, kuzeyde Tacikistan, Özbekistan ve Türkmenistan ülkeleriyle, Afganistan'ın batısında ise İran ile uluslararası taşımacılığı sağlamaktadır. Ayrıca bu rota, kuzeyden Çin'e, güneyden Pakistan'a ve Basra Körfezi ile Orta Asya'ya

وزارت فواید عامه افغانستان, 2018), kadar büyük ticâret koridorları boyunca devam etmektedir (3).

Son 23 yılda ülkenin altyapısına yapılan önemli yatırımlara rağmen, Asya Kalkınma Bankasının bir raporu (2015), ulaşım yollarının %90'ı bağlantısız ve kötü durumda olduğunu göstermektedir (Parish vd., 2018, 23–24). Yeniden kaplanan yollar bazen beş yıl içinde, hatta daha kısa süreler içinde tekrar bozulmuştur. Buna çeşitli değişkenler katkıda bulunmuştur. Örneğin; yollar hızla geliştirildiğinde teknik kriterler sıklıkla gözden kaçırılmış ve sağlam bir temelin yanı sıra yeterli miktarda yüzey kaplamasıyla tasarlanmamıştır. Öte yandan, uzun vadeli dayanıklılık yerine kısa vadeli kullanılabilirliği göz önünde bulundurarak askeri kuvvetler tarafından birkaç otoyol geliştirilmiştir. Müteahhitler teknik standartları planlanandan daha düşük düzeyde inşa ederek para tasarrufu sağlamıştır (Parish vd., 2018, 23–24).

Ulaştırma sektörünün bir diğer sınıfı ise demiryollarıdır. Afganistan hızla gelişen Güney Asya ülkeleri için önemli maden yataklarına sahip bir ülkedir. Bu doğrultuda demiryollarının bölgesel entegrasyonu Özbekistan, Kazakistan, Türkmenistan ve Tacikistan tarafından da desteklenmektedir. Demiryollarının bütünleşmesiyle Orta Asya'daki ülkeler, ürünlerini Afganistan üzerinden Hint Okyanusu'ndaki limanlara aktarabilecek ve böylece ürünlerinin küresel ekonomiye buluşabilmesi için Baltık Denizi dışında yeni bir rotaya kavuşmuş olacaklardır (T.C. Kabil Büyük Elçiliği, 2020, 21–23). Bu nedenle Afganistan'da bütünleşmiş ulaşım sistemleri fırsatlarından yararlanmak için, ulusal bir demiryolu ağının kurulmasına büyük önem verilmiş ve kapsamlı bir ulusal demiryolu planı tasarlanmıştır (Ministry of Finance of Afghanistan, 2016, 28). Bu planı uygulayan Afganistan Demiryolları Otoritesi (ARA), 2012 yılında Bayındırlık Bakanlığı'na bağlı bir kamu kurumu olarak kurulmuştur (T.C. Kabil Büyük Elçiliği, 2020, 21–23). Uzun vadeli ulusal demiryolu planı Şekil 49'da özetlenmiştir.



Şekil 17: Afganistan'ın Ulusal Demiryolu Planı

Kaynak: (Afghanistan Railway Authority, 2019, 3)

Hâlihazırda Afganistan'da Heiratan ile Mezar-ı Şerif arasındaki 75 km'lik, Aqina istasyonunda 10 km'lik, Khaf-Herat 62 km'lik demiryolu faal durumda bulunmaktadır. Aqina-Andkhoy arasındaki 30 km'lik hattı üzerinde inşaat devam etmektedir (Afghanistan Railway Authority, 2019, 5). Heiratan ile Mezar-ı Şerif arasındaki hat Afganistan'ın ilk demiryolu hattı olarak 2011 yılında Özbekistan Milli Demiryolları'nın katkısıyla açılmıştır (T.C. Kabil Büyük Elçiliği, 2020, 21–23).

Afganistan'da toplam 4791 km'lik uzunlukta demiryolları hattının 2030 yılına kadar inşa edilmesi planlanmıştır (Afghanistan Railway Authority, 2019, 5). Planlanan demiryolları ile ilgili olarak özet bilgiler aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Proje	Hat Uzunluğu	Yapılması Planlanan Yıl
Khaf-Herat 4. Bölüm 1. Faz	43 km	2020
Mazar-Herat	656 km	2020
Khaf-Herat 4. Bölüm 2. Faz	44 km	2022
Shirkhan Bandar-Naib Abad	130 km	2022
Andkhoy-Sheberghan	59 km	2022
Kandahar-SpinBoldak	96 km	2025
Torghundi-Sanabar	21 km	2025
Herat-Farah	254 km	2025
Farah-Lashkargah	237 km	2025
Pol-e-Alam-Gardez-Khost-Ghulam Khan	175 km	2026
Lashkargah-Kandahar	147 km	2026
Kabul-Torkham	213 km	2026
Lashkargah-Baramcha	247 km	2026
Delaram-Zarang	210 km	2028
Bamiyan-Ghor	378 km	2028
Kabul-Kandahar	523 km	2028
Kabil-Bamiyan-Baghlan-Kunduz	452 km	2028
Ghor-Herat	130 km	2030
Kunduz-Wakhan	567 km	2030
Toplam	4,582 km	

Tablo 10: Afganistan'daki Planlanan Demiryollarının Projeleri

Kaynak: (Afghanistan Railway Authority, 2019, 5)

Tablo 10'da gösterilen demiryolları projelerinin inşası için yaklaşık 3 milyar dolar finansman ihtiyacı tahmin edilmiştir. Bu projelerden bazılarının ön fizibilite ve fizibilite çalışması tamamlanmıştır (Afghanistan Railway Authority, 2019, 5).

Bölgesel anlamda Afganistan'la bağlantılı olan demiryolu projeleri ise Lapis-Lazuli ve Beş Uluslu Demiryolu Koridorudur. Lapis-Lazuli Projesi ile Afganistan-Türkmenistan-Hazar Denizi-Azerbaycan-Gürcistan arasında Karadeniz'deki limanlar kullanılarak veya Bakü-Tiflis-Kars demiryolu üzerinden Boğaz Köprüleri ve Marmaray aracılığıyla Avrupa'ya kadar uzanan bir transit koridor oluşturulması hedeflenmektedir. Lapis-Lazuli, bir RECCA projesi olup, güzergâhındaki beş ülke arasında ulaşım altyapısının artırılıp maliyetlerin azalması ile birlikte, ülkeler arasındaki ticâret hacminin büyümesi ve

ekonomik fırsatların genişletilmesi amaçlanmaktadır. Proje kapsamında Afganistan, Azerbaycan, Gürcistan, Türkiye ve Türkmenistan arasında Lapis-Lazuli Transit, Ticâret ve Taşımacılık Güzergâhı Anlaşması, Afganistan İçin Bölgesel Ekonomik İşbirliği Konferansı (RECCA) 7. Bakanlar Konferansı kapsamında 15 Kasım 2017 tarihinde Aşkabat'ta imzalanmıştır (T.C. Kabil Büyük Elçiliği, 2020, 21–23).

Beş Uluslu Demiryolu Koridoru toplam 2.100 kilometrelik bir mesafe kat ederek Çin'i, Kırgızistan Cumhuriyeti, Tacikistan ve Afganistan (1.148 km) üzerinden İran'a bağlayacaktır. Projenin tahmini değeri ise 2 milyar dolardan aşmaktadır (Wardak, 2017, 15)

Ulaştırma sektörünün üçüncü alt sektörü ise havacılıktır. Afganistan'daki tüm sivil havacılık faaliyetleri, Afganistan Sivil Havacılık Otoritesi (ACAA) tarafından yönetilmektedir. Bu kurum 2012 yılında Sivil Havacılık Kanununun Meclis tarafından kabul edilmesiyle kurulmuştur. Ülkedeki tüm havalimanlarının işletilmesi ve geliştirilmesi, havayolları firmalarının tüm hava taşımacılığı faaliyetlerini kontrol etmeye yönelik açık bir politikaya sahip ACAA'nın sorumluluğundadır. Afganistan'daki havalimanları, güvenliğini sağlamak için Uluslararası Sivil Havacılık Örgütü'nün (ICAO) standartlarına uymaktadır. Afganistan Havalimanları aşağıdaki gibi dört gruba ayrılır (Asian Development Bank, 2017, 47):

- Uluslararası Havaalanları: Bu havaalanları uluslararası uçuşları, büyük kargo operasyonlarını ve turizmi gerçekleştirebilir.
- Yurtiçi Havalimanları: İllere ucuz ve anında uçuşlar için bu havalimanları kullanılmaktadır.
- Bölgesel Havalimanları: Bu havalimanları yurt içi ve yurt dışı kısa uçuşlar için kullanılır.
- Erişim Havaalanları: Bunlar insani yardım amacıyla Afganistan'ın uzak bölgelerine anında erişim sağlayabilmesi için kullanılmaktadır.

Afganistan'daki tüm havalimanlarının listesi aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

No	Havaalanı	İl	ICAO Havaalanı Kodu	IATA Havaalanı Kodu
Uluslararası havaalanları				
1	Kabil Uluslararası Havalimanı	Kabil	OAKB	KBL

2	Mezar-ı Şerif Uluslararası Havalimanı	Belh	OAMS	MZR
3	Kandahar Uluslararası Havalimanı	Kandahar	OAKN	KDH
4	Herat Uluslararası Havalimanı	Herat	OAHR	HEA
Yurtiçi Ana Havaalanları				
1	Ghazni Havaalanı	Ghazni	OAGN	GZI
2	Jalalabad Havaalanı	Nangarhar	OAJL	JAA
3	Kunduz Havaalanı	Kunduz	OAUZ	UND
Yurtiçi Bölgesel Havaalanları				
1	Bamyan Havalimanı	Bamyan	OABN	BIN
2	Bost Havalimanı	Helmend	OABT	BST
3	Cheghcharan Havalimanı	Ghor	OACC	CCN
4	Darvaz Havalimanı	Badahşan	OADZ	DAZ
5	Farah Havalimanı	Farah	OAFR	FAH
6	Khost Havaalanı	Khost	OAKS	KHT
7	Fayzabad Havalimanı	Badahşan	OAFZ	FBD
8	Khwahan Havalimanı	Badahşan	OAHN	KWH
9	Razer Havalimanı	Badahşan	OARZ	KUR
10	Maymana Havalimanı	Faryab	OAMN	MMZ
11	Nili Havalimanı	Daykundi	OANL	
12	Qala i Naw Havalimanı	Badgis	OAQN	LQN
13	Sheberghan Havaalanı	Cevzcan	OASG	
14	Sheghnan Havalimanı	Badahşan	OASN	SGA
15	Taloqan Havalimanı	Tahar	OATQ	TQN
16	Tarin Kowt Havalimanı	Uruzgan	OATN	TII
17	Zaranj Havalimanı	Nimruz	OAZJ	ZAJ

18	Sardeh Band Havalimanı	Ghazni	OADS	SBF
Askeri Havaalanları				
1	Bagram Hava Üssü	Pervan	OAIK	OAI
2	Shindand Hava Üssü	Herat	OASD	OAH
3	Camp Shorabak	Helmend	OAZI	OAZ

Tablo 11: Afganistan’da Bulunan Havalimanları Listesi

Kaynak: (Asian Development Bank, 2017, 48)

Tablo 11’de listelenen havaalanların yanı sıra ülkede yirmiden fazla küçük mahalli havaalanları bulunmaktadır (Asian Development Bank, 2017, 49).

Afganistan’ın kırılganlığı ve çatışmalı durumu, ulaştırma sektörünün en önemli endişe kaynağı olarak değerlendirilir. Dolayısıyla özel sektör katılımının kısıtlı olması, istikrarlı finansal kaynakların bulunmaması ve uzun vadeli yatırımların olmaması, havacılık sektörünün kırılganlığını artırmıştır (Ministry of Finance of Afghanistan, 2016, 29–30). Afganistan Ulaştırma Sektörü Master Planına (2017-2036) göre, havacılık sektöründe 568 milyon dolarlık bir finansman ihtiyacı öngörülmektedir. Bu bütçeden, Afganistan’ın bölgesel havalimanlarının bakımı ve gerekli ekipmanlarla donatılması beklenmektedir (Asian Development Bank, 2017, xiv).

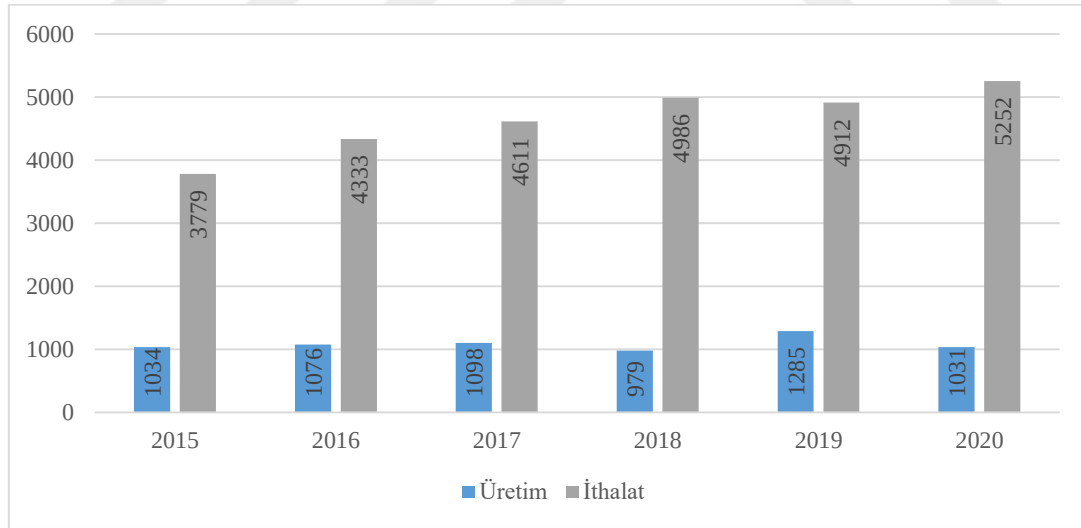
3.1.2. Enerji Sektörü

Afganistan, enerji erişimini yüksek bir kalkınma önceliği olarak tanımlamış ve hukukun üstünlüğünden sonra ikinci sırada yer almıştır. Yakın geçmişte, Orta ve Güney Asya ile enerji ticaretini mümkün kılmak amacıyla ulusal elektrik şebekesinin yeniden inşası ve genişletilmesine yönelik çabalar yoğunlaşmıştı. Ancak yakın ve orta vadede ulusal şebekenin ülkenin tamamına elektrik sağlayamayacağı kabul edilmektedir (Da Afghanistan Breshna Sherkat, 2016, 5).

Afganistan, olağanüstü yenilenebilir enerji kaynağına ve üretim potansiyeline sahiptir. Geleneksel enerji kaynaklarının çoğu yoğunlaşmış ve bölgeye özgü olsa da, bu kaynaklar ülke genelinde geniş coğrafi alanlara dağılmıştır (Ministry of Energy and Water of Afghanistan, 2015, iii). Ancak, elektriğin modern ekonomilerin temeli olduğuna dair yaygın algı nedeniyle, Afganistan’da diğer endüstrilere göre önemli ölçüde önem kazanmıştır (Ministry of Energy and Water of Afghanistan, 2015, 1). Ülkenin toplam

elektrik ihtiyacı ise 11.000 megavat olarak tahmin edilmiştir (1,1395, طلوع نیوز). Fakat 2020 yılının istatistiklerine göre Afganistan'daki elektrik tüketimi 3205 megavat civarındadır (Mega Trends & Analysis, 2022, 1).

Uluslararası Yenilenebilir Enerji Ajansı'nın (IRENA) istatistiklerine göre Afganistan'ın toplam elektrik üretim kapasitesi 2020 yılında 641 MW seviyesinde belirlenmiştir. Bu kapasitenin yaklaşık yüzde 52'si (333 MW) hidroelektrik, yüzde 43'ü (277 MW) termik ve geri kalan yüzde 5'i (31 MW) güneş enerjisinden oluşturulmaktadır. Ülkedeki önemli enerji santrallerinden bazıları arasında 100 MW'lık Naghlu hidroelektrik projesi (HEP), 66 MW'lık Mahipar HES, 105 MW'lık Tarakhil termik santrali (TPP), 63,5 MW'lık Kandahar TPP ve 50 MW'lık Khairkhana TPP bulunmaktadır. Da Afghanistan Breshna Sherkat, Nisan 2022'de Salma barajı projesinin üçüncü türbinini kurarak toplam tesis kapasitesini 30 MW'a çıkarmıştır. Elektrik üretimi 2019'daki 1.285 GWh'den 2020'de yaklaşık yüzde 20 düşüşle 1.031 GWh'e gerilemiştir. Yerli üretim, ülkedeki elektrik arzının yalnızca yüzde 20'sini oluşturmakta, geri kalanı ise ithalatla karşılanmaktadır. 2020 yılında elektrik ithalatı 2019'daki 4.912 GWh'e göre yaklaşık yüzde 5 artışla 5.152 GWh olarak gerçekleşmiştir (Mega Trends & Analysis, 2022, 1). Aşağıdaki şekil, Afganistan'daki elektrik üretimi ve ithalatını göstermektedir.



Grafik 33: Afganistan'da Elektrik Üretim ve İthalat Trendleri (GWh)

Kaynak: (Mega Trends & Analysis, 2022, 1)

Farklı tahminlere göre Afganistan, mevcut yenilenebilir enerji kaynaklarını kullandığı takdirde yaklaşık 318 GW elektrik üretim potansiyeline sahiptir. Hidroelektrik (23.000 MW), rüzgâr (67.000 MW), güneş (222.000 MW), jeotermal (3.000 – 3.500) ve biokütle

(4000 MW) olmak üzere çeşitli yenilenebilir enerji kaynakları bu portföyü oluşturmaktadır (Ministry of Energy and Water of Afghanistan, 2015, iii).

Enerji sektöründe bir diğer önemli konu ise Afganistan'daki büyük elektrik transit projeleridir. Bu projelerin en önemlileri başlıca CASA-1000, TAP-500 ve TUTAP projesidir. Orta Asya-Güney Asya Enerji Projesi'nin (CASA1000) hedefi, Tacikistan ve Kırgız Cumhuriyeti'ndeki 1300 MW'lık elektriğin Afganistan ve Pakistan'a gönderilmesidir. Dünya Bankası, İslam Kalkınma Bankası, IBRD, EIB, ABD ve İngiltere'nin ek desteğiyle toplam 0,5 milyar doların üzerinde finansman sağlamıştır. Projenin mevcut maliyeti tahmini olarak 1,2 milyar ABD dolarıdır (Parish vd., 2018, 20). Bir diğer önemli proje ise ADB tarafından finanse edilen TAP-500 kV'dir. Proje, Türkmenistan, Afganistan ve Pakistan arasında yaklaşık 500 km'lik 500 kV iletim hattının inşasını içermektedir. Proje tamamlandığında Türkmenistan'dan Afganistan ve Pakistan'a 4.000 MW'a kadar elektrik aktarılabilir. Projenin çerçeve anlaşması 2018 yılında imzalanmıştır (Mega Trends & Analysis, 2022, 1).

Tamamı devlete ait olan Da Afghanistan Breshna Sherkat (DABS), üretim, ithalat, iletim ve dağıtım faaliyetleri de dahil olmak üzere Afganistan'daki tüm elektrik altyapısını işletmekte ve yönetmektedir. Kuruluş, Enerji ve Su Bakanlığı'na (MEW) bağlı bir departman olan Afganistan Elektrik Kurumu'nun (DABM) yeniden yapılandırılmasının ardından 2009 yılında kurulmuştur. MEW, elektrik sektörüne yönelik politika ve strateji geliştirmeden sorumludur. MEW, enerji sektörü gelişmelerini planlamak, strateji oluşturmak ve bunlara erişmekle ilgilenmektedir. 2009 yılında oluşturulan Yenilenebilir Enerji Müdürlüğü (RED), MEW'de yenilenebilir enerji (YE) projelerinin geliştirilmesiyle ilgilenen teknik bir departmandır (Mega Trends & Analysis, 2022, 1).

Afganistan Hükümeti, enerji güvenliğinin sağlanması hedefi kapsamında yurt içi elektrik üretim kapasitesinin artırılması amacıyla enerji sektöründe planlı büyüme sürecine girmiştir. Değişen demografi ve gelişen yaşam tarzlarıyla birlikte Afganistan'da elektriğe olan talep, sürekli artmaktadır. Enerji sektörünün çeşitler plan ve politikaları kapsamında, mevcut üretim kapasitesinin yaklaşık 600 MW'tan 2032 yılına kadar yaklaşık 5.000 MW'a çıkarılması öngörülmektedir. Enerji ve Su Bakanlığı (MEW), şu anda Beş Yıllık Enerji Sektörü Kalkınma Planını uygulamaktadır. Bu planın önemli hedeflerinden biri, önümüzdeki beş yıl içinde 2300 MW (650 MW termik, 1150 MW hidroelektrik ve 500 MW güneş enerjisi) hacminde yeni yerli elektrik üretim kapasitesi kurmaktır.

Afganistan Hükümeti, enerji sektörünün gelişimi için özel yatırımlarının önemli olduğunu farkındadır. Bu yüzden bir dizi konvansiyonel ve yenilenebilir enerji projelerinin neredeyse tamamının Bağımsız Enerji Üreticileri (IPP) modeline dayalı olarak özel sektör tarafından geliştirilmesi hedeflenmiştir. Projelerin uluslararası rekabetçi ihale süreçleriyle özel sektör firmalarına verilmesi planlanmıştır (Da Afghanistan Breshna Sherkat, 2016, 2). Aşağıdaki tabloda Afganistan enerji sektöründeki yatırım fırsatları gösterilmiştir.

Proje	Santral Kapasitesi	Hedeflenen Nüfus	Doğrudan İş Yaratma	Tahmini Maliyeti	Mevcut Enerji Kaynağı
Baghdara Hidroelektrik Santrali	210 MW	387,692	4200	560mln \$	İthal
Gulbahar Hidroelektrik Santrali	120 MW	221,538	400	520mln \$	İthal
Kajaki Ek Hidroelektrik Santrali	100 MW	184,615	2000	200mln \$	Hidroelektrik
Kama Hidroelektrik Santrali	45 MW	83,000	900	270mln \$	Hidroelektrik
Kilagai Hidroelektrik Santrali	60 MW	110,769	1200	455mln \$	İthal
Kokcha Hidroelektrik Santrali	445 MW	821,538	8900	700mln \$	DG, İthal
Kunar A (Sagai) Hidroelektrik Santrali	776 MW	553,846	7720	1600mln \$	Hidroelektrik
Kunar B (Shaal) Hidroelektrik Santrali	300 MW	12,615	6000	610mln \$	Hidroelektrik

Qale Mamma Hidroelektrik Santrali	445 MW	-	-	700mln \$	İthal
Olambagh Hidroelektrik Santrali	90 MW	166,153	1800	200mln \$	DG & Hidroelektrik
Surobi 2 Hidroelektrik Santrali	180 MW	332,307	3600	300mln \$	Hidroelektrik
Farah Güneş Enerjisi Santrali	12 MW	22,153	240	22mln \$	DG
Ghor Güneş Enerjisi Santrali	5 MW	9230	100	20mln \$	DG
Kabil Güneş Enerjili Çatı Projesi	5 MW	60,000	200	20mln \$	Hidroelektrik & İthal
Naghlu Güneş Enerjisi Santralı	100 MW	184,613	2000	180mln \$	Hidroelektrik
Hisar-e-Shahi Industrial Park Güneş Enerjisi Santralı	100 MW	-	2000	200mln \$	DG
Paktika Güneş Enerjisi Santralı	5 MW	9,230	100	10mln \$	DG
Herat Rüzgâr Enerjisi Santralı	50 MW	92,307	1000	65mln \$	İran'dan İthal Edilir
Mazar Rüzgâr Enerjisi Santralı	25 MW	46,153	500	50mln \$	İthal
Parwan Rüzgâr Enerjisi Santralı	25 MW	46,153	500	50mln \$	İthal, Hidroelektrik
Ishpushta Kömür Yakıtlı Termik Santral	100-300 MW	-	-	150-450 mln \$	İthal
Dara-e-Suf Kömür Yakıtlı Termik Santral	800-1000 MW	-	-	600-800 mln \$	İthal

Sabzak Kömür Yakıtlı Termik Santral	300-400 MW	-	-	400-500 mln \$	İthal
---	---------------	---	---	-------------------	-------

Tablo 12: Afganistan Enerji Sektöründeki Yatırım Fırsatları

Kaynak: (Ministry of Energy and Water of Afghanistan, 2017, 5–23), (Da Afghanistan Breshna Sherkat, 2016, 14–16)

Enerji sektörünün bir diğer parçası ise gaz ve petrol kaynaklarıdır. Afganistan genelinde 1.400’den fazla maden sahası ve işletilmemiş büyük maden alanları bulunmaktadır. ABD Jeolojik Araştırma ve Afganistan Maden ve Sanayi Bakanlığı tarafından yayınlanan raporlara göre Amu Darya, Afghan-Tajik, Tripul (Herat) ve Kushka havzalarında petrol ve doğalgaz yatakları bulunmaktadır. Petrol arama ve çıkarma çalışmaları ülkenin kuzeyindeki Amu Darya ve Afgan-Tajik Havzaları ile sınırlı kalmış olup 1957-1989 yılları arasında 6 adet petrol ve 8 adet doğalgaz yatağı keşfedilmiştir. Ülkenin kuzeyinde, 1,6 milyar varil ham petrol, 16 trilyon fit küp doğalgaz rezervi ve 0,5 milyar varil sıvı doğalgaz rezervi bulunduğu tahmin edilmiştir (T.C. Kabil Büyük Elçiliği, 2020, 18). Bununla birlikte Afganistan petrol ve gaz tüketiminin büyük bir kısmını ithalata bağımlı kılmaktadır (Malik, 2011, 5).

Bölgesel gaz transiti alanında Afganistan'ın da dâhil olduğu önemli projelerden biri TAPI projesidir. Türkmenistan-Afganistan-Pakistan-Hindistan (TAPI) doğal gaz boru hattı projesi, Türkmenistan'dan (144 km) Afganistan (735 km) güzergâhı kullanılıp Pakistan’a (800 km) ve daha sonra Hindistan’a (90 km) yaklaşık 1.800 kilometrelik (km) bir boru hattı aracılığıyla yılda 33 milyar metreküpe kadar doğal gazın aktarılmasını hedeflemektedir. Boru hattı için 10 milyar dolar, doğalgaz sahası için 15 milyar dolarlık yatırım planlanmıştır (Wardak, 2017, 11).

3.1.3. Telekomünikasyon Sektörü

Afganistan'ın telekomünikasyon altyapısı, 20. yüzyılın sonlarında yirmi yıldan fazla süren çatışmaların yanı sıra yetersiz yatırım ve ihmal nedeniyle büyük zarar görüp dünyanın en az gelişmiş altyapıları arasında yer almıştır. Afganistan telekomünikasyon sektörüne, 1979'dan 1989'a kadar ülkenin Sovyet işgali sırasında ve bunu takip eden iç savaş yıllarında çok az yatırım yapılmıştır. Düzenli olarak dünyanın en düşükleri arasında yer alan ülkenin tele-yoğunluk hiçbir zaman 100 kişi başına 0,2 hattı aşmamıştır. 1990'lı yıllarda ülke, 45 yıllık elektromekanik santraller gibi eski teknolojileri kullanan analog

telefon ağına bağımlıydı. 2002 yılında Afganistan Geçiş Hükümeti kurulduktan sonra İletişim Bakanlığı tarafından bir Telekomünikasyon Geliştirme Stratejisi başlatıldı. Bu strateji, Afganistan'da çağdaş, tamamen işlevsel bir yerel ve uluslararası telekomünikasyon ağının kurulması için gerekli olacak temel girişimlerin ana hatlarını çiziyordu. Bu girişimler, fiber optik, kablosuz ve uydu altyapı projelerinin yanı sıra veri ve telefon hizmetlerine erişim sağlayacak topluluk tele-merkezlerinin oluşturulmasını da içeriyordu (United Nations-ESCAP, 2016, 22).

Afgan hükümeti 2002 yılından bu yana telekomünikasyon sektöründe birçok çaba sarf ediyor. Şu an için ülkede toplam beş mobil (dördü özel ve bir devlete ait) ve bir sabit hatlı devlete ait operatör bulunuyor. Afgan Kablosuz İletişim Şirketi (AWCC), Etisalat–Afganistan (ETA), Mobil Telekomünikasyon Ağı–Afganistan (MTNA), Telekomünikasyon Geliştirme Şirketi Afganistan (TDCA veya Roshan) özel, Salam ise devlete ait mobil operatörüdür. Devlet ise Afgan Telekom (AFTEL) adında kendi kamu sabit hat operatörüne sahiptir. Tüm operatörler kendi geniş bant mikrodalga omurgalarını oluşturmuştur. AFTEL tarafından ülke genelinde 3.100 kilometrelik fiber optik ağ da kurulmuştur. Şimdiye kadar yerleşim alanlarının %89'undan fazlasını kapsayan 7.155 taban istasyonu kurulmuştur (Habibi vd., 2017, 49).

Şubat 2024 itibarıyla ülkede iki Wi-Max sağlayıcısı da dâhil olmak üzere 63 kayıtlı İnternet Servis Sağlayıcısı (ISP) bulunmaktadır. Başlıca ISP'ler arasında Insta Telecom, Neda Telecommunications, North Telecom, CereTechs, IO Global, Rana Technologies, Multinet, Liwal, Afghan Wireless, Ariana Network Service, Afghan Cyber, MTN, Etisalat, Wasel Telecom, Easyconnect, Roshan ve Afganistan Online bulunmaktadır (Ministry of Communications and Information Technology, 2024, 1). Mobil hizmetlerin yaygınlaşması sayesinde ülke nüfusunun %90'ından fazlası mobil kapsama erişimine sahiptir. Nüfusun %70'i 2G, %43'ü 3G ve %15'i 4G kapsamındadır. Toplam GSM abone sayısı 37 milyon ve sabit hat abone sayısı ise 159.000 kişidir. Şu anda ülkede faaliyet gösteren yaklaşık 94 TV operatörü ve 335 FM radyo operatörü bulunmaktadır (Shams, 2022, 1).

Ookla tarafından yayınlanan Speedtest Küresel Endeksinde, Afganistan'ın sabit ağ internetinin ortalama indirme hızı 2,95 Mbps ve yükleme hızı yalnızca 2,27 Mbps olarak belirlenmiştir. Buna göre Afganistan uluslararası karşılaştırmada 180'inci sırada yer

almıştır. Mobil internette Afganistan, 5,18 Mbps indirme ve 1,92 Mbps yükleme hızıyla 141'inci olarak sıralanmıştır (Ookla, 2024, 1).

Afgan Fiber Optik Ağı, diğer illere şubeleri ve Pakistan, İran, Türkmenistan, Özbekistan ve Tacikistan ile sınır ötesi bağlantıları bulunan, esas olarak ülkenin Çevre Yolu olarak da bilinen dairesel otoyolu boyunca inşa edilen bir omurgadan oluşmaktadır. İnşaatı 2007 yılında başlayan bu şebeke, mevcut planlarda toplam 130 milyon ABD doları maliyetle 4.400 kilometre uzunluğunda inşa edilecektir. Çekirdek halka ağı, STM-16 (2,5 Gbps) başlangıç kapasitesinde çalışan ve STM-64'e (10 Gbps) yükseltilebilen 40 milimetrelik, yüksek yoğunluklu polietilen bir kanalda 18 fiber çiftinden oluşur. Halka ağının tamamlanmış bölümleri bir düzineden fazla ilin merkezlerini birbirine bağlamaktadır. Afganistan'ın uluslararası İnternet bant genişliği 2014 yılı itibarıyla 15 Gbps olarak belirlenmişti. Başlangıçta sadece 40 Mbps olan bant genişliği 2004'ten bu yana yıllık bileşik oranda %81 artış göstermektedir. 2009'dan 2014'e kadar bileşik yıllık büyüme oranı %58 olarak belirlenmiştir (United Nations-ESCAP, 2016, 21–22).

MCIT, 2014 yılında ülkenin ilk uydusu olan Afganistan SAT One'ı satın almıştır. 20 Nisan 2017'de Çin ve Afganistan, ikinci uyduyu (AfghanSat Two) uzaya fırlatmak ve iki komşu ülkeyi birbirine bağlamak için doğrudan 480 kilometrelik optik kablo döşemek üzere bir anlaşma imzalamıştır (Habibi vd., 2017, 49).

Afganistan, Çin dışındaki tüm komşularına karasal fiber kablolar ile bağlıdır. Afganistan fiber ağı ile İran, Tacikistan, Özbekistan, Pakistan ve Türkmenistan'a bağlanmaktadır (United Nations-ESCAP, 2016, 28). Bu durum ise Afgan Optik Fiber Ağı'nın (AOFN) bağımsız bir ağ altyapısı olmadığını göstermektedir (Habib, 2018, 40).

Afganistan'da iletişim sektörü, İletişim ve Bilgi Teknolojileri Bakanlığı (MCIT) ve Afganistan Telekom Düzenleme Kurumu (ATRA) tarafından yönetilmektedir. MCIT, esas olarak gerekli politikaların tasarlanması, ulusal projelerin uygulanması, özel sektör faaliyetleri, yeni bilgi ve telekomünikasyon teknolojisi olanaklarının yaratılmasıyla ilgilenen bilgi ve iletişim teknolojisi sektöründen sorumludur (The Ministry of Communications and Information Technology, 2024, 1). ATRA bağımsız bir düzenleyici kurum olarak telekomünikasyon ruhsatlandırmanın yanı sıra tüm telekomünikasyon hizmetleri için sürdürülebilir rekabeti teşvik etmenin sorumluluğunu da üstlenmektedir (Afghanistan Telecom Regulatory Authority, 2024, 1). MCIT tarafından çalışmaları süren altyapı projeleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Proje	Finansör	Konum	Başlangıç Tarihi	Durum
E-Devlet Geliştirmesi	Telekomünikasyon Geliştirme Fonu (TDF)	Kabil	1389	Devam Etmektedir
Veri Merkezi İçin Yedek (Hot Standby) Oluşturulması ve İnternet Değişim Noktası İçin Mikrodalga Takımın Sağlanması	Telekomünikasyon Geliştirme Fonu (TDF)	Kabil	1392	Devam Etmektedir
İnternet Değişim Merkezi (NIXA) Oluşturma	Afganistan Devleti	Kabil	1397	Uygulama Aşamasında
ARCA Elektronik Doğrulama Altyapısı	Afganistan Devleti	Kabil	1398	İhale Duyurusu
Afganistan Ulusal Bilgi Merkezini Cloud'a Dönüştürmek	Afganistan Devleti	Kabil	1395	Duyuru Durumda
Gerçek Telekomünikasyon Bilgi Sistemi	Afganistan Devleti	Kabil	1397	Donanım Halinde
Dijital Casa	Dünya Bankası	Kabil	1396	Devam Etmektedir
Kolay Hizmet Projesi	Afganistan Devleti	Kabil	1394	Devam Etmektedir
Posta Hizmetlerinin Geliştirilmesi ve Modernleştirilmesi	Afganistan Devleti	Kabil	1398	Devam Etmektedir
Maaşların Mobilden Ödenmesi	Afganistan Devleti	Merkez ve İller	1397	Devam Etmektedir

Kamu Kaynakları Yönetimi ve Planlama Sistemi	Afganistan Devleti	Kabil	1398	Devam Etmektedir
Kargo Trafik Sistemi	Afganistan Devleti	Kabil	1397	Ertelendi

Tablo 13: Afganistan’da Çalışmaları Devam Eden Telekomünikasyon Projeleri

Kaynak: (Ministry of Communications and Information Technology, 2024, 1)

Tüm bu olumlu değişim ve gelişmelerin yanı sıra, telekomünikasyon sektöründe aşılması gereken daha fazla çaba gerektiren bazı zorluklar da bulunmaktadır. Telekomünikasyon altyapısı şu anda yüksek kapasiteli ağları veya modern teknoloji tekniklerini kaldıramamaktadır. Bazı bölgelerde fiber optik halkalar ve mikrodalga omurgaları uluslararası norm ve standartlara uygun şekilde kurulmamakta, sektör yetenekli işgücü eksikliği ile karşı karşıya kalmaya devam etmekte ve bunlarla birlikte yolsuzluk sıkıntısı sektörü daha da etkilemektedir. Ağ performansı ve kapsama alanı bu zorluklardan doğrudan etkilenmektedir Habibi ve diğerlerine (2016) göre, son kullanıcıların %16'sı mobil telefon hizmetinin kalitesinden memnun değil, %28'i tarafsız ve %3'ü hiç memnun değil. Araştırmada son kullanıcıların yüzde 32'sinin düşük sinyal yoğunluğundan, yüzde 18'inin engellenen çağrılardan, yüzde 17'sinin kesilen çağrılardan, yüzde 11'inin yankıdan ve yüzde 14'ünün mobil telefon kullanımı sırasındaki gürültüden şikâyetçi olduğu belirlenmiştir. Yukarıda belirtilen zorlukların çözülmesi için, ülke çapında telekomünikasyon hizmetlerinin tam olarak sağlanması, hizmet kalitesinin iyileştirilmesi, son kullanıcıların memnuniyetinin artırılması ve modern ve güvenli bir telekomünikasyon altyapısının inşa edilmesi için politikacılar ile kamu ve özel sektörün daha fazla çaba göstermesi gerekmektedir. ATRA/MCIT, bölgesel bağlantı üzerinde çalışmaya geçmeden önce sektördeki mevcut zorlukları ele almalı ve ülkenin bölge içinde dijital bir köprü olarak faaliyet göstermesine olanak sağlamalıdır (Habibi vd., 2017, 49–50) .

3.1.4. Sağlık Sektörü

Son 20 yılda, uluslararası toplumun desteğiyle Afganistan'ın sağlık hizmetleri sisteminde, özellikle temel sağlık hizmetlerinin yaygınlaştırılması açısından önemli gelişmeler kaydedildi. 2000 yılından bu yana birinci basamak sağlık hizmetleri gelişme gösterirken, Afgan hükümetinin sağlık sisteminde daha uzmanlaşmış olan ikinci ve üçüncü basamak sağlık hizmetlerinde çok az değişiklik görülmüştür (Rabi, 2021, 7).

Afganistan'daki özel sağlık sekt6r6 son yirmi yılda istikrarlı bir şekilde b6y6m6řt6r. Başkentte 2022 yılı sonu itibarıyla 205 6zel hastane ve 164 6zel poliklinik faaliyet g6steriyordu. Buna ek olarak, 6zel sekt6r, b6y6k kentsel alanlara ev sahipliği yapan beş ilde (Kabil, Herat, Mazar, Kandahar ve Nangarhar) n6fusun b6y6k bir kısmına hizmet vermektedir. 6rnek olarak, modern aile planlaması y6ntemlerini kullananların neredeyse yarısı bu hizmetleri veya 6r6nleri 6zel hastane, klinik, eczane, mağaza gibi 6zel sekt6rden almaktadır. Afganistan, d6nyada ve b6lgede sağlık personeli yoğunluğunun en d6ř6k olduğu 6lkelerden biridir. Afganistan'da 2019'da 10.000 kişi başına 2,54 doktor ve 4,46 hemşire ve ebe bulunmaktadır; bu oran ise, birleşik sağlık hizmetlerini geliştirmek i6in gereken minimum kriteri olan 10.000 kişi başına 44,5 doktor, hemşire ve ebeden olduk6a geride kalmış anlamına gelmektedir (Health Sector Thematic Working Group (H-STWG), 2022, 16).

Afganistan'da sağlık hizmetleri, alt sağlık merkezleri, temel sağlık merkezleri, kapsamlı sağlık merkezleri, il6e hastaneleri, il hastaneleri, b6lgesel hastaneler ve ihtisas hastaneleri d6hil olmak 6zere yaklaşık 4.238 sağlık tesisi tarafından sağlanmaktadır. İhtisas hastaneleri mali kısıtlamalar nedeniyle kısmen faaliyet g6stermektedir. Ayrıca Afganistan'da yukarıda belirtilen sınıflandırmaya uymayan 300 gezici sağlık ekibi ve 450 sağlık tesisinin yanı sıra toplum d6zeyinde birinci basamak sağlık hizmeti sunan 16.000'den fazla toplum sağlığı noktası bulunmaktadır (Health Sector Thematic Working Group (H-STWG), 2022, 11). Aşağıdaki tabloda Afganistandaki hastanelerin sayısı ve yatak sayısı g6sterilmiştir.

Kategori	Hastane Sayısı	Yatak Sayısı	Yönetimi ve Finansman Kaynağı
Ulusal İhtisas Hastaneleri (Tamamı Kabil'de)	28	3400	Çoğunlukla Sağlık Bakanlığı (Normal Bütçe)
Bölgesel Hastaneler	9	4640	
İl Hastaneleri	27	3620	Sağlık Bakanlığı veya Sehatmandi/HER
İlçe Hastaneleri	88	3587	Çoğunlukla Sehatmandi/HER (Uluslararası Kuruluşlar)
Toplam	152	15247	

Tablo 14: Afganistan'daki Hastanelerin Durumu

Kaynak: (Health Sector Thematic Working Group (H-STWG), 2022, 15)

Afganistan'da sağlık sisteminin yeniden inşasında özellikle temel sağlık hizmetlerinin sağlanmasında, Sivil Toplum Kuruluşları (STK'lar) büyük katkı sağlamıştır (Rabi, 2021, 18).

Kamu Sağlığı Bakanlığı (MPH), Sivil Toplum Kuruluşları ile sözleşme yoluyla Temel Sağlık Hizmetleri Paketi (BPHS) ve Temel Hastane Hizmetleri Paketi'nin (EPHS) uygulanmasına rehberlik etmek ve denetlemekten doğrudan sorumludur (Rabi, 2021, 9). Afganistan'ın sağlık altyapısı on yıllardır uluslararası yardıma bağlı. ABD'nin varlığı sırasında kaydedilen ilerlemeye rağmen, Kovid-19'un yarattığı gerginlik ve Ağustos 2021'deki hükümet geçişini takip eden yaygın belirsizlik, sağlık sistemini istikrarsız bir durumda bıraktı. Kentsel ve kırsal topluluklar mevcut sağlık hizmetleri konusunda kendilerini bilgisiz hissetmektedir. Kadın sağlık çalışanları da dâhil olmak üzere nitelikli tıp uzmanlarının eksikliği insanlarda güvensizlik hissi yararmıştır (Ground Truth Solutions, 2022, 2).

Hastane hizmetlerinin sürdürülmesindeki diğer zorluklar arasında kanser teşhisi ve tedavisi gibi uzmanlaşmış hizmetlere sınırlı erişim; yatak sıkıntısı; ekipman eksikliği; standartların altında yoğun bakım üniteleri ve su, sanitasyon ve hijyen (WASH) prosedürlerini içeren fiziksel altyapı; profesyonel hastane yöneticilerinin eksikliği;

hastane akreditasyon programının olmaması; yetersiz kalite ve miktarda ilaç; standart altında bakım kalitesi; protokol eksikliği; standart altında yönlendirme sistemleri ve düşük maaşlar yer almaktadır (Health Sector Thematic Working Group (H-STWG), 2022, 13).

3.1.5. Eğitim Sektörü

2001'den sonra, eğitim alanı da dâhil olmak üzere, Afgan devletinin restorasyonu ve yeniden inşasına yönelik hem mali hem de stratejik olarak önemli bir destek akışı yaşandı. Afganistan Geçici Yönetimi (Bonn Anlaşması sonrasında geçici hükümet) ve Afganistan İslami Cumhuriyeti, uluslararası toplum ve uluslararası kuruluşlar tarafından desteklenen eğitimde hem nicelik hem de nitelik açısından önemli ilerlemeler başlattı. Afganistan'daki Bonn sonrası hükümet, şiddet içerikli müfredatın barışçıl müfredata dönüştürülmesi için gerekli adımları atmayı bir tür eğitim reformu olarak değerlendirdi. Örneğin, UNICEF 2001 yılında başlattığı "Okula Dönüş Kampanyası" Afganistan'daki eğitim sistemine büyük katkı sağladı ve 2001 öncesine kıyasla %200'den daha fazla okul inşa edilmesini ve %500'den daha fazla öğretmenin görevlendirilmesini sağladı (Easar vd., 2023, 1/7). Afganistan Milli Eğitim Bakanlığı'nın (2020) Yıllık İlerleme Raporu'na göre 2001'den bu yana on kat artışla yaklaşık 10 milyon çocuk okula kaydolmuştur. Okul ve öğretmen sayısında da önemli bir artış görülmüştür. Okul sayısı 2001'de 6.000'den 2018'de yaklaşık 18.000'e, öğretmen sayısı ise 2003'te 27.000'den 2020'de neredeyse 226.000'e çıkmıştır (Wang, 2021, 1).

2020 yılı itibarıyla Afganistan'da 39'u devlet, 128'i özel olmak üzere 167 kamu ve özel üniversite ve yükseköğretim kurumu bulunmaktadır. Aynı yıl öğrenci nüfusu 429.790 olup çoğunluğu erkek (%71,01) ve daha küçük bir kısmı da kadınlardan (%28,99) oluşmaktadır. 2020 yılında kamu kurumlarında kayıtlı toplam öğrenci sayısı 205.480 olup, bunlar arasında en yüksek kayıt sayısı 23.722 öğrenciyle Kabil Üniversitesi'nde gerçekleşti. 2021 yılında Afganistan'daki özel eğitim kurumu sayısı, Yüksek Öğretim Bakanlığı'na bir kurumun daha kaydolmasıyla 129'a yükseldi. Dolayısıyla, 2001 ile 2021 yılları arasında Afganistan'daki yükseköğretim sistemi, aşağıdaki gelişmeler de dâhil olmak üzere önemli gelişmeler kaydetti (Easar vd., 2023, 1/10):

1. Çok sayıda kamu ve özel üniversite ile karma eğitim veren yükseköğretim kurumlarının kurulması.

2. Yüksek öğretime kayıtlı öğrenci sayısında önemli artış.
3. Üniversite öğretim elemanlarına eğitim ve burs imkânları.
4. Kankor sınavı olarak da bilinen üniversiteye giriş sınavının reformu.
5. Seçilen Afgan üniversitelerinin fiziki altyapısında iyileştirmeler yapılması.
6. Hem devlet hem de özel üniversitelerdeki fakülte sayısında çarpıcı bir artış.

Eğitim alanında kaydedilen ilerlemeye rağmen, Milli Eğitim Bakanlığı, başta profesyonel öğretmen, ders kitabı, derslik ve Öğretmen Yetiştirme Kolejlerinin (TTC) eksikliği olmak üzere birçok zorluklarla karşı karşıya kalmıştır. Yeterlilik şartlarını karşılayabilecek öğretmen eksikliği en önemli sorunlardan biridir. Ayrıca, özellikle savaşın harap ettiği bir ülkede, uygun içme suyu tesislerinin ve donanımlı tuvaletlerin bulunmaması ile okullarda fizyolojik, sağlık ve hijyen tavsiyelerinin bulunmaması, hem öğrencilerin hem de öğretmenlerin karşılaştığı zorlukları artırmıştır (Easar vd., 2023, 1/11). Sallah (2016), liselerin yalnızca yüzde 5'inde öğrencilere yönelik fen laboratuvarının bulunduğunu, liselerde bilgisayar ve internetin bulunmadığını belirtmiştir. Roof (2014), 2009 yılında Kabil Üniversitesi'ndeki bir profesörden, bir sınıfta 100'den fazla öğrencinin olmasının önemli bir sorun olduğunu bildirmiştir. Okul ve üniversitelerde derslik sıkıntısı, ulaşım, nitelikli öğretmen, içme suyu ve daha birçok sorun öğrencileri zor durumda bıraktığını anlatmıştır (Naqawi - Vinay, 2022, 33).

Hâlihazırda Afganistan'da bazı üniversiteler aşırı kalabalık ve sıkışık durumdayken, diğer üniversiteler çok zayıf olanaklarla çalışmaktadır. Örneğin, Kabil gibi şehir merkezlerindeki üniversiteler kalabalık ve sıkışık olma eğilimindedir. Bazı yeni bölgesel üniversitelerin barakalardan biraz daha büyük olan binalarda faaliyet gösteren sınıfları vardır. Pek çok üniversite, tasarımı ve yapısı yükseköğretime uygun olmasa da, başka amaçlarla inşa edilen binaları üniversite binası olarak kullanılmaktadır. Üniversitelerdeki fiziksel tesislerin önemli bir kısmı kötü durumda olup modern öğretim ve öğrenime uygun değildir. Ayrıca, hem tesisler hem de ekipmanlar için büyük bir bakım ve onarım birikimi mevcuttur. Ders ve derslik alanları ile laboratuvarların iyi donanımlı olması ve ayrıca yeterli elektrik ve güç gibi modern teknolojiyi desteklemek için gereken temel altyapıya sahip olması gerekir (The World Bank, 2013, 33).

Öğrenci sayısındaki ve öğretim üyesi sayısındaki büyük artışla birlikte gerekli olan derslik, laboratuvar, kütüphane, ofis ve yurtlara yönelik artan talep göz önüne alındığında,

Yüksek Öğrenim Bakanlığı için iyileştirme ve genişlemeye ilişkin altyapı yatırımı en yüksek önceliklerden biridir (Pouras Consult Aps., 2016, 1/106).

3.1.6. Çevre Sektörü

Afganistan neredeyse otuz beş yıla aşkın silahlı çatışmayı geçirip ciddi bir çevre kriziyle karşı karşıya kalmaktadır. Başlıca çevre sorunları arasında yer altı sularının tükenmesi, hava ve su kirliliği, toprak bozulması, ormansızlaşma, aşırı otlatma, çölleşme, biyolojik çeşitlilik kaybı, iklim değişikliği ve kentsel ekolojik açıdan hassas alanlara yayılma yer almaktadır (Joint UNEP/OCHA Environment Unit, 2016, 3).

Afganistan'da çevre unsurlarından en önemlisi su kaynaklarıdır ve ülkenin su yönetim sistemleri, iç savaş yıllarında büyük ölçüde zarar görmüştür. Ülke barış ve refah arayışında olduğundan hem kırsal hem de kentsel nüfus, ev ihtiyaçlarını, tarımı, sanayiye ve doğal çevreyi desteklemek için su yönetim sistemlerinin restorasyonuna öncelik vermektedir. Entegre su kaynakları yönetimi ilkelerine uygun olarak, kentsel, kırsal, tarımsal, endüstriyel ve çevresel kullanımlar arasındaki dengeyi sağlamak için kapsamlı bir planlama çerçevesinin uygulanması gerekir. İdeal olarak bu çerçeve, hem yüzey hem de yer altı su kaynaklarını dikkate alan bir nehir havzası bağlamı içerisinde konumlandırılır. Su yönetimine yönelik öncelikli altyapı yatırımlarının belirlenmesi için büyük bir çaba sarf edilmiştir. Bunların çoğu su temini, sanitasyon ve tarıma yönelik yardım programlarına dahil edilmiştir. Afganların çoğunluğunun temiz suya erişimi kısıtlı olduğu ve bu durum sanitasyon ve hijyen eksikliğiyle birlikte halkın sağlığı ve refahı üzerinde ciddi etkiler bırakmıştır. Atık su kanalizasyonun çoğu zaman doğrudan sokaklara boşaltıldığı nedeniyle kentsel alanlarda özellikle ciddi sorunlar yaratmıştır (Azimi - McCauley, 2002, 9).

Ülke nüfusunun yalnızca %27'si iyileştirilmiş su kaynaklarına ulaşabilir durumda ve bu rakam kırsal bölgelerde %20'ye düşerek dünyadaki en düşük oranlar arasında yer almaktadır. İyileştirilmiş sanitasyon tesislerine erişimi olan kişilerin yüzdesi ülke çapında %5 iken kırsal alanlarda yalnızca %1'dir. Kabil'de halkın yüzde 80'i temiz içme suyuna, yüzde 95'i ise iyileştirilmiş sanitasyon tesislerinden mahrum kalmaktadır (USAID, 2018, 21).

Afganistan'da mevcut suyun %95'inden fazlası tarımda kullanılmaktadır. Ülkede mahsul ekimi yağmurla beslemeli ve sulama planlarına dayanmaktadır. Aktif tarım, merkezi

yaylaların ve dağların güneybatı, batı ve kuzey kısımlarında yoğunlaşmıştır. Sulanan ve yağmurla beslenen tarım arazilerinin dağılımı, büyük nehir havzalarına ve su kaynakları türlerine karşılık gelmektedir. Böylece su bolluğu ve elverişli iklim nedeniyle Celalabat ve Laghman Vilayetlerinde yılda üç hasat toplamak mümkün olur. Kunduz ve Badghiz illerinin batı ve kuzey kesimlerinde, Amu Darya ve Murgab Nehirleri boyunca yaklaşık 1 milyon hektarlık potansiyel olarak verimli tarım arazisi bulunuyor ancak bu arazi, zayıf su teknolojileri nedeniyle az gelişmiş ve verimsiz kalmaktadır.

Afganistan'da yıllık olarak mevcut olan 75 milyar m³ suyun 20 milyar m³'ünden biraz fazlası (veya %25'i) kullanılmakta, geri kalan yüzde 75'i ise komşu ülkelere gitmektedir. Çiftçilik, diğer bazı sorunların yanı sıra, ciddi miktarda su kaybıyla karşı karşıya kalmaktadır. Otuz yıla aşkın siyasi çalkantılar ve iç savaş boyunca su kıtlığı ve su altyapısının hasar görmesi nedeniyle ülkenin su talebi son zamanlarda artmaktadır. Afganistan'da ayrıca suyu zor ve karmaşık bir konu haline getiren bir takım çevre sorunları da bulunmaktadır (Azami vd., 2020, 3).

Kabil ve Herat'ta ve daha az ölçüde Mezar-ı Şerif, Kandahar ve diğer şehirlerde kentleşme süreci neredeyse düzensiz bir şekilde devam etmektedir. Bu düzensiz süreç, belediyelerin katı atık yönetimi, drenaj, yeraltı suyu temini ve kalitesinin korunması, evsel ve ticari atık su yönetimi, borulu su temini, hava kirliliği kontrolü ve kentsel imar veya arazi kullanım planlaması gibi en temel çevresel hizmetleri bile planlamasını ve sunmasını neredeyse imkânsız hale getirmektedir. Katı atık yönetimi neredeyse durma noktasına gelmiş durumdadır. Toplama kamyonlarının hasar görmesi de dâhil olmak üzere savaştan kaynaklanan aksamalar ve işçi maaşlarının ödeme gecikmesi ve yakıt için fon eksikliği, çoğu belediye ortamında sistemi neredeyse çökme noktasına getirmiştir. Örneğin Kabil'de çöpler şehirdeki resmi olmayan ve yalnızca en temel toplama hizmeti mevcut olan çöplüklere atılır. Bazı devlet kurumları ve STK'lar, belediye çalışanlarının çalışmaları karşılığında yakıt veya yiyecek sağlayarak yardımcı oluyor, ancak bu sistem, doğrudan bir maliyet kurtarma mekanizması veya başka bir belediye gelir kaynağı olmadığı sürece sürdürülebilir değildir (Azimi - McCauley, 2002, 17).

3.1.7. Sivil ve Kültürel Tesisleri

Kentsel halka açık parklar, kasaba ve şehirlerin kritik peyzaj unsurları olarak kabul edilir ve birçok çevresel ve sosyal fayda sunar. Sağlıklı ekosistemleri destekler, temiz hava ve

su sağlar ve doğal kaynakların korunmasını hızlandırır. Parklar yalnızca bir şehrin canlılığında ve yaşanabilirliğinde önemli bir rol oynamakla kalmaz, aynı zamanda sağlık ve yaşam standartlarının artmasını teşvik edip kent sakinleri için daha iyi bir zihinsel huzur ve daha az stres düzeyi sağlar. Afganistan'daki kamu parkların sayısı ve kalitesi kötü durumdadır. Örneğin 4 milyon kişinin yaşadığı başkent Kabil'de sadece 65 park bulunmaktadır. Öte yandan, Afganistan'daki halka açık parkların çoğunluğu ya küçük kapasitelidir ya da eğlence için gerekli olanaklara sahip değildir (Mushkani - Ono, 2021, 1–4).

Afganistan'daki kamu kütüphaneleri, birçok sosyal-kültürel kurumlar gibi, yıllar boyunca ihmal edilmiş durumdadır. Koleksiyonların ve hizmetlerin kalitesi, hatta haklarında neredeyse hiçbir istatistik tutulmadığı için bilgi eksikliği vardır (Miller, 2016, 4).

Afganistan'daki kütüphaneler 2001'den bu yana bağışçılardan çok az ilgi görürken, çeşitli devlet kurumları, yabancı bağışçılar ve Afgan vatandaşlarının kendileri de bu kütüphaneleri korumak için çaba göstermiştir. Bilgi ve Kültür Bakanlığı (MOIC), son birkaç yılda Logar, Baghlan ve Kabil illeri de dâhil olmak üzere birçok kamu kütüphanesi açarak sosyal kütüphanelerini yeniden inşa etmeye başlamıştır. Afganistan'daki kütüphaneler birçok zorlukla karşı karşıya kalmaya devam etmektedir. Bunların en önemlisi yerel dillerde yeni kitapların bulunmaması, resmi olarak eğitilmiş personel eksikliği ve zayıf bina tesisleridir. Ayrıca kütüphanelere ilişkin önemli bir veri eksikliği de mevcuttur (Miller, 2016, 6–8).

Bilgi ve Kültür Bakanlığı bünyesinde 1970 yılında kurulan Halk Kütüphaneleri Genel Müdürlüğü, ülke genelinde başkent ve illerdeki halk kütüphanelerinin örgütlenmesi, planlanması, temini ve aktif tutulmasından sorumludur (Shebal vd., 2002, 5).

3.1.8. Adli ve Cezalandırma Tesisleri

2001'den 2021'e kadar Afganistan adalet sisteminin yeniden inşasına yönelik fark edilebilir ancak yavaş bir ilerleme kaydedilmiştir. Mevzuat konusunda önemli çalışmalar yapılmıştır. Yüzlerce hakim, savcı ve cezaevi müdürü ile binlerce polis personeline eğitim verilmiştir. Bazı adalet kurumları yenilenmiş ve birkaç tesis de sıfırdan inşa edilmiştir. Afganistan adalet sisteminin yeniden inşasında kaydedilen ilerleme, Afganistan Bağımsız Barolar Birliği'nin kurulması, Kabil'de başta olmak üzere diğer illerde adli yardım departmanlarının açılması, Kabil'de Bağımsız Ulusal Hukuk Eğitim

Merkezi'nin kurulması ve yargı bürokrasisinin basitleştirmesi için bir komitenin kurulmasından bahsedilebilir. Ayrıca, Başsavcılığı ile İçişleri Bakanlığı arasında, kovuşturma süreçlerini iyileştirmeye yönelik tedbirlerin geliştirilmesi ve uygulanması ile halkın şikayetleri kaydetmek için kullanabileceği ortak telefon numaralarının uygulamaya konulması konusunda işbirliği yapılmıştır. Ancak yukarıda belirtilen başarılarla rağmen Cumhuriyet döneminde adalet sistemi ciddi sorunlarla karşı karşıya kalıp Afganistan halkına adaleti sağlamaktan uzak kalmıştır. Bu sorunların doğası ve ciddiyeti, şu ana kadar elde edilenleri büyük ölçüde gölgelemiş görünmektedir. Bu sorunların arasında yaygın yolsuzluk, yüksek düzeyde mesleki beceriksizlik, mahkeme salonları ve gözaltı/cezaevleri gibi fiziksel altyapının yetersizliği ve kamu güveninin düşüklüğü yer almaktadır (Wardak, 2011, 1308–1309). Örneğin, ilçe mahkemelerinin çoğunluğunun ayrı binaları bulunmamaktadır ve kendilerine kaymakamlık veya ilçe polisi tarafından sağlanan tesisleri kullanmaktadır (Timory, 2021, 27).

Ayrıca altyapı onarımı, kurumsal kapasite geliştirme, eğitim, hukuk reformu ve düzeltmeleri de içeren adalet sektörü diğer sektörlerle göre daha az finanse edilmiştir. Kasım 2003'te, resmi Afgan hükümeti rakamlarına göre, o yıl içinde adalet sektörü için 19 milyon dolar civarında yardım toplanmıştır, ancak bu miktarın 4,7 milyon doları herhangi bir projeye tahsis edilmemiştir (United States Institute of Peace, 2004, 6).

Afganistan'ın dört bir yanındaki hapishaneler, yıllar süren silahlı çatışmaların neticesinde kötü durumdadır. Pek çok hapishanenin tamamen yıkılması nedeniyle mahkumlar şu anda kiralanmış tesislerde veya yargılanmayı bekleyen diğer kişilerle birlikte gözaltı merkezlerinde tutuluyor. Uluslararası Af Örgütü'nün ziyaret ettiği hapishanelerin çoğunun koşulları uluslararası standartların altında (Amnesty International, 2021, 20).

Hapishanelerdeki aşırı kalabalık, Afganistan'daki adalet sisteminde ciddi bir sorundur. Raporlar, cezaevlerinin hemen hemen tamamında aşırı kalabalıklaşmanın yaşandığını göstermektedir. Ne yazık ki bu durum Afgan hükümetinin önceliğinde değildir (Afghanistan Independent Human Rights Commission (AIHRC), 2009, 7).

3.1.9. Konut ve Toplumsal Kalkınma

Bir toplumun barınma koşulları sıklıkla ülkenin sosyoekonomik ilerlemesinin ve genel koşullarının doğru bir göstergesi olarak kabul edilir. Karşılabilirlik, yaşanabilirlik, kira güvenliği, yüksek kaliteli inşaat malzemeleri ve inşaat ile temel altyapı ve hizmetlere

erişimi içeren yeterli konut standartlarıyla karşılaştırıldığında, Afganların çoğunluğunun yaşam koşulları genel olarak kötü sayılabilir. Afganistan'da Kırsal ve kentsel kesimler arasında da önemli farklılıklar mevcuttur. Otuz yılı aşkın savaş ve şiddet nedeniyle kentsel konut bölümünün yarısından fazlası ve kırsaldaki evlerin de benzer bir kısmı kısmen veya tamamen yıkılmıştır. Doğrudan savaş hasarları ya da doğal afetler sonucunda ülke genelinde yaklaşık bir milyon evin zarar gördüğü tahmin ediliyor.

BM-Habitat tarafından tanımlandığı şekliyle "gecekondu mahallesi" aşağıdaki kriterlerden bir veya daha fazlasını karşılamayan herhangi bir alan olarak tanımlanmaktadır: (i) kullanım hakkı güvenliği; (ii) güvenli bir su kaynağına erişim; (iii) geliştirilmiş sanitasyon; (iv) dayanıklı, yapısal olarak sağlam muhafaza malzemeleri ve (v) yeterli yaşam alanı. Afganistan'daki mevcut kentsel konut kesimlerinin %86'sı bu kategoriye girmektedir. Çatışmanın ana nedenlerinden biri uygun, yasal ve resmi arazi ve konuta erişim eksikliğidir; bu da sosyo-mekansal dışlamayı ve kentsel eşitsizliği teşvik ederek devlet kurma girişimlerini ve hükümetin meşruiyetini baltalamaktadır. Ülke içinde yerinden edilmiş kişiler, genel kentsel yoksul nüfusa göre daha kötü barınma koşullarında yaşamaktadır. Bu öncelikle uzun vadeli gelişim tedavilerindeki sınırlamalardan kaynaklanmaktadır. Yaklaşık %60'ı çadırdaki, geçici barınakta veya barakada yaşamaktadır. Ülke içinde yerinden edilmiş insanların yaşadığı yerleşim yerlerindeki en yoksul haneler, sert kışlara karşı çok az koruma sağlayan atık kumaşların birbirine dikilmesiyle yapılmış yama işi çadırlarda geçirmektedir. Bunlardan bazıları, zengin ailelerin büyük, pahalı malikanelerde yaşadığı varlıklı ev sahibi topluluklardaki sitelerde bulunabilir. En güvencesiz barınma koşulları olan çadırlarda yaşayan ülke içinde yerinden edilmiş kişilerin payı zamanla azalmakta, %61'i 5 yıldan fazla bir süre sonra hala geçici barınma koşullarında (geçici barınak, baraka, kamp) yaşamaktadır (Majale - Ministry of Urban Development and Housing, 2017, 34).

Afganistan'daki yirmi beş yıllık çatışma sırasında yaklaşık altı milyon insan mülteci olarak Pakistan'a, İran'a ve diğer ülkelere kaçmak zorunda kalmıştı. Geri dönenlerin çoğu, evlerinin savaş veya tabii afetler nedeniyle ağır hasar gördüğünü ve mülkiyetlerinin değişen hükümetler tarafından yasal olarak el konulduğunu ya da güçlü unsurlar tarafından yasa dışı olarak gasp edildiğini görmüştür. Kentsel Kalkınma Bakanlığı, Afganistan'daki yeni konut birimlerine yönelik mevcut ihtiyacın bir milyondan fazla olduğunu tahmin etmiş ve bunların yüzde 70'i kentsel alanlarda bulunduğunu belirtmiştir. Sonuç itibarıyla

geri dönenlerin sayısı arttıkça ve konut gelişimi yavaşladıkça, konut sıkıntısının artmaya devam etmesi beklenmektedir. Afganistan'da şu anda az sayıda yeni konut geliştirme çalışmaları devam ederken, birkaç projesi de planlama aşamasındadır. Belediyeler, Geri Dönerler Bakanlığı ve Kentsel Gelişim Bakanlığı, Pakistan ve İran'dan geri dönerler için barınma sağlamaktan sorumludur. Ancak arazi kıtlığı ve altyapı geliştirme finansmanı eksikliği nedeniyle yeni inşaatlardaki ilerleme yavaşlanmıştır (May vd., 2008, 16–18).

3.2. Afganistan Altyapı Projelerinin Geçmişteki Finansman Kaynakları

2001'den 2017'ye kadar Afganistan'ın statüsünü incelemek ve bu ülkeye nasıl yardım edilebileceğini tartışmak için 15'ten fazla uluslararası konferans düzenlenmiştir. Bu konferanslara bazı durumlarda yüzün üzerinde ülke ve kurum katılırken, bazı durumlarda ise en az yetmiş ülke ve uluslararası kuruluş katkı sağlamıştır. Afganistan ile ilgili düzenlenen konferanslar arasında Bonn (2001) ve Tokyo'da (2002) yapılan iki konferans en önemlileri olmuştur. Afgan hükümetinin yapısının yanı sıra, NATO kuvvetlerinin giriş ve yerleşme yöntemi de belirlenmiştir. Her NATO üyesi Afganistan'ın bir vilayetinin güvenliğini ve yeniden inşasını üstlenmiştir, örneğin Belh vilayetinin sorumluluğu Almanya'ya, Herat İtalya'ya, Helمند İngiltere'ye, Wardak Türkiye'ye verilmiştir.

Ancak yardımın detayları ile birlikte tam miktarı ve tutarı konusunda net ve kesin bir rakama ulaşmak oldukça zordur. Özellikle Afgan hükümetinin raporuna göre 2013 yılına kadar yapılan toplam yardımların sadece yüzde 18'i hükümetin resmi bütçesinden yapılmıştır. Yüzde 82'si ise bütçe dışında ve donör kurumlar tarafından harcanmıştır. Donör kurumlar da Afgan hükümetine harcamalarla ilgili ayrıntı ve bilgi vermeye istekli olmamıştır. Örneğin 2013 yılındaki 13 milyar dolarlık toplam masrafın yalnızca 1,4 milyar dolarlık kısmı Afgan hükümetinin bilgisine dâhildir; Geri kalanı ise "genel yardım" olarak rapor edilmiştir. Ayrıca, Kabil konferansında (2010/1389) tüm donör ülkeler, mali yardım miktarının %50'sinin hükümetin resmi bütçesinden harcanması ve toplam yardımın %80'inin Afganistan'ın ulusal bütçesi için dikkate alınması sözü vermiştir. Ancak bu durum hiçbir zaman gerçekleşmemiştir. ABD, mali destek konusunda da Afganistan'da bulunan donör ülkelerin baş rolünü oynamıştır. Afganistan'ın Yeniden İnşası Özel Müfettişi Ofisi'nin (SIGAR) raporuna (2017) göre, ABD hükümeti yalnızca Afganistan'ın yeniden inşası için 119,74 milyar dolar harcamıştır. Raporun detaylarına göre bu miktar, Afgan güvenlik güçleri işleri programları (68,27 milyar), özel kuvvet

komutanları (3,69), altyapı işleri (0,99), uyuşturucuyla mücadele (8,63), ekonomik destek (19,41) ve benzeri gibi programlarda güvenliği, yönetimi, insan gelişimini ve denetimi güçlendirme hedefiyle harcanmıştır (125–121 ,1399 ,راميار).

Afganistan aynı zamanda Pakistan, Hindistan, Türkiye, Suudi Arabistan, İran'ın da dâhil olmak üzere bir dizi bölgesel devletlerden önemli miktarda mali destek almıştır ve Orta Asya Devletleri Afganistan'a özellikle altyapı ve inşaat alanlarında yardım sağlamaktadır. Hindistan hem bağışçı olarak hem de özel yatırım yoluyla Afganistan'ın ekonomik kalkınmasına katılmaktadır ve çok sayıda büyük altyapı projesini finanse etmiştir. Dikkate değer projeler arasında Herat ilindeki Salma Barajı, Delaram Zaranj ve Khost-Gardez karayolları ve Özbekistan'ı Kabil'e bağlayan bir iletim hattının kurulumu yer almaktadır. Devletler ve uluslararası organizasyonların yanı sıra Afganistan'ın altyapı finansmanında önemli yatırımları gerçekleştiren iki çok taraflı bağışçı güven fonu da bulunmaktadır. Bunlardan biri, Asya Kalkınma Bankası'nın mütevelli heyeti tarafından yönetilen Afganistan Altyapı Güven Fonu. Diğeri ise Dünya Bankası tarafından denetlenen Afganistan Yeniden Yapılanma Güven Fonudur (Parish vd., 2018, 10–12).

Afganistan'ın ulaştırma altyapısı destekçi devletler ve organizasyonlar tarafından en ilgi görülen sektördür. 2010-2014 döneminde hükümet, yolların rutin (önleyici) bakımı için yılda ortalama 23 milyon dolar harcamıştır. Bu, yollara ayrılan toplam kaynakların yalnızca %5'ini oluşturmaktadır. Harcamaların geri kalanı bağışçılar tarafından finanse edilmiştir. USAID, Yol İşletme ve Bakım ve Kapasite Geliştirme Programı aracılığıyla, Birleşik Krallık Uluslararası Kalkınma Bakanlığı (DFID), Yol Rehabilitasyon ve Bakım Programı ve Afganları Bağlantıda Tutma (KAC) projesi aracılığıyla, Dünya Bankası, Ulusal Kırsal Erişim Programı (NRAP) yoluyla Afganistan'daki karayolu altyapı projeleri finanse etmiştir (Asian Development Bank, 2017, 13–15).

Asya Kalkınma Bankası (ADB) Afganistan'ın demiryolu ağını geliştirme konusunda en önemli donör kurum konumundadır. Örneğin Hayratan-Mezar-ı Şerif- demiryolu hattının 175 milyon Dolar tutarındaki bedelinin % 97'si ADB tarafından finanse edilmiştir. Diğer taraftan, Hindistan Devleti, Kabil yakınlarındaki Haji Gak maden alanından demiryolu inşası ile ilgili olarak 1 milyar Dolar tutarında yardım teklif etmiştir. (T.C. Kabil Büyük Elçiliği, 2020, 22).

Enerji sektöründe, 2003 yılından bu yana, USAID tarafından finanse edilen ve yerel STK'lar tarafından uygulanan İl İmar Ekipleri (PRT'ler) faaliyetleri, Afgan köylerinde,

köy başına, tasarım, teknik yardım, topluluk gelişimi ve eğitim maliyetleri hariç yaklaşık 3.500 \$ ortalama toplam ekipman ve malzeme maliyetiyle 125'in üzerinde mikro hidroelektrik santrali kurmuştur (Ashraf, 2019, 17). Enerji alanında en büyük donör USAID, Alman Kalkınma Bankası (KfW), Dünya Bankası ve Asya Kalkınma Bankası'dır (Parish vd., 2018, 12). Afganistan'ın enerji sektörü, kurumsal donörlerin yanı sıra Hindistan, İran, Kore, Almanya ve Japonya'dan da muazzam miktarda yardım fonu sağlamıştır (Ashraf, 2019, 17,18).

Afganistan'da telekomünikasyon sektörünün gelişmesi için İletişim ve Bilgi Teknolojileri Bakanlığı, aşağıdaki kuruluşların desteğiyle onurlandırılmıştır. USTDA'nın desteğiyle, Fiber Optik omurga projesi için, projenin teknik ve ticari açıdan mümkün olduğunu gösteren bir fizibilite çalışması hâlihazırda oluşturulmuştur. Dünya Bankası, 14 Mayıs 2011'den 30 Haziran 2016'ya kadar sürecek olan beş yıllık, 50 milyon ABD Doları tutarındaki Afganistan BİT Sektörü Geliştirme Projesi aracılığıyla, BİT sektörünün gelişimi ve büyümesi için uygun bir ortam yaratılmasında MCIT ve ATRA'yı desteklemektedir. OFC Genişleme ve Danışmanlık Desteği, Dünya Bankası, Afgan BİT sektöründe daha fazla ilerleme sağlamak ve Afganistan'ı bir bilgi merkezine dönüştürmek için MCIT ve ATRA'yı desteklemek amacıyla Mobil Devlet Uygulamaları Platformu, BT Becerileri Geliştirme Programı, Yenilik Destek Programı ve ICT Kuluçka projelerini finanse etmiştir (The Ministry of Communications and Information Technology, 2023, 1).

Afganistan'da BPHS ve EPHS kapsamındaki sağlık hizmetleri, BM kuruluşları, uluslararası STK'lar ve ulusal STK'lar dâhil 30'dan fazla kuruluş tarafından sağlanmaktadır. Ayrıca 34 ilin 32'sinde 350 gezici sağlık ekibi bulunmaktadır. Kamu Sağlığı Bakanlığı tüm üçüncü basamak sağlık hizmetlerini düzenlemektedir. Donörlerin katkıları toplam sağlık harcamalarının yaklaşık %20'sini oluşturmaktadır. Dünya Bankası, Avrupa Komisyonu ve USAID bu fonların çoğunu sağlar. Hane halkının doğrudan cepten yaptığı harcamaların payı %75'tir; Devlet fonları gibi diğer kaynaklar ise kalan %5'i oluşturur. Dünya Bankası'nın Afganistan Yeniden Yapılandırma Güven Fonu (ARTF) bağışçı desteğini yönetmektedir. Sivil toplum kuruluşları ve Birleşmiş Milletler kuruluşları tüm temel sağlık hizmetlerinin neredeyse %90'ını sağlamaktadır (Ground Truth Solutions, 2022, 5).

Eğitim sektörü, kalkınma bütçesini ve işletme bütçesinin bir kısmını ve bütçe dışı proje müdahalelerini finanse etmek için kullanılan kalkınma ortağı resmi kalkınma yardımına (ODA) yüksek düzeyde bağımlıdır. MOE harcamalarının 2011-2014 döneminde 2,5 milyar ABD Doları olduğu tahmin edilmiştir ve bunun en az yüzde 41'i (1 milyar ABD Doları) donörler tarafından finanse edilmiştir. Bağışçı yardımlarının yalnızca yüzde 25'i bütçeye dâhilken, geri kalan kalkınma fonları ise bütçe dışında bağıcıların kendi kanallarıyla harcanmıştır. Aynı dönemde MOHE harcaması 360 milyon ABD doları ve bunun en az yüzde 43'ü (156 milyon ABD doları) bağışçılar tarafından finanse edilmiştir (Pouras Consult Aps., 2016, 1/14).

2001'den bu yana ADB, kendisini çevre sektöründe lider bağışçı kurum olarak sunmaya devam ediyor ve bu bağlamda ITGA'nın çıkarlarını temsil edecek Tarım, Sulama ve Hayvancılık Bakanlığı bünyesinde bir çevre dairesi oluşturulması konseptini desteklemiştir (Azimi - McCauley, 2002, 29). Dünya Bankası, USAID, Birleşmiş Milletler Çocuklara Yardım Fonu ve UNDP, Afganistan'daki çevre sektörünün başlıca kurumsal fon sağlayıcılarıdır (USAID, 2018, 25–28).

Maalesef kültür sektörü son yirmi yılda en az ilgiyi görmüştür. Afganistan'ın yıllık bütçesini incelediğimizde asgari bütçenin kültür sektörüne ayrıldığını görüyoruz. Öte yandan donör ülkeler ve uluslararası kuruluşlar da bu sektöre çok ilgi göstermemiştir. Buna rağmen Almanya, İran, Kuveyt, ABD, Kanada ve Mısır, Afganistan'daki kamu kütüphanelerinin geliştirilmesinde yardımda bulunmuştur (Miller, 2016, 7–8).

UN-Habitat, yeni parklar inşa etmek ve mevcut parkları iyileştirmek için on iki belediyeyle çok yakın bir şekilde çalıştı. Temiz ve Yeşil Şehir (CGC) programı kapsamında 49 park ve yeşil alan geliştirilmiş veya iyileştirilmiştir (United Nations Human Settlements Programme (UN-Habitat), 2019, 12). Ayrıca Türkiye, Japonya, İran, SAARC Örgütü, Afganistan'daki park ve eğlence merkezlerinin inşa etmesi için yardım fonu sağlamıştır (Farklı Haber ajansları).

Afganistan'da Adli ve cezalandırma sektörünün gelişmesi için Bonn Anlaşması'nda Yargı Reformu Komisyonu (JRC) kuruldu. Ancak bu komisyon beklenen performansı gösterememiştir (United States Institute of Peace, 2004, 6). Afganistan'ın cezalandırma sistemi ülkenin yargı sektörü reformunun unutulmuş üvey çocuğudur. Afgan hükümeti hapisane sisteminin ihtiyaçlarını karşılamak için fazla kaynak tahsis edememiştir. Diğer taraftan bu sektöre donörden gelen gereken fonlar yönlendirilmemiştir. Afganistan'da

ceza evleri ve hapishanelerin yenilenmesi için üzerinde çalışan tek kuruluş, birkaç küçük ölçekli STK projesi dışında, BM Uyuşturucu ve Suç Ofisi'dir (UNODC) (United States Institute of Peace, 2004, 12).

Afganistan'da konut altyapısı bütçe kısıtlılığı, denetim eksikliği ve finansman yetersizliği nedeniyle çok kırılgan düzeyde kalmıştır. Çoğu vatandaşlar, ev alımını veya tadilatını kişisel tasarruflar yoluyla veya çok daha az ölçüde aile ve arkadaşlardan alınan gayri resmi borç yoluyla finanse etmek zorunda kalır. Konut edinmeye yönelik bu yaklaşımlar, Afganistan'da konut finansmanının ne ölçüde az gelişmiş olduğunu göstermektedir. Teminatsız krediler açısından, artan konut ve ev iyileştirmeleri için yerel düzeyde finansman sağlayan az sayıda konut mikrofinansı ve topluluk tasarruf kuruluşu bulunmaktadır. Bugün Afganistan'daki on yedi ticari banka Afganlara konut için çok az finansman sağlamaktadır. Afganistan konut finansmanı piyasasında geçmiş yıllarında kullanılan ipotek ürünleri, yüksek faizli ve kısa vadeli konvansiyonel kredilerdi. Ayrıca bazı bankalar İslami murabaha yaklaşımı ile konut kredisi de sunmaktadır (Majale - Ministry of Urban Development and Housing, 2017, 64–67).

3.3. Afganistan Altyapı Projeleri İçin Alternatif Bir Finansman Kaynağı Olarak Sukuk

İSEDAK Koordinasyon Ofisi raporuna (2019) göre, dünyadaki altyapı finansmanının büyük bir kısmı (%60'a yakını) devlet kaynaklarından gelmekte ve yaklaşık %23'ü özel sektör tarafından sağlanmaktadır; bunu ulusal kalkınma bankaları (%10) ve yurt dışı kaynakları da (%6) olarak takip etmektedir. Benzer veriler, altyapıya yapılan küresel yatırımların büyük kısmının şirketlerden (%50) geldiğini, bunu sırasıyla altyapı fonları ve yatırım şirketlerinin (%32) ve emeklilik fonları ile devlet varlık fonlarının her birinin %5'er katkı sağladığını göstermektedir. Bu veriler, geleneksel olarak altyapı geliştirilmesi, devletin sorumluluğu olduğunu göstermektedir. Ancak Afganistan'ın bütçesi %70 oranda dış yardımlara bağlı olduğu için sürdürülebilir altyapı projelerinin finansmanı için alternatif finansman kaynaklara ihtiyaç duymaktadır. Özel sektör altyapıya yatırım yapma potansiyeline sahip olsa da katılımı projelerin risk-getiri özelliklerine bağlı olacaktır (COMCEC Coordination Office, 2019, 5–6).

Afganistan'ın bütçe yetersizliği, deniz taşımacılığına erişim eksikliği, zorlu çevre koşulları ve gelişen ekonomisi nedeniyle mali kısıtlamalarla karşı karşıyadır. Bu tür

ekonomiler büyük ölçüde komşularına bağımlıdır. İç piyasaların altyapıyı finanse etmekte yetersiz kalması, bu ekonomilerin dış borçlanmaya olan bağımlılığını artırır. Diğer taraftan yurt dışı krediler kur riskine tabidir. Ayrıca yönetim zayıflığından dolayı, söz konusu finansal kaynakların kötüye kullanılmasına yol açarak kredilerin geri ödenme kabiliyetini azaltmaktadır. Dolayısıyla Afganistan gibi ülkeler için İslami finans sistemi, geleneksel finans yöntemlerine mükemmel bir alternatif olarak değerlendirilebilir. Çünkü bu sistem kapsamında, risk finansörden yatırımcıya aktarılmak yerine iki taraf arasında paylaşılmaktadır. Yatırımın başarılı olması durumunda finansörün kazanacağını gösterir. Bu sistemde faiz oranı olmadığından küçük ve orta ölçekli işletmelerin de finansman kaynaklarına erişimi sağlanır ve bunun sonucunda yatırım miktarı artar. Öte yandan, kar-zarar ortaklığı kur riskini azaltır. Çünkü finansman getirisi, sabit faiz oranı yerine finanse edilen projenin sonuçlarına göre hesaplanır. İslami finans sistemi kapsamında kamu-özel ortaklığı sözleşmelerinin yeteneği, özel ve kamu işletmeleri arasındaki olumsuz rekabeti ortadan kaldırmaktadır. Sonuç olarak, hükümetin liderliğini ve gözetimini potansiyel çalışanlarla ve özel sektörün uzmanlığıyla bütünleştirerek, proje verimliliğini ve üretkenliğini artırır (Niaman - Aslan, 2023, 60).

Sukuk, uzun vadeli etkili bir finansal aracı olarak Afganistan ekonomisinde hayati bir rol oynayabilir. Sukuk politikası, başarılı bir şekilde uygulanabileceği takdirde vatandaşların Afganistan hükümetine ve diğer ekonomik politikalarına olan güvenini yeniden tesis edecektir.

Bu durum, binlerce kişiye iş fırsatı yaratan altyapı projelerini finanse etmek için milyarlarca para toplanmasının önünü açacak ve kişi başına düşen geliri artırarak GSYH'nin artmasına neden olacaktır. Parası olan ama yatırım imkânı olmayan herkese de doğrudan veya dolaylı olarak fayda sağlayacaktır. Sukuk ihracıyla menkul kıymetler için ikincil piyasa oluşturulacak ve ülkedeki menkul kıymet piyasası ortaya çıkacaktır. Ayrıca, sukuk ihracı sonucunda Afganistan'ın finans endüstrisi uluslararası ikincil piyasalara erişecek ve daha fazla finansman sağlanmasına olanak sağlanacaktır. Sonuç olarak, Afganistan'ın ekonomik potansiyeli artacak ve uluslararası büyük şirketleri yatırım yapmaya teşvik edilecektir (Mohammadi vd., 2019, 89).

3.4. Afganistan’da İslami Finans Sisteminin Mimarisi ve Sukuk İhracına İlişkin Gereken Kurumsal Çerçeveler

Çağdaş İslami Finansın tarihi 1970 yıllarına kadar uzamış olsa bile Afganistan’da bu sektör, gereken teveccühü görmemiştir. Afganistan’ın nüfusu %100’e yakın müslüman olması için konvansiyonel finans sistemine rağbet gösterilmemektedir. 2020 verilerine göre dini hassasiyetler ağırlık bastığı için ülke nüfusunun sadece %7,5’si konvansiyonel bankacılık sektörüne ilgi göstermektedir. Afganistan’da şuan İslami bankacılık ve konvansiyonel bankacılık olmak üzere iki paralel bankacılık sistemi mevcuttur (Sadat - Rostamian, 2024, 13).

Afganistan’da 2001’den sonra bankacılık sektörünün hızla büyümesi, modern ticari bankacılığın başlatılması, bireylere ve işletmelere geçmişte mevcut olmayan çok çeşitli bankacılık hizmetlerinin sağlanması, yeni bir dönemin başlangıcı olarak bilinmiştir. Afganistan Merkez Bankasının (DAB) verdiği son bilgilere göre Afganistan’da 3’ü devlet bankası, 7’si özel banka ve 2’si yabancı banka şubesi olmak üzere 12 banka faaliyet göstermektedir. Bu bankalar Afganistan’daki müşterilerine çeşitli banka hesapları, borç verme, nakit transferleri, ATM’ler, uluslararası hizmetler, krediler ve iş destek garantileri gibi çok sayıda hizmet sunmaktadır (Sadat - Rostamian, 2024, iv). Afganistan’da 2018’e kadar bazı konvansiyonel bankalarda İslami pencere (Islamic Window) şeklinde İslami bankacılık hizmeti sunulmuştur (Heravi, 2022, 40). Ancak, şariat kurallarına uygun ilk İslami banka 2018’de faaliyete başlamıştır (Sadat - Rostamian, 2024, iv).

Öte yandan Afganistan’da organize bir sermaye piyasası ve yasal çerçevesi bulunmadığı için şüana kadar sukuk ihracı gerçekleşmemiştir (Heravi, 2022, 4). Kasım 2020’da Afganistan hükümeti sukuk ihracına dair bir plan düzenlemişti. Ancak 2021 yılında hükümetin yönetim değişikliği yüzünden bu ilerleme gerçekleşemedi (Heravi, 2022, 13). Taliban’ın iktidara gelmesinden sonra finans sistemi kısa bir süre krize girmiş olsa bile İslami finansın gelişmesi için yeni ümitler yaratıldı. Finans sistemini temsil eden kuruluşların yapısı değişikliğe maruz kalmamış olsa bile İslami değerlere uygun olmayan işlemler, yönetim tarafından yasaklandı. Ardından İslami bankacılık kanunu, sukuk ve tekafül kanunu üzerinde yoğun bir çalışma başlanmıştır (Da Afghanistan Bank, 2019).

Yasal Altyapı: Afganistan’da 2001-2021 yılları arasında (Cumhuriyet Dönemi) İslami finans yasal anlamda konvansiyonel finans sistemi içinde yer almıştı. 11 Kasım 2015’te yürürlüğe giren bankacılık kanununda konvansiyonel bankacılığın yanı sıra 7.

Bölümünde İslami bankacılık yer almıştır (وزارت عدليه افغانستان, 2015, 195). Ancak 2018'den sonra İslami finansa özel, düzenleme konusunda bazı adımlar atılmıştır. Örneğin, 2018 yılında “Konvansiyonel Bir Bankanın İslami Bankaya Dönüştürülmesine İlişkin Yönetmelik”, “İslami Banka/Pencereye Lisans Verilmesine İlişkin Yönetmelik”, “Faizsiz Bankacılık Likidite Riski Yönetimi Yönetmeliği”, “İslami Bankacılık Ürünlerin Kılavuzları” vs. gibi düzenlemeler Afganistan Merkez Bankasının İslami Bankacılık Bölümü tarafından çıkarılmıştır. İslami bankacılıkta daha özel ve kapsamlı bir düzenleme olarak “İslami Bankacılık Yönetmeliği” 9 Mart 2021’de Afganistan Merkez Bankası (DAB) tarafından çıkarılmıştır (Da Afghanistan Bank, 2024).

15 Ağustos 2021 yılında Afganistan’da yönetim değişikliğinin ardından Cumhuriyet dönemine ait ana yasa geçersiz ilan edildi. 3 Aralık 2023’te Bahreyn’de düzenlenen “İslami Finansal Kurumlar ve İslam Kalkınma Bankası Muhasebe ve Denetim Organizasyonu” konferansında Afganistan’daki bankacılık sektöründe tüm faizli işlemler Afganistan Merkez Bankası sözcüsü tarafından yasaklandığı ilan edilip bankacılık sisteminin tam İslami şekline dönüştürüleceği söylendi (Hakimi, 2023). Ancak şuana kadar İslami finansla ilgili yeni bir yasama gerçekleşmemiştir.

Afganistan’da sukuk ihracı, ilk etapta düzenleme sorunlarıyla karşı karşıya kalmıştır. İlk girişim olarak 1982 yılında Afganistan Cumhuriyeti Demokratik Yönetimi döneminde ilk sukuk kanunu (514) seri numaralı “Sukuk Alım Kanunu” adıyla, Resmi Gazetede yayımlanmıştır. İki bölüm ve yedi maddeden oluşan bu kanun, adı sukuk kanunu olmasına rağmen şeriata uygun olmayan faizli tahvillere aitti. İkinci seferde 2014 yılında sukuk kanununun taslağı Maliye Bakanlığı tarafından hazırlanmış ancak sonrasında söz konusu kanuna ilişkin herhangi bir işlem yapılmamıştır. Bu sorunun arkasında sukuk uzmanlarının bulunmaması ve ilgili devlet dairelerinin sukuk hakkında bilgi yetersizliği yer almaktadır. Ancak 2017 yılında hazırlanan ve altı bölümden oluşan bir kanun taslağı daha bulunmaktadır. Söz konusu kanunun bölümleri şu şekildedir: (1) Tanım ve Genel Hükümler, (2) Amaç ve kapsam, (3) Sukuk İhracı, (4) Afganistan Şer’i Denetleme Konseyi, (5) Sukuk aracı ve (6) Özel Amaçlı Şirket (SPV), fakat bu kanun henüz yürürlüğe girmemiştir (Heravi, 2022, 215). Sonuç itibarıyla şuana kadar Afganistan’da sukuk ile ilgili herhangi bir geçerli düzenleme veya düzenleyici kurum bulunmamaktadır (Saleem, 2022, 64). Ancak, Afganistan’da sukuk ile ilgili yasal ve kurumsal çerçeveler

İslam Kalkınma Bankası'nın (IsDB) yardımıyla sorumlu devlet birimleri tarafından hazırlanma aşamasındadır (International Monetary Fund, 2018, 76).

İster cumhuriyet döneminde ister şimdiki yönetimde tekafül sektöründe gözle görünür çalışmalara rağmen bir düzenleme çıkarılmasıyla sonuçlanmamıştır.

Düzenleme ve Denetim: Şeriat Denetleme Kurulu, ulusal düzeyde İslami bankacılık ve finansal hizmetlerin Şeriatla ilgili işlerine ilişkin en yüksek karar alma ve fetva verme organıdır. Kurul, İslami bankaların ve İslami bankacılık pencerelerinin düzenlemelerini, kılavuzlarını ve politikalarını şeriat ışığında incelemek ve onaylamak amacıyla Da Afghanistan Bank'ın organizasyon yapısında bağımsız bir organ olarak kurulmuştur (Da Afghanistan Bank, 2019).

Likidite Altyapısı: Afganistan'da para transferi çoğu gayri resmi “Havale” kanalı üzerinde yapıldığı için ödeme sistemi işlevsiz durumdadır. Bankacılık sektörü, istikrar ve likidite riskiyle karşı karşıyadır ve İslami bankacılığa plansız geçiş ek bir zorluk oluşturmaktadır. Afganistan'ın finans sektörü stresli olmaya devam etmektedir. Bankacılık sektöründeki stres, ciddi bir güven kaybı nedeniyle Ağustos 2021'e yaklaşan aylarda artmaya başladı. Kriz, Ağustos 2021'de Da Afghanistan Merkez Bankası'nın “offshore” varlıklarının dondurulması, uluslararası muhabir bankacılık kanallarının bozulması, yurt içi ödeme sistemindeki zorluklar ve İslami bankacılığa zorunlu geçiş dâhil olmak üzere birçok olayla daha da kötüleşti. Bu faktörler Afganistan'daki fon giriş ve çıkışlarını büyük ölçüde etkiledi. Ancak son veriler, bankacılık sektörü mevduatlarının 2021 yılında ciddi bir düşüş yaşadktan sonra son dönemde istikrara kavuştuğunu göstermektedir. Bununla birlikte yerel para biriminin basılamaması, bankacılık sistemindeki likiditeyi daraltmaktadır. Üstelik dolaşımdaki pek çok banknot bozulmuş ve artık kullanılamaz hale gelmiştir (The World Bank, 2023, 39–40).

Öte yandan, sermaye piyasasının eksikliği ve İslami bankalar için likidite yönetimi araçlarının bulunmaması, likidite altyapısında potansiyel bir sorun olarak değerlendirilmektedir (Vizcaino, 2018).

Likidite yönetimi hususunda “Regulation on Islamic Banking Liquidity Risk Management” adlı bir düzenleme Afghanistan Merkez Bankası tarafından çıkarılmıştır (Da Afghanistan Bank, 2019, 1).

Beşeri Sermaye ve Bilgi Geliştirme: İslami finans sektörünün bilgi ve beceri düzeylerini arttırmaya yönelik kamu ve özel eğitim/ Şer'i yönetişime yönelik akademik kurumlar

bulunmamaktadır. Ancak Üniversitelerin müfredatı İslam iktisadı ile ilgili 2 AKTS ders programını içermektedir (51, 2022, وزارت تحصیلات عالی افغانستان). Bununla birlikte bilgi geliştirme konusunda Afganistan’da bazı ilkel adımlar atılmıştır. Örneğin, İslami bankacılık ve finansla ilgili onlarca makaleler, kitaplar, tezler ve bildiriler yayınlanmıştır. Ayrıca beşeri sermaye geliştirme konusunda birkaç uluslararası seminer ve atölyeler düzenlenmiştir. Örneğin, 2019 yılında Malezya’da Afganistan Maliye Bakanlığı mensuplarına ISRA danışmanlık uzmanları tarafından 2 günlük sukuk eğitimi verildi (Heravi, 2022, 10). 28 Haziran 2021 - İslam Özel Sektörü Geliştirme Kurumu (ICD) ve Afganistan Bankalar Birliği (ABA) tarafından Da Afghanistan Bank (Afganistan Merkez Bankası) iş birliğiyle “Afganistan’da İslami Finans Sektörünün Dönüşümü” konulu bir web semineri düzenlendi (Islamic Corporation for the Development of the Private Sector, 2021).

Bilgi Altyapısı: Afganistan’da İslami finans sektöründe AAOIFI standartları uygulanmaktadır (AAOIFI, 2023). Bu hususta Afganistan Merkez Bankası (DAB) ve AAOIFI arasında 9 Mayıs 2023’te işbirliği anlaşması da imzalanmıştır (Erfanyar, 2023). Bununla birlikte yerli standart anlamında İslami finansal ürün kılavuzu ve el kitabı AAOIFI standartlara dayanarak yayınlanmıştır (Da Afghanistan Bank, 2024). Şuana kadar ülkede sukuk ihracı gerçekleşmemiş ve kredi derecelendirmesi de bulunmamaktadır.

Afganistan’da İslami finans Kurumları’nın şeffaflığı ve kamuoyu aydınlatma ile ilgili düzenleme ihtiyacını “Bilgiye Erişim Yasası” karşılamaktadır. Bu kanunun 4. maddesine göre kurumlar, gereken bilgiyi başvuru sahiplerinin ve kamuoyunun bilgisine sunmakla mükelleftir (4, 2014, وزارت عدلیه افغانستان). Daha özel olarak İslami finansal kuruluşların şeffaflığı ve kamuoyuna yönelik aydınlatma konusunda “İslami Finansal Ürünlere İlişkin Ürün Şeffaflığı ve İfşasına Yönelik Kılavuzlar” adına bir talimatname Da Afghanistan Bank tarafından düzenlenmiştir (Da Afghanistan Bank, 2019, 3).

Tüketici Koruma: Afganistan’da ilk kez 2016’da 1241 numaralı “Tüketici Koruma Kanunu” yürürlüğe girmiştir. Bu kanuna binaen Ticaret Bakanlığı çerçevesinde “Tüketici Koruma Birimi” kurulmuştur. Ancak bu kanunda finans sektörü ile ilgili özel bir hüküm bulunmamaktadır (27, 2016, وزارت عدلیه افغانستان).

Bankacılık sektöründe, kişilerin ticari bankalardaki mevduatlarını korumak, bankaların istikrarına katkıda bulunmak ve ülkenin bankacılık sektöründe kamuoyunun güvenliğini kazanmak amacıyla Afganistan Merkez Bankası çerçevesinde genel bir departman olarak

Afganistan Mevduat Koruma Fonu kurulmuştur. Afganistan'daki tüm bankalar ve finansal kuruluşlar bu fonun üyesidir (Da Afghanistan Bank, 2019).

Müşteri koruma konusunda bir düzenleme olarak Merkez Bankası tarafından “Finansal Müşterinin Korunması Hakkında Yönetmelik” çıkarılmıştır. Bu düzenleme Afganistan'daki faaliyet gösteren tüm bankalar, Elektronik Para Kuruluşları ve diğer kayıtlı finansal kuruluşlar için geçerlidir (Da Afghanistan Bank, 2019, 2–6).

Afganistan'da mevduat sigortası konusunda “Afghan Deposit Insurance Corporation” adlı bir şirket kurulmuştur. Ancak bu şirketin faaliyeti ve performansı hakkında herhangi bir bilgi bulunmamaktadır (Da Afghanistan Bank, 2019).

Şer’i Yönetişim: Afganistan'da bankacılık kanununun yürürlüğe girmesinden sonra Afganistan Merkez Bankası'nın İslami finans departmanı, Afganistan İslam Cumhuriyeti'nde faaliyet gösteren İslami Finans Kurumları için yol gösterici prensip olarak Ulusal Şer’i Yönetişim Çerçevesini (NSGF) geliştirdi. Ulusal Şer’i Yönetişim Çerçevesi (NSGF), Afganistan'da faaliyet gösteren tüm İslami Finans Kurumlarının ticari faaliyetlerini düzenlemek üzere yürürlüğe girmiştir. NSGF temel referans belgesidir ve ilgili paydaşlar, NSGF'nin her bir bölümüyle ilgili kılavuzlar ve yönergeler geliştirerek onu daha da genişletmek üzere görevlendirilmişlerdir. DAB'ın İslami bankacılık departmanı, piyasa koşullarını, risk azaltma stratejilerini dikkate alarak incelemenin gerekli olduğunu düşündüğünde Şeriat Kurulu ve DAB yönetimi ile istişarede bulunarak NSGF'yi inceleme ve güncelleme ve bunu Bankanın genel stratejisiyle uyumlu hale getirme yetkisine sahiptir. NSGF, DAB'ın İslami bankaların şeriat yönetim yapısına ve bankaların operasyon ve işlemlerinin şeriat ilkelerine uygun olmasını sağlamaya yönelik süreçlere ilişkin beklentilerini ele almak üzere oluşturulmuştur. Bu çerçeve, yönetim ve şeriat kuruluna şeriata uyumla ilgili görevlerini yerine getirme konusunda rehberlik edecektir. Aynı zamanda İslami bankaların şeriat uyumluluğuna ilişkin genel işlevlerini de açıklayacaktır (Keramat - Kahf, 2022, 10).

Yasal çerçevelerine ek olarak sukuk ihracında birçok taraf rol oynamaktadır. Bu tarafların rolu ve sorumlulukları özetle aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Taraflar	Görev ve Sorumluluklar
İhraççı	Sukuk sertifikaları sunan veya ihraç eden kuruluş; yükümlü ya da SPV olabilir.

Yükümlü	Finansmana ihtiyacı olan ve sukuk sahiplerine kupon ödemeleri ve itfa sırasında anapara tutarının ödenmesinden sorumlu olan kuruluştur.
Kaynak Kuruluş	Varlıkları SPV'ye satan ve sukuk satışından elde edilen geliri yatırıma sevk eden kuruluştur. Yükümlü konumda olabileceği gibi borçluluyla bağlantılı da olabilir.
Sukuk Sahipleri	Sukuk sahipleri; birincil abone olabileceği gibi ikincil yatırımcı da olabilir.
Birincil Abone	Sukuk sertifikaların ilk sahibi olan kuruluş veya şahıs.
Özel Amaçlı Şirket (SPV)	Sukuk ihraç etmek üzere anonim şirket şeklinde kurulmuş olan sermaye piyasası kurumudur.
Şer'i Danışman	Sukuk yapılarını şeriata uygunluk açısından onaylayan resmi makam.
Düzenleyici	Tüm sermaye piyasası arzlarının bir düzenleyici tarafından onaylanması veya muaf tutulması gerekmektedir. Genellikle, sukuk ihracında (yerel düzeyde) bir ana düzenleyici (devlet dairesi) bulunmaktadır. Ancak uluslararası para birimi ihraçlarının ilgili düzenleyiciler tarafından onaylanması gerekecektir.
Kredi Geliştirici	Garanti veya diğer kredi artırılmasını sağlayan bir kuruluş (holding şirketi) veya üçüncü bir taraf (banka, tekafül şirketi, devlet kurumu vb.).
Yatırım Bankası	Yatırım bankası sukuk ihracında baş düzenleyici, derecelendirme danışmanı, talep toplayıcı ve baş yönetici olarak rol oynar. Yatırım bankası sukuk arzını düzenlemek, ihraççıya/borçluya piyasa koşulları konusunda tavsiyelerde bulunmak ve pazarlama dahil olmak üzere arzi koordine etmek optimum bir derecelendirmenin nasıl elde edileceğine dair tavsiyelerde bulunmak, fon toplamayı yönetmek, potansiyel yatırımcılara yaklaşmak, fiyatlandırma, piyasa koşulları ve iştah hakkında rehberlik sağlamak ve sukuk talebini ve siparişlerini izlemek ve son olarak sukuk ihracının kredibilitesini sağlamak ile uğraşmaktadır.
Mütevelli	Önceden belirlenmiş talimatlara göre otomatik olarak hareket eden, sukuk varlıklarını sahipleri adına yöneten nitelikli bir şirket, bir banka birimi veya hukuk firmasıdır.
Tesis Acentesi	İhraç tutarının ödenmesi ve yatırımcı hesaplarına kâr ödemeleri gibi sukuk yapısının operasyonel yönlerini yöneten profesyonel bir firma, bir banka veya hukuk firmasının birimidir. Bir tesis temsilcisi aynı zamanda bir güvenlik temsilcisi/mütevelli olarak da hareket edebilir.

Güvenlik Temsilcisi	Sukuk anlaşması kapsamında menkul kıymetleştirilen veya teminatlanan varlıkları yöneten profesyonel bir firma, banka birimi veya hukuk firmasıdır. (Örneğin, hamillerin yararına belirli menkul kıymet varlıklarını elinde bulunduran, temerrüt durumunda herhangi bir ipotek veya diğer teminatları tahakkuk ettiren/tasfiye eden).
Kredi Derecelendirme Kuruluşu	Kredi riski konusunda görüş veren, işlemin taraflarını ve yapısını inceleyen ve ön onayı veren profesyonel bir firmadır. Kredi derecelendirme görüşleri, sukuk ihraç edildiğinde veya ihraç edildikten hemen sonra yayınlanır ve sukukun ömrü boyunca güncellenir.
Hukuk Danışmanı	Yasal ve düzenleyici gereklilikler (örneğin, yapı ve uygulanabilirlik hakkında hukuki görüş) konusunda tavsiyelerde bulunan ve bir gereklilik olabilecek yasal durum tespitini ve ticari konularda rehberliği kapsayabilen bir hukuk firmasıdır.

Tablo 15: Sukuk İhracında Rol Oynayan Taraflar

Kaynak: (COMCEC Coordination Office, 2018, 23)

3.5. Afganistan’da Altyapı Projelerinde Uygulanabilecek Sukuk Finansman Modelleri

Afganistan altyapısının durumu ve finansman geçmişi incelendiğinde, bu sektörün dış yardıma bağımlılığı, uygun bir kalkınma planının olmayışı, iç sermaye piyasasının zayıflığı, idari yolsuzluklar ve genel olarak güvenlik sorunları nedeniyle kırılgan bir durumda olduğu anlaşılmıştır. Öte yandan dış finansmandaki risk bu sektöre yatırım yapma ve geliştirme fırsatını azaltmıştır. Dolayısıyla sukuk finansmanı, altyapı finansmanı için potansiyel avantajları ve toplumda hâkim olan İslami değerlere uygunluğu nedeniyle alternatif bir kaynak olarak değerlendirilebilir. Ayrıca ilk başta yerel düzeyde sukuk ihracı gerçekleştirilmesi önerilmektedir (International Monetary Fund, 2018, 81). Ancak sukuk modellerinin çeşitliliği ve her modelin özelliği nedeniyle tüm altyapı sektörleri için tek bir model önermek mümkün değildir. Öte yandan bir modelin belirli bir sektördeki etkinliği, ülkeden ülkeye göre farklılık gösterebilir. Bu nedenle bu bölümde Afganistan'daki altyapı projelerinin finansmanında mevcut sukuk modellerinin uygulanabilirliği incelenecek ve diğer ülkelerin başarılı örnekler dikkate alınarak Afganistan altyapı projeleri için uygulanabilir modeller önerilecektir.

3.5.1. Müşâreke ve Mudârebe Sukuk Modelleri ile Gerçekleştirilebilecek Projeler

Mehmet Asutay'ın tabir ettiği gibi müşâreke ve mudârebe finansman modelleri İslami finans sisteminde en ideal finansman yöntemleridir. Çünkü bu modeller üzerinden yapılan finansman, direkt toplumun refahını etkiler ve sosyal gelişmeyi sağlayarak genel ekonominin dengeli kalkınmasını hedeflemektedir (Asutay, 2012, 102).

İkinci bölümde anlatıldığı gibi müşâreke sukuk sertifikasında, kaynak kuruluş sermayesini veya belirli varlığını ortaya koyar ve ihraççı ise bir ortak girişim oluşturarak yatırımcılardan gelen gelirleri toplar. Girişim projesinden kaynaklanan gelirler ise önceden anlaşıldığı oranda taraflar arasında bölünür. Zarar söz konusu olduğunda yine taraflar arasında sermaye oranında paylaşılır. Mudârebe sukuk iki taraf arasında yapılan bir işbirliği anlaşmasıdır. Yatırımcılar “sermaye sahibi” ve sermayeyi yönetenler ise “mudârib”. Mudârebe sukuk sahipleri sermaye sağlayıcılarıdır. Mudârebe sözleşmesinde elde edilen kar taraflar arasında önceden anlaşılan bir oranda bölüşür. Ancak zarar durumunda tamamen sermaye sahibine yüklenir (Onagun, 2016, 44–45).

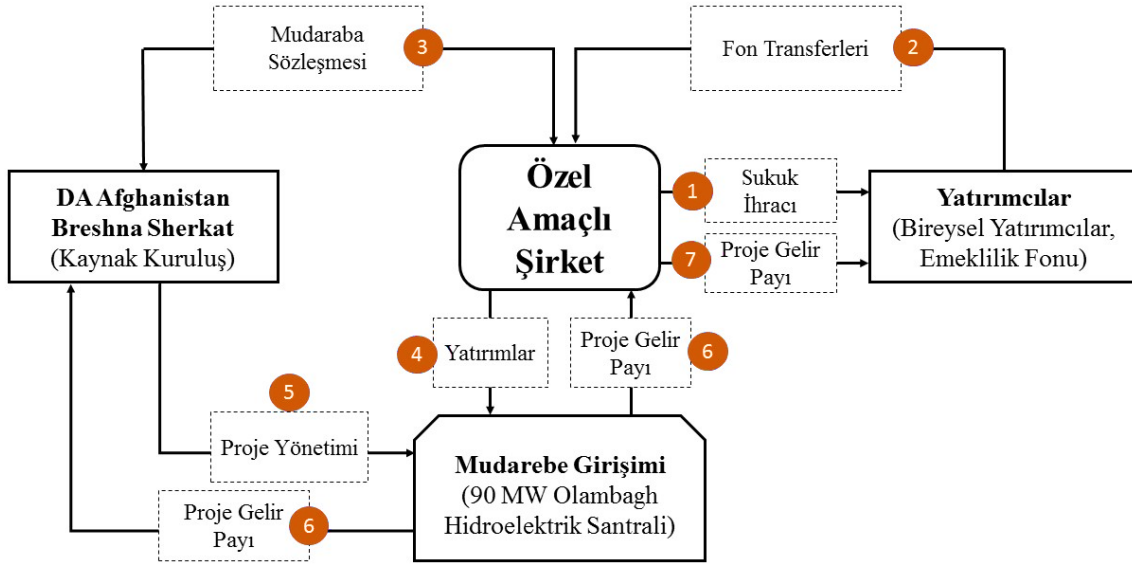
Müşâreke ve mudârebe sukuk sertifikaları yatırımcılardan ziyade, özellikle kaynak kuruluş için avantajlı görünmektedir. Bunun nedeni ise sukuk varlıklarının yazılı değerinin altına düşebilmesi ve bunun da vade sonunda ödemelerin azalmasına neden olabilmesidir (Shahimi vd., 2022, 16). Zira müşâreke ve mudârebe sukuk yatırımcıları, proje tamamlanmadan önce herhangi bir gelir elde etmemektedir (Safari vd., 2014, 59–60). Bu sertifikalarda bulunan finansal ve ticari riskler, onu son birkaç yılda sermaye piyasasında daha az popüler hale getirmiştir. IFDI 2021'e göre, küresel sukuk ihraçları yalnızca %10'u mudârebe sukuk cinsinden ve %1'e yakın bir oranda müşâreke sukuk cinsinden gerçekleşmiştir (Refinitive, 2021, 42).

Bu bilgiler ışığında müşâreke ve mudârebe sukuk modelleri birçok ülkede küçük ve orta kapasiteli ve bazı zengin ülkelerde yüksek maliyetli altyapı projelerinin finansmanında kullanılmıştır. Örneğin, Pakistan'da Alternatif Enerji Geliştirme Kurulu (AEDB) tarafından, Sindh eyaletinde 1.408 dönümlük arazi üzerine 50 MW elektrik üretecek 33 rüzgâr türbininden oluşan bir rüzgâr santrali projesini başlamak için 132 milyon dolar değerinde 20 yıllık vadeli olarak müşâreke sukuk ihraç edilmiştir. Bu projeye 32 milyon dolar değerinde yerli yatırımcılar ve 100 milyon dolar değerinde da uluslararası yatırımcılar tarafından yatırım yapılmıştır (Ahmed, 2018, 31). Büyük proje örneği olarak Birleşik Arap Emirliklerinde, 2006'da Aabar Sukuk Limited Şirketi tarafından enerji

projelerinin finansmanı için 460 milyon dolar değerinde mudârebe sukuk ihraç edilmiştir (Sümer, 2020, 122).

Ancak, küçük kapasiteli projelerin düşük maliyetli ve orta vadede gerçekleştirilebilmesi ve finansal riskin azalması için, müşâreke veya mudârebe sukuk yoluyla finansmanı daha uygun görülmüştür. Bu bağlamda Afganistan'ın ekonomik durumunu ve vatandaşların kamu projelerine kolektif katılımını göz önünde bulundurarak, ülkedeki küçük kapasiteli ekonomik altyapı projeleri, müşâreke ve mudârebe sukuk modelleri ile finanse edilmesi uygun görülmektedir. Yenilenebilir enerji üretim projeleri başta olmak üzere, düşük maliyetli yol ve köprü inşaatları, su iletim projeleri, katı atık yönetimi projeleri, atık su arıtma projeleri ve otopark projeleri potansiyelli küçük kapasiteli projelerden ibarettir. Afganistan'daki yüksek potansiyelli küçük kapasiteli projelerden en önemlisi enerji üretim projeleridir. Çünkü Afganistan'daki elektrik üretim potansiyeli 318 GW tahmin edilmiştir (Ministry of Energy and Water of Afghanistan, 2015, iii). Ancak bu ülke, enerji altyapısını geliştiremediğinden dolayı elektrik ithalatı için yıllık 150 milyon dolar üzeri komşu ülkelere öder. Bu maliyet ise doğrudan hane halkına yüklenir (Observatory of Economic Complexity (OEC), 2023, 1). Hâlbuki ülkedeki potansiyel projeleri hayata geçirmek amacıyla sukuk ihraç edilerek yerli ve uluslararası kaynaklardan finansman sağlanırsa elektrik tüketim maliyeti büyük oranda azalabilir. Öte yandan yurtiçi enerji tüketiminden ve elektrik ihracatından elde edilen gelirler, yine sukuk sahiplerine dağıtılarak hane halkının alım gücü arttırılacaktır. Dolayısıyla güneş enerjisi projeleri, küçük hidroelektrik projeleri, rüzgâr enerjisi projeleri, büyük şehir ve il belediyelerin atık su ve katı atık yönetim projeleri ve otopark projeleri gibi küçük kapasiteli projelere vatandaşların doğrudan katılımıyla müşâreke ve mudârebe sukuk modelleri kullanılarak finansman sağlanabilecektir. Ancak halkın bu projelere katılım sağlayıp sağlamamasını anlamak adına örnek durumlar üzerinden değerlendirebiliriz. Khame Haber Ajansı'na göre (29.11.2023), Ghor ilinin Murghab ilçesini Firuzkoh şehrine bağlayan 80 kilometrelik bir yol inşaatı 18 milyon afgani değerinde ilçe sakinlerinin kişisel bütçesiyle başlanmıştır (2023, وفا). Hasht-e Subh Daily haber ajansının kaynaklarına göre (22.01.2024), Faryab ilinin Şirin Tagab ilçesine bağlı Gurzad köyünde 9,1 milyon Afgani değerinde halkın maddi desteğiyle 40 metrelik bir köprü inşa edilmiştir (روزنامه هشت صبح). Bakhtar haber ajansına göre (05.12.2023), Badakhshan'ın Tagab ilçesinde küçük bir hidroelektrik santrali 3 milyon afgani değerinde köylülerin maddi desteğiyle 6 ay zarfında

inşa edilmiştir. Bu elektrik santrali 125 KV üretim kapasitesiyle üç yüz ailenin 7/24 saat elektrik ihtiyaçlarını karşılamaktadır (2023, آژانس اطلاعاتی باخترا). Yukarıdaki olaylardan anlaşıldığı gibi Afganistan'daki küçük kapasiteli altyapı projelerinin finansmanı için müşâreke veya mudârebe sukuk ihraç ederek halkın katılımıyla finansman sağlanabilecektir. Diğer taraftan müşâreke ve mudârebe sukukun ikinci el alım-satım yapılabilmesi sayesinde ikincil sermaye piyasası oluşturulabilecektir (Ulusoy - Ela, 2018, 4). Afganistan'da olası müşâreke/mudârebe sukuk modeli hidroelektrik projesi örneği üzerinden şekil 51'de gösterilmiştir.



Şekil 18: Afganistan'da Olası Mudârebe Sukuk Modeli

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur

Şekil 51'de gösterildiği gibi Da Afghanistan Breshna Sherkat 90 MW kapasitesi olan Olambagh Hidroelektrik Santrali projesini başlatmak için 200 milyon dolar finansmana ihtiyaç duymaktadır. Bu ihtiyacı karşılamak için SPV'ye başvurur. SPV ise bu talebe binaen sukuk ihraç eder ve gereken fonu sağlar. Bu aşamada DABS ve SPV arasında mudârebe sözleşmesi imzalanır. Sukuk ihracından elde edilen fon, mudârebe girişimine (projeye) aktarılır ve DABS mudârib olarak projenin yönetimini üstlenir. Elde edilen kar DABS ve SPV arasında önceden anlaşılan kar oranında paylaşılır. Toplanan kar dönemsel olarak yatırımcılara dağıtılır. Vade sonunda opsiyon bedeli DABS tarafından SPV'ye ödenir ve SPV de itfa bedeli olarak yatırımcılara aktarır. Ancak Afganistan'da müşâreke ve mudârebe sukuk ihracı gerçekleştirilebilmesi için yasal düzenleme ve kurumsal çerçevelerin yanı sıra ilgili uluslararası standartlara uyumlu olarak müşâreke ve mudârebe sukuk standardının düzenlenmesi gerekmektedir (COMCEC Coordination Office, 2019,

32–36). Öte yandan müşâreke/mudârebe sözleşmesi, satın alma taahhüdü, güven beyanı ve acente sözleşmesi gibi belgeler de gerekmektedir (Ali vd., 2022, 36).

Dünya’da altyapı yatırımlarında ilk defa 2012 yılında kullanılmaya başlanan müşâreke sukuk modeliyle mevcut altyapı tesislerine, otoyollara yönelik ihraçlar gerçekleştirilmekle birlikte kamuya ait altyapı tesislerinin özelleştirmesinde de kullanıldığı dikkat çekmektedir. Yatırımcıların temsilcisi konumundaki ÖAŞ ve Kaynak Kuruluş arasında yapılan anlaşma sonucunda ortaklık girişimi kurulur (Bahtiyar, 2021, 117). Dolayısıyla Afganistan için de kamu-özel işbirliği yapısıyla müşâreke modeli kullanılarak sukuk ihraç edilebilmektedir.

3.5.2. İcare Sukuk Modeli ile Gerçekleştirilebilecek Projeler

İcare sukuk ihraççı açısından cazip bir model olarak değerlendirilmektedir. İcare sukuk, farklı şekillerde veya farklı şariat sözleşme yapılarıyla ihraç edilebilirken, hem finansman aracı hem de bir yatırım enstrümanı işlevi görmektedir. İcare sukuk, İslam hukukuna uygun ekonomik temellere dayandığı için İslami finasta bir yatırım aracı olarak uygun görülmüştür. Ayrıca bu model sadece Müslümanlara yönelik değil aynı zamanda farklı dini kökenden gelen çeşitli yatırımcılara yönelik bir yatırım aracıdır (Suhaidi - Hayati, 2020, 3).

İcar sukuk genellikle “sat-geri kiralama” anlaşması çerçevesinde ihraç edilmektedir. Bu sukuk türü genel olarak devlet ihraççıları tarafından tercih edilmektedir (Onagun, 2016, 43–44). İcare sukuk yapısı, dünya çapında varlık kiralama ve proje finansmanı amacıyla kullanılan en önemli yapılardan biridir (Sa’ad, 2019, 114). ADB 2015 raporuna göre icare sukuk, yapısal anlamda konvansiyonel kira sertifikasına benzerlik gösterdiği için mevcut altyapı (*İng. brownfield*) finansmanında tercih edilmesi ağırlık kazanmıştır (Asian Development Bank, 2015, 6). Ahmad, Zaheer, Masood ve Usman (2014) göre, hem gelişmekte olan hem gelişmiş ülkeler, icare sukuk modelinden büyük ölçüde faydalanabilmektedir (Ahmad vd., 2014, 48). IIFM 2023 raporuna göre icare sukuk, dünyada en çok kullanılan sukuk modeli olarak ikinci sırada yer almaktadır (International Islamic Financial Market, 2023, 65). Ancak bazı ülkelerde yüzde 70’de aşkın sukuk ihraçları bu model üzerinden yapılmıştır. Örneğin, Rahmayati ve Erwin Zuhri Nasution (2018) araştırmalarına göre Endonezya Sermaye Piyasasında ihraç edilen toplam sukuk değeri %77,62 oranında icare sukuk türünden oluşurken, mudârebe sukuk modeli

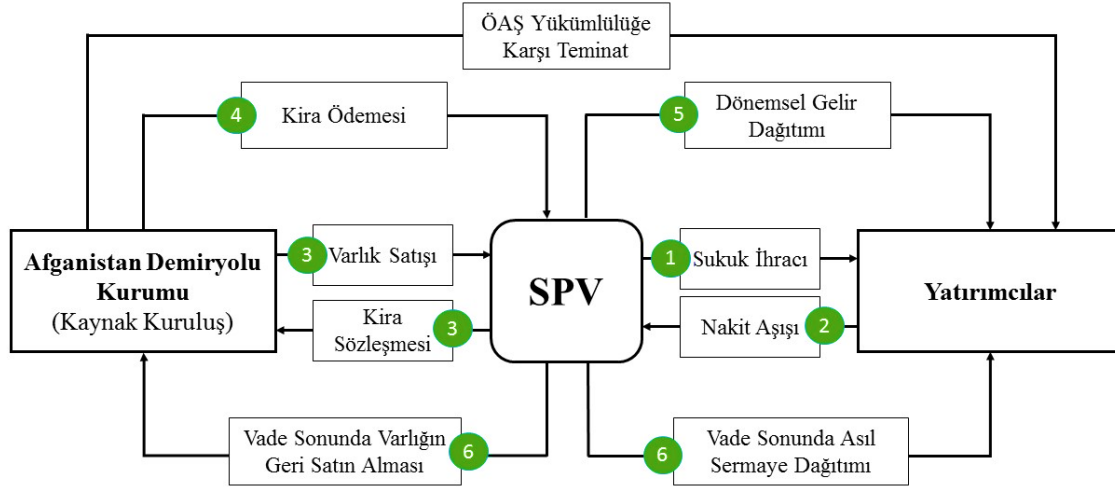
yalnızca %22,38 paya sahiptir. Bu durum, Endonezya Sermaye Piyasasında icâre sukukun yatırımcıları tarafından en çok tercih edilen sukuk modeli olduğunu göstermektedir (Rahmayati - Erwin Zuhri Nasution, 2018, 2). Buna ek olarak Pakistan’da da icâre sukuk en çok tercih edilen finansman modelidir (International Islamic Financial Market, 2023, 189).

Dünyadaki uygulamalar incelendiğinde, icâre sukuk en çok elektrik, gaz ve petrol üretim projeleri, demiryolu ve havalimanı projeleri, otoyollar ve köprü inşaat projeleri, hastane ve okul inşaat projeleri gibi birçok yüksek maliyetli ve uzun vadeli altyapı projelerinin finansmanı için kullanıldığı görülmektedir. Örneğin, Endonezya’da icâre sukuk, eğitim sektörünün gelişmesinde büyük bir rol oynamıştır (Herzi - Harahap, 2015, 6) . Aynı zamanda Endonezya’da yol, köprü, demiryolu, hastane, baraj, toplu taşıma araçları, havalimanı ve su kanalizasyon projeleri gibi yüksek maliyetli projeler, büyük ölçekte icâre sukuk yoluyla finanse edilmiştir (COMCEC Coordination Office, 2018, 131).

Buna benzer, Malezya’da farklı sektörlerde icâre sukuk kullanılmıştır. Örneğin, 2009’da Syarikat Prasar Negara Şirketi tarafından demiryolu projesi için 4 milyar Malezya Ringiti değerinde ve 2011’de elektrik üretim projesi için Manjung Adası Enerji Şirketi tarafından 5 milyar Malezya Ringiti değerinde icâre sukuk ihraç edilmiştir (Sümer, 2020, 113). Farklı bir örnekte, Katar’da 2003 yılında Hamad Medical City’nin inşaatı ve geliştirilmesi için hükümet tarafından 700 milyon dolar değerinde 7 yıl vadeli olarak icâre sukuk ihraç edilmiştir (Rohmatunnisa, 2008, 37–38). Gelişmekte olan bir ülke örneği ise Nijer’de Osun eyaletinde 2013 yılında ilk kez okul inşaatı için 37 milyon dolar değerinde icâre sukuk ihraç edilmiştir (COMCEC Coordination Office, 2019, 119).

Dünya’daki örnekleri ve icâre sukuk ihraçlarının mevcut altyapı yatırımlarındaki ağırlık kazanması göz önünde bulundurulduğunda Afganistan’da mevcut altyapı projelerinin kapasite geliştirilmesi ihtiyacına dair icâre sukuk yoluyla finanse edilebileceği düşünülmektedir. Bu bağlamda, Afganistan’da finansmana ihtiyaç duyan birçok büyük kapasiteli altyapı projeleri bulunmaktadır. Bunların başında, otoyol projeleri, demiryolu projeleri, havaalanları donatılma ve genişletme projeleri, farklı elektrik üretim projeleri ve telekomünikasyon projeleri gelmektedir. Bu projelerin geçmişteki finansman başarısızlığı dikkate alınarak icâre sukuk ihracıyla finanse edilebilmesi mümkün görülmektedir. Örneğin, Afganistan’ı komşu ülkelere bağlayan 1674 kilometrelik demiryollarının maliyeti 3 milyar dolar tahmin edilmiştir (Afghanistan Railway

Authority, 2019, 5). Bu projeler icâre sukuk yoluyla finanse edilirse, olası finansman modeli aşağıdaki şekil gibi olacaktır.



Şekil 19: Afganistan’da Olası İcâre Sukuk Yapısı

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur

Şekil 52’de gösterildiği gibi, Afganistan Demiryolu Kurumu gerçekleştirmek istediği ancak fon açıklığı olan projelerin finansmanı için özel amaçlı şirkete başvurur. SPV icâre sukuk ihraç ederek gereken fonu sağlar. SPV ve ADK arasında kira sözleşmesi imzalanır. Aynı zamanda ADK proje ile ilgili belli varlıklarını SPV’ye satar ve böylelikle sukuk ihracından elde edilen fonlar satış bedeli olarak ADK’ye aktarılır. Bununla birlikte SPV tarafından satın alınan varlıklar tekrar ADK’ye kiralanır. ADK ise dönemsel kira ödemesi yapar. Toplanan kira ödemeleri SPV tarafından yatırımcılara dağıtılır. Vade sonunda ADK kiralanan varlıkları geri satın alır ve bedelini öder. SPV ise bu tutarı itfa bedeli olarak yatırımcılar arasında dağıtır. Bu yapıda ADK yatırımcıların yatırımını teminat altına alabilmektedir.

Ancak, Afganistan’da yerli bankalar ve finansal kuruluşlar bu tür yüksek maliyetli altyapı projelere istenilen fonu sağlayamayacağı için icâre sukuk uluslararası yatırımcılara veya uluslararası finansal kuruluşlara yönelik ihraç edilmesi önerilmektedir (Yazar). Fakat Afganistan’da icâre sukuk ihracı gerçekleştirilebilmesi için yasal düzenleme ve kurumsal çerçevelerin yanı sıra ilgili uluslararası standartlara uyumlu olarak icâre standardının düzenlenmesi gerekmektedir (COMCEC Coordination Office, 2019, 32–36). Bunun yanında alım satım anlaşması, kira sözleşmesi, servis acentesi sözleşmesi, satış taahhüdü, satın alma taahhüdü, acente beyanı, güven beyanı, tazminat belgesi ve güven acente anlaşması gibi belgeler de gerekmektedir (Bayram - Ulaş, 2021, 245).

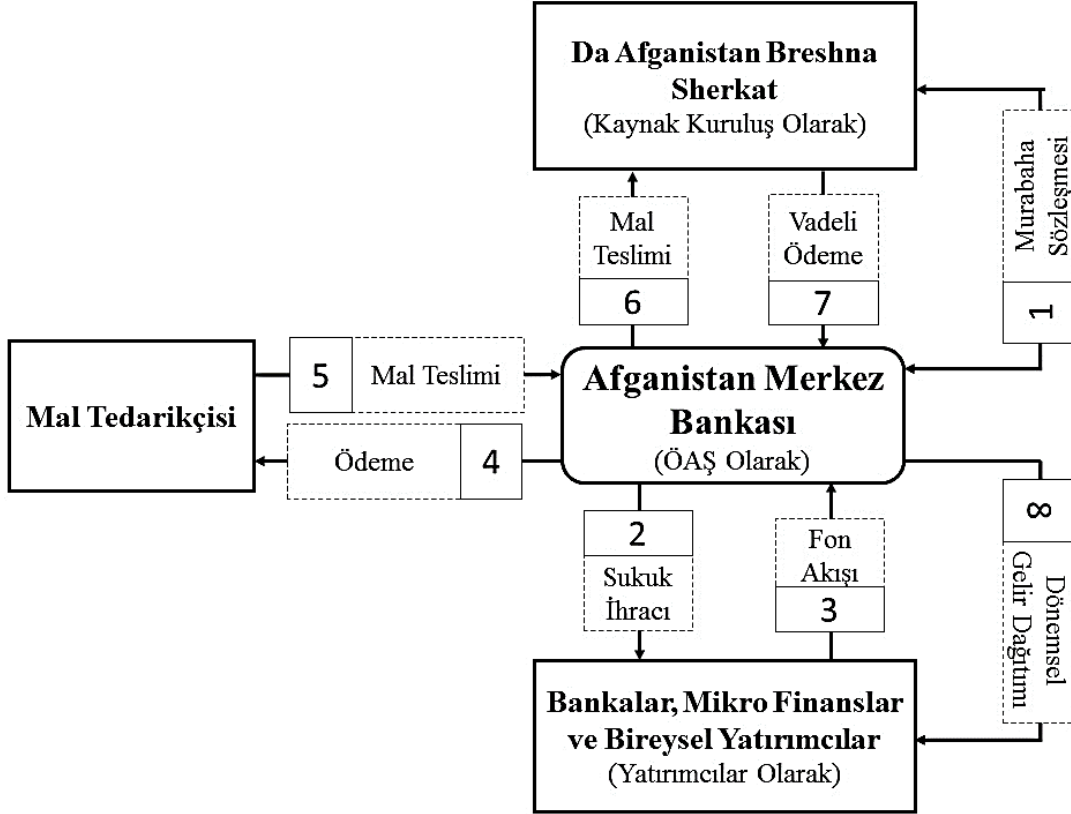
3.5.3. Murabaha Sukuk Modeli ile Gerçekleştirilebilecek Projeler

İkinci bölümde de anlatıldığı gibi murabaha sukuk, murabaha sözleşmesine dayalı bir sertifikadır. Bu sukuk türü, altyapı geliştirme, büyük endüstriyel projeler, enerji santralleri, gemiler veya uçaklar) gibi büyük ekipman kalemlerinin finansmanı için kullanılmaktadır. Murabaha sukuk özellikle inşaat ve imalat sektöründe finansman aracı olarak kullanılmaktadır (Duku, 2023, 18). IIFM 2023 sukuk raporuna göre 2010-2020 yılları arasından küresel anlamda ihraç edilen sukuk modelleri arasında murabaha modeli %3.79 paya sahipken, yerel düzeyde ihraç edilen sukuk modellerinin %48.20'si en çok tercih edilen model olarak murabaha sözleşmesi üzerinden yapılmıştır (International Islamic Financial Market, 2023, 65–67). Ancak, Malezya'da bu oran daha da artırıp 2022 yılında toplam sukuk ihraçlarında murabaha sukuk %49.11 paya sahiptir (Securities Commission Malaysia, 2022, 17/33). Murabaha sukukun uluslararası yatırımcılar tarafından rağbet görmemesinin sebebi ise bu sertifikanın içinde sığınan finansal risklerdir.

Malezya'da murabaha sukuk genelde toplu taşıma araçları (yüksek hızlı tren) ve enerji sektöründe (güneş enerjisi projelerinde) kullanılmıştır. Örneğin, altyapı finansmanında faaliyet gösteren DanaInfra şirketi (devlete ait olan bir şirket) tarafından Klang Vadisi Yüksek Hızlı Tren projesinin 6,2 milyar dolar ihtiyacı olan finansman kaynağından, 789,14 milyon doları murabaha sukuk yoluyla sağlanmıştır (Medani, 2019, 13). Diğer bir örnekte, UiTM Solar Power Sdn. Bhd. Şirketinin dolaylı olarak bağlı kuruluşu olan Mara Teknoloji Üniversitesi, 2018'de Malezya'nın Pahang eyaletindeki 50 MW'lık güneş enerjisi santralının geliştirilmesini ve işletilmesini finanse etmek için 240 milyon RM değerinde murabaha modelini kullanarak yeşil SRI sukuk ihraç etmiştir (Deloitte. - ISRA, 2019, 21). Bu örneklerle ek olarak Muhammad Duku (2023) tarafından yapılan bir araştırmada Nijerya eğitim altyapı finansmanı için murabaha sukuk modeli önerilmektedir (Duku, 2023, 18).

Afganistan'daki finansal kuruluşların finansman potansiyeli ve murabaha sukuk modelinin dezavantajları göz önünde bulundurulduğunda bu modelin yüksek maliyetli altyapı projelerinde kullanılması uygun görülmemektedir. Ancak ulaştırma sektöründe düşük maliyetli toplu taşıma araçları (şehir içi tren hatları ve belediye otobüsleri) ve küçük kapasiteli elektrik üretim santralleri (güneş enerjisi, rüzgâr enerjisi ve küçük barajlar projesi) gibi altyapı projelerinde murabaha sukukun kullanılabileceği mümkün

görülmektedir. Örneğin, 12 MW elektrik üretim kapasitesine sahip olan Farah Güneş Enerjisi Santralinin toplam maliyeti 22 milyon dolar tahmin edilmiştir (Ministry of Energy and Water of Afghanistan, 2017, 5–23). Bu projenin gerçekleştirilebilmesi için Da Afghanistan Breshna Sherkat (kaynak kuruluş olarak), murabaha modeli üzerinden sukuk ihraç ederek finansman sağlayabilir. Bu durumda, Afganistan Merkez Bankası ÖAŞ rolünü üstlenirse, olası finansman modeli aşağıdaki şekil gibi olacaktır.



Şekil 20: Afganistan’da Olası Murabaha Sukuk Yapısı

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur

Yukarıdaki şekle göre Da Afghanistan Breshna Sherkat, Farah Güneş Enerjisi Santrali projesine ihtiyaç duyulan 22 milyon dolarlık finansman sağlamak için ÖAŞ konumunda olan Afganistan Merkez Bankasına başvurur. DABS ve AMB arasında murabaha sözleşmesi imzalanır. AMB bu sözleşmeye istinaden sukuk ihraç eder. Yerli bankalar, mikro finanslar ve bireysel yatırımcılar, sukuk sertifikaları satın alır ve fon akışı gerçekleşir. AMB bu fonu kullanarak mal tedarikçisinden projeye ihtiyaç olan mal ve malzemeleri peşin olarak satın alır ve üzerine anlaşılan karı ekleyip vadeli olarak DABS’a satar. DABS dönemsel olarak AMB’ye ödeme yapar. Son olarak AMB, elde eden geliri dönemsel olarak yatırımcılara dağıtır.

Ancak Afganistan’da murabaha sukuk ihracı gerçekleştirilebilmesi için yasal düzenleme ve kurumsal çerçevelerin yanı sıra ilgili uluslararası standartlara uyumlu olarak murabaha ve diğer vadeli satış standardının düzenlenmesi gerekmektedir (COMCEC Coordination Office, 2019, 32–36). Buna ek olarak murabaha sözleşmesi, vekâlet sözleşmesi, satış taahhüdü, satın alma taahhüdü, vekâlet beyanı, güven beyanı ve güven vekâlet sözleşmesi gibi belgeler de gerekmektedir (Bayram - Ulaş, 2021, 245).

3.5.4. İstisna Sukuk Modeli İle Gerçekleştirilebilecek Projeler

Bilindiği gibi istisna sukuk, istisna sözleşmesine dayanılarak bir varlığın imalatına veya inşaatına finansman sağlamak amacıyla ihraç edilir (Sümer, 2020, 43). İstisna sukuk uzun vadeli kalkınma projeleri için uygun bir finansman aracı olabilir. Bu modeli, genellikle büyük kapasiteli altyapı projelerinin finansmanı için kullanılan modeller arasındadır. Özellikle sıfırdan inşa edilen altyapı projelerine hitap etmektedir. Buna ek olarak, altyapı yatırımlarında istisna sukuk modelinin çok kısıtlı örnek ihraçları bulunmaktadır. Bu sonuçta, sermaye piyasasında nominal fiyat haricinde ikinci el alım satım yapılmaması, proje fiyatının baştan sabitlenmiş olması sebebiyle olumsuz taşıma maliyeti gibi finansal riskler etkilidir (Bahtiyar, 2021, 73–74).

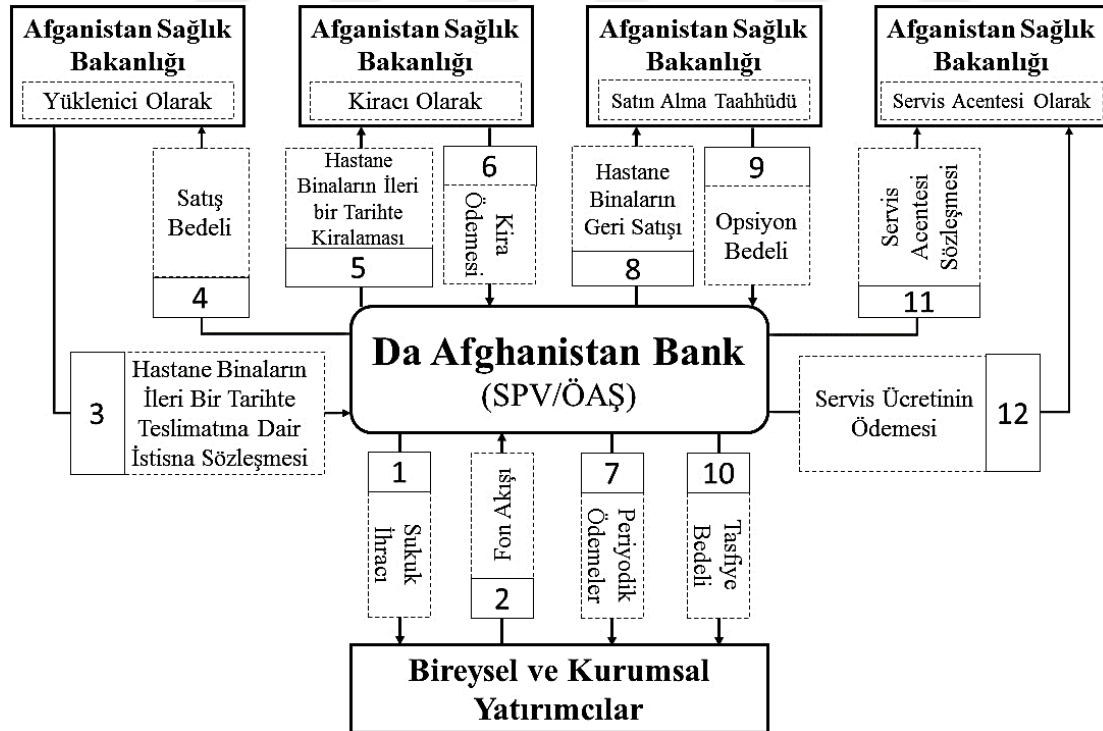
Dünya örnekleri bakıldığında, bu finansman modeli, okul, üniversite, elektrik ve köprü projelerinin finansmanında kullanıldığı görülmektedir (Government of Pakistan, 2021, 16) (Sümer, 2020, 43). Örneğin, 2006 yılında Malezya Penang Köprüsü Projesi’nin finansmanı için 695 milyon Malezya Ringiti değerinde istisna sukuk ihraç edilmiştir. Ayrıca, Malezya’da 2005 yılında Jimah Energy Ventures elektrik projesinin finansmanı için 4,847 milyar Malezya Ringiti değerinde istisna sukuk ihraç edilmiştir (Sümer, 2020, 43). Özet olarak 2001-2018 yılları arasında özel şirketler tarafından ihraç edilen sukuk ihraçları incelendiğinde, istisna sukuk ihracı %1.70 paya sahip olması görülmektedir (Bahtiyar, 2021, 73–74).

Bu bilgiler ışığında, Afganistan altyapı projeleri için istisna sukuk potansiyel bir finansman aracı olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla bireysel ve kurumsal yatırımcıların katılımıyla okul, üniversite ve hastane gibi projelerin finansmanında istisna sukuk ihraç edilebilir. Bahsi geçen projeler, vatandaşların mali desteğiyle gerçekleştirilen olaylar örnek alınır, istisna sukuk üzerinden söz konusu projeler daha etkin bir şekilde gerçekleştirilebileceği daha mümkün görülmektedir. Örneğin, Afganistan International

Haber Ajansına göre (16.12.2022), Gazne şehrinin Malestan ilçesinde 90 yataklı bir hastane halkın desteğiyle inşa edilmiştir (2022, افغانستان انترنشنال). Farhang Haber Ajansına göre (20.09.2022), Farah velayetinde inşa edilen bir okul 2 milyon Afgani maliyeti vatandaşlar tarafından karşılanmıştır (2022, خبرگزاری فرهنگ).

Sonuç olarak Afganistan’da sağlık ve eğitim sektöründe finansmana ihtiyaç duyan birçok altyapı projeleri istisna sukuk ihracı ile gerçekleştirilebilir. Sukuk ihracı ise hem devlet hem de özel sektör tarafından yapılabilmektedir. Ancak Afganistan’da istisna sukuk ihracı gerçekleştirilebilmesi için yasal düzenlemeler ve kurumsal çerçevelerin yanı sıra ilgili uluslararası standartlara uyumlu olarak istisna sukuk standardının düzenlenmesi gerekmektedir (COMCEC Coordination Office, 2019, 32–36). Aynı zamanda istisna sukuk ihracı için istisna sözleşmesi, acente sözleşmesi, satış taahhüdü, satın alma taahhüdü, kira sözleşmesi, acente beyanı, güven beyanı ve şeri yönetim kurulu onayı gibi belgeler de gerekmektedir (Government of Pakistan, 2021, 16).

Konunun daha net bir şekilde anlaşılabilmesi için olası durum üzerinden açıklanacaktır. Diyelim ki Afganistan’da her bir kentinde birer tane hastane inşa edilmesi için istisna sukuk ihraç edilir ve finans modeli ise aşağıdaki şekil gibi olacaktır.



Şekil 21: Afganistan’da Olası İstisna Sukuk Modelinin Yapısı

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur

Şekil 54'e göre Afganistan Sağlık Bakanlığı, 34 velayette ihtiyacı olan hastanelerin finansmanı için ÖAŞ konumunda olan Afganistan Merkez Bankasına başvurur. AMB fon toplamak amacıyla sukuk ihraç eder. Yerli bankalar, mikro finanslar ve bireysel yatırımcılar, sukuk sertifikaları satın alır ve fon akışı gerçekleşir. ASB ve AMB arasında istisna sözleşmesi, kira sözleşmesi, satış sözleşmesi ve satın alma sözleşmesi imzalanır. ASB bu elde eden fonu kullanarak istisna sözleşmesine konu olan hastaneleri inşa eder ve belirlenen tarihte DAB'ye teslim eder. DAB, kira sözleşmesi gereğince hastane binaları tekrar ASB'ye kiralar ve dönemsel kira ödemesini alır. Aynı zaman elde edilen kira gelirleri yatırımcılara dağıtır. Bununla birlikte DAB, vade sonunda hastane binaları satmak için ASB'yi acente olarak tayin eder. ASB ise vade sonunda istisna varlıkları kendisine satar ve opsiyon bedelini öder. Aynı Zamanda acentelik ücretini de elde eder. Son olarak DAB tasfiye bedelini yatırımcılara dağıtır.

3.5.5. Vekâlet Sukuk Modeli İle Gerçekleştirilebilecek Projeler

Vekâlet sözleşmesine dayanan vekâlet sukuk, son yıllarda uluslararası piyasalarda popülerlik kazanmıştır. IIFM 2023 raporuna göre 2010-2020 yılları arasında uluslararası yatırımcılara yönelik toplam sukuk ihraçlarının yüzde 51.50'si vekâlet modeli üzerinden gerçekleşmiştir (Internation Islamic Financial Market, 2023, 65).

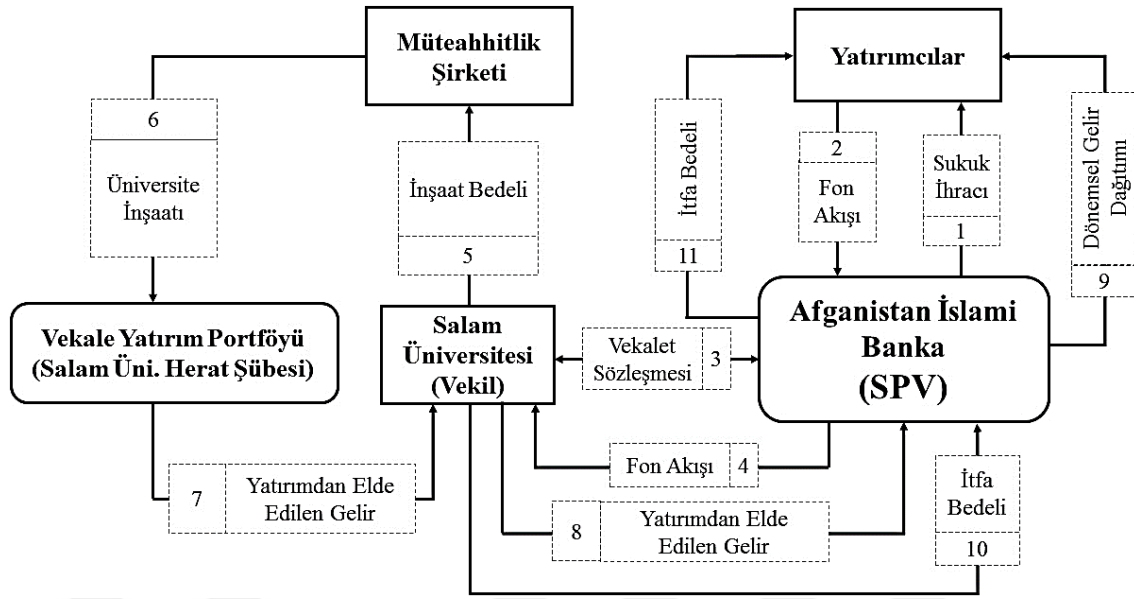
Vekâlet sukuk, önemli esneklik sundukları için popülerlik kazanmakta ve çeşitli ihraççılar ve farklı varlık sınıfları tarafından kullanılmak üzere uyarlanabilmektedir. Vekâlet sukukun değişken doğası göz önüne alındığında, hem ihraççılar hem de yatırımcılar arasında popüler olmaya devam etmektedir (Internation Islamic Financial Market (IIFM), 2019, 129).

Dünyadaki örnekler bakıldığında vekâlet sukuk, güneş enerjisi, atık yönetimi, ulaştırma, okul inşaatı, çevre ile ilgili projeler ve konut projeleri gibi orta ve büyük kapasiteli farklı projelerde kullanıldığı görülmektedir. Örneğin, Malezya'da 2018'de Sinar Kamiri Sdn Bhd tarafından 49MW bir güneş enerjisi tesisinin inşaatını/geliştirilmesini finanse etmek amacıyla 245 milyon RM değerinde vekâlet modeli kullanılarak yeşil SRI Sukuk ihraç edilmiştir. Benzer bir örnekte, 2018'de Endonezya Cumhuriyeti tarafından yenilenebilir enerji, sürdürülebilir ulaştırma, atık yönetimi ve yeşil konut gibi yeşil projeleri finanse etmek amacıyla 3 milyar dolar değerinde 5 yıl vadeli olarak vekâlet modeli üzerinden yeşil sukuk ihraç edilmiştir (Deloitte. - ISRA, 2019, 21–22). Diğer bir örnekte, 2023

yılında Umman’da Golden Group Holding LLC tarafından 3 yıldızlı ve 4 yıldızlı şeriata uygun otel inşaatı için 130 milyon dolar değerinde 5 yıl vadeli olarak vekâlet sukuk ihraç edilmiştir (Internation Islamic Financial Market (IIFM), 2019, 93).

Vekâlet sukuk yatırımcıları, vekil olarak atanan ihraççıya güvenir. Dolayısıyla ihraççının uzmanlığı ve güvenilebilirliği çok önemlidir (Internation Islamic Financial Market (IIFM), 2019, 129).

Vekâlet sukukun doğası ve özellikleri göz önünde bulundurulduğunda, Afganistan’da telekomünikasyon, ulaştırma, konut, eğitim ve sağlık sektöründe uygulanması mümkün görülmektedir. Özellikle konut, eğitim ve sağlık sektöründe özel sektörün rolü ağırlık kazanabilir. Afganistan’da vekâlet sukuk işleyişini anlamak için olası bir durum üzerinden Şöyle açıklanacaktır. Salam Üniversitesi özel bir üniversite olarak Kabil’de faaliyet göstermektedir. Ancak bu üniversite Herat şehrinde potansiyel talepleri değerlendirerek bir şube açmak ister. Tesis inşaatı dâhil, üniversitenin donanması büyük bir yatırıma ihtiyaç duyar. Salam Üniversitesi, ÖAŞ’i temsil eden Afganistan İslami Banka’ya (olası) başvurur. Afganistan İslami Banka ise vekâlet sukuk ihraç edip gereken finansmanı sağlar. Bu aşamada Afganistan İslami Banka ve Salam Üniversitesi arasında vekâlet sözleşmesi imzalanır ve bu sözleşmeye binaen sukuk ihracından elde edilen fonlar, yatırıma sevk edilmek üzere Salam Üniversitesine aktarılır. Salam Üniversite, bu fonları kullanarak yüklenici vasıtasıyla Herat’taki şubesi tesis eder. Şubeden elde edilen gelirler Afganistan İslami Bankaya aktarılır. Afganistan İslami Banka ise söz konusu gelirleri yatırımcılara dağıtır. Salam Üniversitesi ise vekâlet ücretini alır. Vade sonunda vekâlet varlığı önceden anlaşılan bir bedelle Salam Üniversitesi tarafından satın alınır. İtfâ bedeli ise ÖAŞ üzerinden yatırımcılara dağıtılır. Bu süreç aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.



Şekil 22: Afganistan'da Olası Vekâlet Sukuk Yapısı

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur

Afganistan'da vekâlet sukuk ihracı gerçekleştirilebilmesi için yasal düzenlemeler ve kurumsal çerçevelerin yanı sıra ilgili uluslararası standartlara uyumlu olarak vekâlet sukuk standardının düzenlenmesi gerekmektedir (COMCEC Coordination Office, 2019, 32–36). Öte yandan vekâlet sukuk ihracı için vekâlet sözleşmesi, alım-satım sözleşmesi, müşâreke veya mudârebe sözleşmesi, satış taahhüdü, satın alma taahhüdü, acente beyanı, güven beyanı, kaynak kuruluş tarafından tazminat belgesi ve şeri yönetim kurulu onayı gibi belgeler de gerekmektedir (Internation Islamic Financial Market (IIFM), 2019, 128–129).

3.5.6. Hibrid Sukuk Modeli ile Gerçekleştirilebilecek Projeler

Hibrid sukuk iki veya daha fazla sukuk türünü içeren sukuktur. Genellikle icara, mudaraba, istisna sukuk gibi sukuk yapısını birleştirerek bir varlık havuzu oluşturmak suretiyle yapılandırılır (Yazıcıoğlu - Kazak, 2019, 108). Bilindiği gibi borca dayalı sukuk, ikincil piyasada işlem görülmemektedir. Ancak hibrid sukuk yapısında fiziki veya maddi varlıkların toplam sukuk ihraç tutarının %51'ini veya %30'unu oluşturması koşuluyla karma varlık kavramına dayanarak borç veya alacağın toplam varlıklar içerisinde yer almasına izin verilmektedir. Hibrid sukuk, borca dayalı sukuk sertifikalara bir alternatiftir (İsmail vd., 2022, 39).

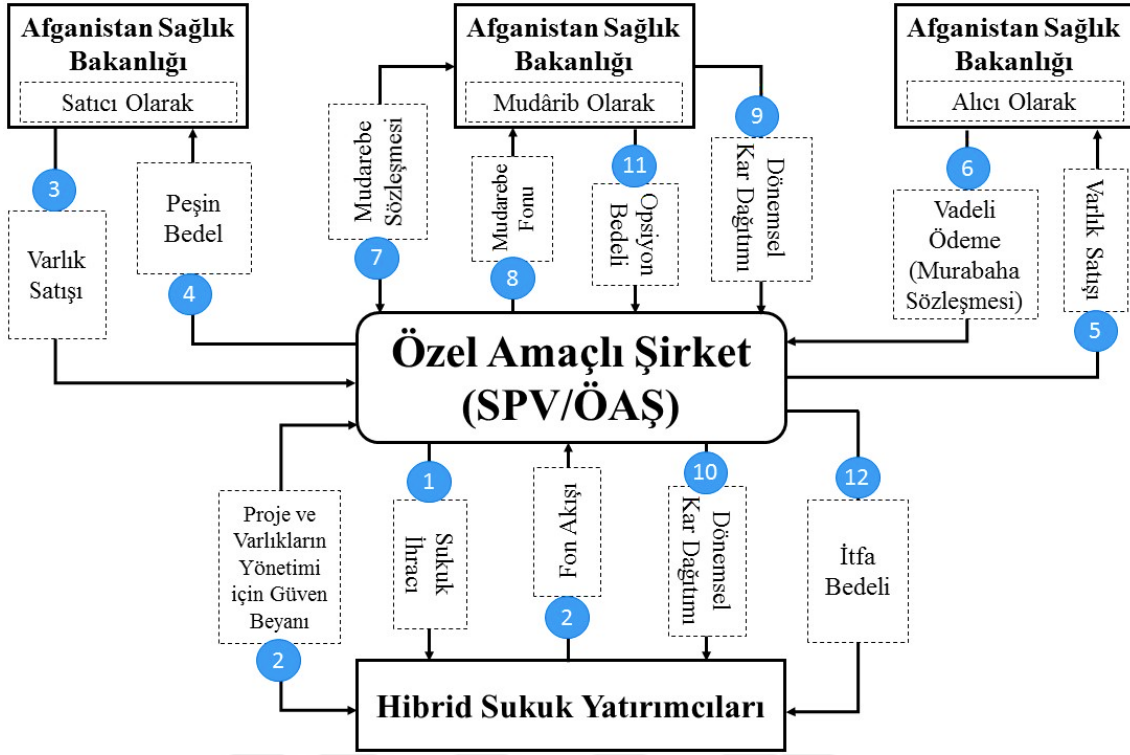
IIFM (2021) Sukuk Raporuna göre, hibrid sukuk yapısı 2020 yılında uluslararası sukuk ihraçlarının %13,17'sini temsil etmiştir. Raporun sunduğu hibrid sukuk sözleşme kombinasyonları arasında şunlar yer almaktadır:

1. Murabaha ve İcare
2. Murabaha ve Mudârebe
3. Murabaha ve Vekâlet
4. İcare ve Müşâreke

Çoğu durumda hibrid sukuk, dayanak varlıkların iki bileşeninden oluşur. Ancak ikiden fazla bileşenden oluşmuş olan hibrid sukuk örneği de mevcuttur. Örneğin, 2008'de Projek Lintasan Shah Alam Bhd şirketi tarafından ihraç edilen sukuk, icara, mudârebe ve icâre mevsufahü'd-zimmet modellerinden oluşmuştur (Ismail vd., 2022, 41).

Dünyadaki uygulamalar ve örnekler incelendiğinde hibrid sukukun ağırlıklı olarak enerji ve konut projelerinde kullanıldığı görülmektedir. Örneğin, Malezya'da 2013 yılında TNB Kuzey Enerji Gaz Türbini Projesi'nin finansmanı için TNB Kuzey Enerji Şirketi tarafından 391 milyon dolar değerinde 23 yıl vadeli olarak hibrid sukuk (icâre+vekâlet) ihraç edilmiştir (Sümer, 2020, 112). Benzer bir örnekte, Suudi Arabistan'da 2017 yılında petrol projelerinin finansmanı için Apicorp Sukuk Ltd tarafından 500 milyon dolar değerinde 5 yıl vadeli olarak hibrid sukuk (vekâlet+murabaha) ihraç edilmiştir (Islamic Finance Foundation, 2024).

Örnek olayları ve hibrid sukuk modelinin avantajları göz önünde bulundurulduğunda, Afganistan'daki elektrik üretim projeleri, ulaştırma projeleri, hastaneler ve okullar gibi altyapı tesisleri hibrid modeli ile finanse edilebileceği düşünülmektedir. Ancak, model bileşeni olarak murabaha-mudârebe veya istisna-mudârebe kombinasyonları tercih edilmelidir. Çünkü murabaha modeli sabit getirili ama likit değildir. Dolayısıyla mudârebe modeli ile birleştirildiğinde likidite kazanmaktadır. Öte yandan hastane inşaatı gibi kar amacı gütmeyen sosyal projeler, mudârebe sukuk modeli ile finanse edilemediği için murabaha sözleşmesi ile birleşerek hibrid sukuk modeli yoluyla finansman sağlanır. Örneğin, Kabil'de 5 tane eğitim ve araştırma hastanesi ihtiyaç duymaktadır. Söz konusu hastaneler, hibrid (murabaha-mudârebe) modeli ile finanse edilirse finansman modeli şekil 56 gibi olacaktır.



Şekil 23: Afganistan'da Olası Hibrid Sukuk Modelinin Yapısı

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur

Şekil 56'da gösterildiği gibi Afganistan Sağlık Bakanlığı (ASB), belirlenen eğitim ve araştırma hastanelerini finanse etmek amacıyla SPV'ye başvurur. SPV, bu ihtiyaca karşılamak için sukuk ihraç eder. ASB mülkiyetinde olan varlıkları peşin olarak SPV'ye satar. SPV ve ASB arasında murabaha sözleşmesi imzalanır ve bu sözleşmeye binaen SPV tarafından satın alınan varlıklar vadeli olarak (toplam hibrid sukuk değerinin %49'undan küçük olması şartıyla) ASB'a satılır. Satışı bedeli artı üzerinde eklenen kar dönemsel olarak SPV'ye ödenir. Bu aşamada SPV ve ASB arasında mudârebe sözleşmesi imzalanır ve sukuk ihracından elde edilen fonun geri kalanı (%51'i) ise mudârebe sermayesi olarak ASB'a verilir. ASB toplanan fonları planlanan projesine yatırır ve elde edilen kar önceden anlaşılan oranda SPV'ye aktarılır. SVP de mudârebe sözleşmesinin sonucunda elde edilen karı artı murabaha sözleşmesi sonucunda elde edilen vadeli ödemeleri yatırımcılara dağıtır. Vade sonunda ise opsiyon bedeli ASB'ten SPV'ye ve itfa bedeli SVP'den yatırımcılara ödenir.

Afganistan'da hibrid sukuk ihracı gerçekleştirilebilmesi için yasal düzenlemeler ve kurumsal çerçevelerin yanı sıra ilgili uluslararası standartlara uyumlu olarak hibrid sukuk standardının düzenlenmesi gerekmektedir (COMCEC Coordination Office, 2019, 32–

36). Ayrıca hibrid sukuk ihracı için mudârebe sözleşmesi, murabaha sözleşmesi, güven beyanı, alım-satım sözleşmesi, satış taahhüdü ve satın alma taahhüdü gibi belgeler de gerekmektedir (Islamic Finance Foundation, 2024).

3.5.7. Yeşil Sukuk Modeli ile Gerçekleştirilebilecek Projeler

Yeşil Sukuk, yenilenebilir enerji ve diğer çevresel varlıkların yönetiminde şariat ilkelerine uygun bir yatırım aracı olarak tanımlanmaktadır. Sukuk fonları çevreyi ve doğal kaynakları korumak, enerji tasarrufu yapmak, yenilenebilir teknolojileri teşvik etmek ve sera gazı emisyonlarının kullanımını azaltmak amacıyla kullanılır. Yeşil sukukun geliştirilmesiyle, çevresel boyutları ağırlık gösteren ekonomik ve politik hedeflere ulaşabilmesi amaçlanmaktadır. Ayrıca yeşil sukuk varlığının da İslami finans piyasasını geliştirerek kamu refahını artırılması beklenmektedir. Yeşil sukuk'un aynı zamanda İslami finans sektörünün büyümesine ve kamu refahını artırmasına yardımcı olması da beklenmektedir. Yeşil sukuk yoluyla yatırımın birçok avantajı vardır; bunların arasında kanun çerçevesinde devlet tarafından garanti altına alınması, ihracının şariat ilkelerine uygun olması, rekabetçi kâr paylaşım oranları, referans oranının ayarlandığı tabanla değişken ödüller, vergi oranlarının mevduattan düşük olması ve son olarak kolay ihraç edilebilmesi yer almaktadır. Ayrıca sukuk ihracının faydalarından biri de hem yeşil yatırımcılar hem de yeşil olmayan yatırımcıların yeşil sukuk aracılığıyla yatırım yapmalarını sağlamaktır (Romadhon - Mutmainah, 2023, 344).

Dünya örnekleri baktığımızda Endonezya, Malezya ve Körfez İşbirliği Konseyi yeşil ve sürdürülebilir Sukuk ihracında lider konumda olup toplam yeşil sukuk ihracının %53'ünü sağlamaktadır (International Islamic Financial Market, 2023, 143). Malezya, 2015 yılı ortalarında Devlet Fonu'nun desteğiyle yeşil sukuk ihraç eden ilk İslami ülke olmuştur (International Islamic Financial Market, 2023, 111). Ancak ilk egemen yeşil sukuk 2019 yılında Endonezya tarafından ihraç edilmiştir (Otoritas Jasa Keuangan, 2022, 63).

Endonezya'da yeşil sukuk ihracında, farklı getiri sağlayan çeşitli sözleşme türleri kullanılmıştır. Bunların arasında icâre, selem, murabaha, istisna, mudârebe, müşâreke ve vekâlet sözleşmeleri bulunmaktadır (Romadhon - Mutmainah, 2023, 346). Ancak dünyadaki ihraçların çoğu yenilenebilir enerji finansmanına yöneliktir. Örneğin, 2017'de Malezya merkezli yenilenebilir enerji ve sürdürülebilir teknoloji yatırım şirketi Tadau Energy Sdn Bhd, büyük ölçekli güneş enerjisi inşaatını finanse etmek için 250 milyon

RM değerinde istisna ve icâre modelini kullanarak dñyanın ilk Yeşil SRI Sukuk'unu ihraç etmiştir (Deloitte. - ISRA, 2019, 23). Başka bir örnekte, 2020'de Suudi Elektrik Şirketi, 1,3 milyar dolar değerinde 5-10 yıllık vadeli olarak icâre modeli üzerinden yeşil sukuk ihraç etmiştir (Internation Islamic Financial Market, 2021, 128).

Bu bilgiler ışında, Afganistan'ın Sürdürülebilirlik Kalkınma Hedeflerine baktığımızda altyapı sektörüyle ilgili, yenilenebilir enerji üretiminin arttırılması ve atık yönetiminin iyileştirilmesi önemle vurgulanmıştır (Ministry of Economy of Afghanistan, 2020, 36–44). Ancak bu hedefe ulaşmak, hem teknoloji hem de beşeri ve finansman kaynaklara ihtiyaç duyulur. Öte yandan ihtiyaç duyulan kaynakların sağlanması öncelikle devletin sorumluluğundadır (Romadhon - Mutmainah, 2023, 344). Dolayısıyla Afganistan'ın geçmişteki finansman yöntemlerinin başarısızlığı ve dış yardımlara bağılılığın kesilmesi gerektiği dikkate alındığında sürdürülebilir kalkınma projelerinin finansmanı için alternatif olarak yeşil sukuk finansmanı uygun görölmektedir.

Değinildiği gibi, sürdürülebilir enerji üretimi ve atık yönetimi, Afganistan sürdürülebilir hedeflerinin ön planındadır. Çünkü diğer altyapı projelerinin geliştirilmeleri büyük oranda enerjiye bağılıdır. Öbür taraftan, Afganistan'da çevre kirliliği ciddi bir sorun haline gelmiştir (Mangal vd., 2020, 510). Nitekim Hava Kalitesi Endeksinin (IQAir) 2019 raporunda Afganistan, en çok kirli ölkeler arasında dördüncü sıraya girmiştir (IQAir, 2024).

Afganistan'da enerjinin potansiyel ve stratejik önemi ile çevre kirliliğinin durumu ve bu sektörlerde yatırım için kaynak sağlanması gerekliliği dikkate alındığında yeşil sukuk, bu iki sektörde finansal kaynak sağlamanın en uygun aracı olarak değerlendirilebilir. Sonuç olarak enerji ve atık yönetimi projelerinin ekonomik niteliği ve bu projelere katılmaya yönelik toplumsal motivasyon dikkate alınarak, enerji ve atık yönetimi projelerinin finansmanı için müşâreke ve mudârebe yapısı üzerinden yeşil sukuk ihracı önerilmektedir. Zira müşâreke ve mudârebe sukuk ihracıyla finansman kaynağı sağlanması, vatandaşların toplu katılımı sağlanacaktır. Öte yandan söz konusu projelerden elde edilen gelirin katılımcılar arasında bölüştürölmesi, adil bir gelir dağılımına neden olup dengeli refahın artmasına sebep olacaktır.

SONUÇ

Altyapı, bir ekonominin büyümesini ve düzgün işleyişini destekleyen ve yoksulluğun azaltılmasını sağlayan önemli bir göstergedir. Günümüzde, tam istihdamı, fiyat istikrarı ve adil gelir dağılımı gibi makroekonomik hedeflerine ulaşmak için altyapı yatırımları gerekmektedir. Nitekim dünyada söz sahibi olan gelişmiş ülkelerin altyapıları tamamlanmış halindeyken, gelişmekte olan veya az gelişmiş olan ülkelerin altyapıları göreceli olarak daha ilkel seviyededir. 30 yıla aşkın silahlı çatışmaya maruz kalan Afganistan, altyapı sektöründe ciddi sorunlarla karşı karşıya kalmaktadır. Afganistan'ın altyapısına yönelik finansman ihtiyacı GSYH'sinin %29 civarında tahmin edilmiştir. Ulaştırma sektöründe otoyollar demiryolları ve hava yolları ilkel durumdayken toplu taşıma araçları büyük şehirlerde bile mevcut değildir. Çağımızdaki en önemli unsur olan elektrik ihtiyaçları hala ülke genelinde sağlanmamaktadır. Dolayısıyla sanayi, üretim, sanayileştirilmiş tarım ve teknolojik gelişmesi hareketsiz kalmıştır. Bununla birlik sağlık, eğitim ve benzeri gibi altyapı sektöründe ayrıca ciddi sorunlar mevcuttur. Çoğunlukla dış yardımlardan kaynaklanan geçmişteki finansman kaynakları, Afganistan'ın altyapı sorununu çözemediği gibi yaygın olan konvansiyonel finansman kaynakları da derdin çaresi değildi. Afganistan kültürel değerlerine uyuşabilen, dış yardımlarından bağımlılığını koparabilen ve sosyal ekonomik dengeyi sağlayabilen alternatif bir finansman aracı gerekmektedir. Bunun için sukuk, en ideal finansman aracı olarak önerilecektir. Bu çalışmada Afganistan altyapı projelerinin sukuk yoluyla finansmanı incelenmiştir. Afganistan'da sukukun altyapı finansmanında kullanılması konusunda bu çalışma ilk çalışma olarak değerlendirilebilir. Ancak konunun kapsamı dikkate alınırsa bu çalışmanın kusursuz bir çalışma olduğu iddia edilmemektedir.

Çalışmamızın ilk bölümünde dünyadaki altyapı yatırımlarında kullanılan finansman modelleri incelenip İslami ülkelerde dezavantajları ortaya konulmuştur. Bununla birlikte İslami ülkelerde sukuk finansman yönteminin avantajları tespit edilmiştir. Konvansiyonel araçlarının en önemli dezavantajlarından biri İslami toplumlarda İslami değerler ile çekişmesi ve halk tarafından istenilen rağbet görülmemesidir. Ancak sukuk finansman modelleri şeri kurallara uygun olarak bu açığa kapatacaktır.

İkinci bölümde sukuk modelleri ve altyapı projelerinin finansmanında rolü incelenmiştir. Bu bilgiler ışığında örnek ülkelerinin altyapı projelerinde kullanılan sukuk modelleri

tespit edilmiştir. Bu noktada vekâlet bazlı sukuk modeli, sukuk ihracında en çok kullanılan model olarak daha çok Endonezya, Suudi Arabistan, Katar, BAE ve Malezya’da tercih edilmiştir. İkinci kategoride murabaha bazlı sukuk modelidir. Bu model en çok Malezya’da kullanılmıştır. Ancak Ürdün, Suudi Arabistan ve BAE gibi ülkeler de oransal olarak murabaha sukuk ihraçlarında pay sahibi olduğu ortaya çıkmıştır. Üçüncü ve dördüncü olarak en büyük kategoriler sırasıyla hibrid ve icâre sukuk modelleridir. Hibrid sukuk ihracı, esas olarak Malezyalı kurumsal ihraççılar tarafından gerçekleştirilirken, Bahreyn, Brunei, Endonezya, Nijerya, Pakistan, Senegal ve Türkiye gibi birçok devletler tarafından icâre sukuk modeli tercih edilmiştir. Ancak verileri derlediğimizde, altyapı finansmanında müşâreke sukuk, icâre sukuk ve murabaha sukuk olmak üzere en çok kullanılan üç ana model olduğu anlaşılmıştır.

Son bölümde ise Afganistan’daki altyapı durumu tespit edilip geçmişteki finansman kaynakları açığa çıkarılmıştır. Bu hususta uzun süre silahlı çatışma maruz kalan Afganistan, 2001’den bu yana uluslararası toplumun desteklerine rağmen altyapısı birçok alanda kırılgan olduğu ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla Afganistan’ın altyapı durumu ve geçmişteki finansman başarısızlığı ve konvansiyonel finansman yöntemlerinin dezavantajları göz önünde bulundurularak sukuk finansmanı uygun bir alternatif olduğu tespit edilmiştir. Bu bağlamda mudârebe ve müşâreke sukuk modelleri ana model olarak ekonomik niteliği taşıyan küçük ve orta kapasiteli altyapı projelerinin finansmanında kullanılması uygun görülmüştür. Bununla birlikte büyük ölçekli projeleri için icâre sukuk modeli, sosyal altyapı projeleri için istisna ve vekâlet modelleri ve düşük maliyetli projeleri için hibrid sukuk modelleri kullanılabilir olduğu tespit edilmiştir.

Tez konusu kapsamlı olduğundan dolayı, konunun tüm yönleriyle aydınlatılmadığı kaçınılmazdır. Bun hususta spesifik altyapı sektöründe belli bir sukuk modeli üzerinden çalışmaya ihtiyaç duyulduğu anlaşılmaktadır. Bu hususta çalışmamızın gelecek çalışmalara katkıda bulunacağı açıktır.

Son olarak, Afganistan’da altyapı finansmanında sukukun uygulanmasına yönelik öneriler şu şekildedir:

- İlk adımda sukuk kanunu ve ilgili düzenlemelerin yapılması gerekmektedir. Şuana kadar Afganistan’da sukuk ihracı ile ilgili geçerli bir düzenleme bulunmamaktadır. Ancak 2017 yılında maliye bakanlığı tarafından hazırlanan sukuk kanunu taslağı merkez bankası işbirliği ile tamamlanması ve yürürlüğe girmesi gerekir.

- Sukuk ihracında bulunan sözleşmelerin şeriata uyarlığı söz konusu olduğu için, bu hususta uzman ve fıkhi esasları bilen yetkililere ihtiyaç duyulacaktır. Dolayısıyla fetva ve onay mercii olarak şeri yönetim kurulunun kurulması ve konuda uzmanların atanması gerekmektedir.
- Malezya ve Endonezya, altyapı finansmanında sukukun kullanılması konusunda uzmanlaşmış ülkelerdir. Dolayısıyla bilgi edinmek ve uygulama sürecini yakından takip etmek amacıyla işbirliği anlaşması kapsamında adı geçen ülkelere bir ekip gönderilmesi önerilmektedir.
- Sukuk bir finansmanı aracı olarak fenomenlik kazanmış olsa bile Afganistan'da az bilinmektedir. Dolayısıyla farkındalık oluşturmak amacıyla bir takım seminerler, TV programları, bilgilendirme duyuruları, makaleler ve broşürler yayınlaması gerekmektedir.
- Sukuk sektöründe gereken bilgi ve insan kaynakları sağlamak ve gelişmeleri takip etmek için dayanak sektöre ihtiyaç duyar. Bunun için üniversiteler ve araştırma merkezleri tarafından, bilgi üretmek ve insan yetiştirmek amacıyla lisans ve lisansüstü düzeyinde sertifikalı eğitim programları düzenlenmesi gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- AAOIFI. "Adoption of AAOIFI Standards". <https://aaoifi.com/adoption-of-aaoifi-standards/?lang=en>. 2023
- AAOIFI. "Shari'ah Standard No. (17): Investment Sukuk". *Shari'ah Standards*. Manama, 2015.
- Abalkhil, Waleed Abdulaziz Abdullah. *Islamic Finance in Saudi Arabia: Developing the Regulatory Framework*. University of Exeter, 2018.
- Abdulkareem, Ibraheem Alani - Mahmud, Mohd Sadad Bin. "Infrastructure Project Financing Through Sukuk as an Alternative to Conventional Bond Financing". *Journal of Management and Operation Research* 1/19 (2019).
- Afghanistan Bank, Da. "Afghan Deposit Insurance Corporation". <http://old.dab.gov.af/en/page/about-the-bank/departments/afghan-deposit-insurance-corporation>. 2019
- Afghanistan Bank, Da. *Financial Customer Protection Regulation*. Kabul, 2019.
- Afghanistan Bank, Da. "General Department of Afghanistan Deposits Protection Fund". <https://www.dab.gov.af/Afghan-Deposit-Insurance-Corporation>. 2019
- Afghanistan Bank, Da. Guidelines on Product Transparency and Disclosure for Islamic Financial Products, Guidelines on Product Transparency and Disclosure for Islamic Financial Products. Afghanistan, 2019.
- Afghanistan Bank, Da. "Islamic Banking Department". <https://dab.gov.af/islamic-banking-department>. 2019
- Afghanistan Bank, Da. "Islamic Banking Regulations". <https://dab.gov.af/Islamic-Banking-Regulations>. 2024
- Afghanistan Bank, Da. *Regulation on Islamic Banking Liquidity Risk Management*. Kabul, 2019.
- Afghanistan Breshna Sherkat, Da. *Investment Opportunities in Energy Sector*, 2016.
- Afghanistan Independent Human Rights Commission (AIHRC). *The Situation of Detention Centers and Prisons in Afghanistan* (2009). <https://www.refworld.org/reference/countryrep/aihrc/2010/en/74774>
- Afghanistan Railway Authority. *Railway Towards Economic Prosperity and Opportunity for Afghanistan & The Region*. Kabul, 2019.

- Afghanistan Telecom Regulatory Authority. “Who We are”. ATRA. 2024.
<https://atra.gov.af/who-we-are/>
- Ahmad, Ashfaq vd. “Infrastructure Projects Financing. An Alternative to Debt Financing”. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)* 15/5 (2014), 48–52.
- Ahmed, Habib. “Infrastructure Financing Through Islamic Finance in the OIC Member Countries”. *12th Meeting of the COMCEC Financial Cooperation Working Group*. Ankara, 2018.
- Aktan, Coşkun Can - Dileyici, Dilek. “Genel Olarak Altyapı Hizmetleri”. *Altyapı Ekonomisi: Altyapı Hizmetlerinde Serbestleşme ve Özelleştirme*. Ankara: Seçkin Yayınları, 2005.
- Aktaş, Mehmet Murat. “Ortaklığa Dayalı İslami Yapılandırılmış Finansman Ürünü: Muşaraka Sukuk”. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*.
- Al-Ali, Salim. *Raising Capital on Sukuk Markets: Structural, Legal and Regulatory Issues*. Cham: Palgrave Macmillan, 2019.
- Ali, Mohammed Imad vd. “Evaluating Sukuk Default Factors: A Case Study on Dana Gas Sukuk in the UAE”. *Journal of Islamic Finance* 11/1 (2022), 33–40.
- Alparslan, Halil İbrahim - Kudun, Candan. “Türkiye’de Sukuk Uygulamaları ve Vergisel Boyutu”. *Yaşam Bilimleri Dergisi* 16/2/1 (2016).
- Alshamrani, Ali. “Sukuk Issuance and its Regulatory Framework in Saudi Arabia”. *Journal of Islamic Banking and Finance* 2/1 (2014), 305–333.
- Altaş, Gökben. “Altyapı Yatırımlarının Finansmanı”. *TSPAKB*, 15–27.
- Amnesty International. *Afghanistan: Crumbling prison system desperately in need of repair* (2021).
- Arsalan, Ahmet Gökhan. *Altyapı Yatırımlarının Sermaye Piyasası Araçlarıyla Finansmanı ve Kurumsal Yatırımcılarının Rolü (Yüksek Lisans Tezi)*. Gazi Üniversitesi, 2019.
- Ashraf, Abdul Rahma. “Importance of Renewable Energy for Afghanistan”. *International Conference on “Renewable Energy in Central Asia: Creating Economic Sustainability to Solve Socio-Economic Challenges”*. Dushanbe, 2019.
- Asian Development Bank. *Afghanistan Transport Sector Master Plan Update (2017-2036)*. Mandaluyong, 2017.

- Asian Development Bank. *Local Currency Bonds and Infrastructure Finance in ASEAN+3*. Mandaluyong, 2015.
- Aslan, Hakan. *Alternatif Bir Yatırım ve Finansman Aracı Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler*. Marmara Üniversitesi, 2012.
- Astana International Financial Centre (AIFC). “Sukuk Guidelines”. 2023.
- Asutay, Mehmet. “Conceptualising and Locating the Social Failure of Islamic Finance: Aspirations of Islamic Moral Economy vs the Realities of Islamic Finance”. *Asian and African Area Studies* 11/2 (2012), 93–113.
- Attahiru, Mustapha Sidi. “Riba (Usury) and its Effect on the Global Economy”. *Journal of Research in Business and Management* 10/1 (2022), 37–44.
- Australian Infrastructure Audit. *An Assessment of Australia’s Future Infrastructure Needs*. Infrastructure Australia, 2019.
- Ayub, Muhammad. *Understanding Islamic Finance*. UK: John Wiley and Sons, 2007.
- Azami, Abdullah vd. “Sustainable Irrigation: Karez System in Afghanistan”. *Central Asian Journal of Water Research* 6/1 (2020), 1–18.
- Azimi, Ali - McCauley, David. *Afghanistan’s Environment in Transition*. Manila: Asian Development Bank, 2002.
- Bahtiyar, Erhan. *Altyapı Yatırımlarının Mevcut Finansman Modelleri ile Sukuk Finansman Modelinin Mukayeseli Analizi (Doktora Tezi)*. İstanbul Üniversitesi, 2021.
- Bakhor, Sharifah Nurul Azlin bt Syed Mohd. *Sukuk as a Means of Project Financing* (2013).
- Baskakova, Irina V. - Malafeev, Nikita S. “The Concept of Infrastructure: Definition, Classification and Methodology for Empirical Evaluation”. *Известия Уральского государственного экономического университета* 3/71 (2017), 29–41.
- Bayram, Kamola - Ulaş, Muhammed Furkan. “İcare Sukuk Sertifikalarının Örnek Olay Üzerinden Değerlendirilmesi: Nakheel Sukuk Örnek Olayı”. *İslam Ekonomisi ve Finansı Dergisi* 7/2 (2021).
- BIX Malaysia. “Bond+Sukuk Information Exchange”. *bixmalaysia.com*. 2023. <https://www.bixmalaysia.com/investor-tools/bix-search>
- Buhr, Walter. *What is infrastructure?* Volkswirtschaftliche Diskussionsbeiträge, Universität Siegen, Fakultät Wirtschaftswissenschaften, Wirtschaftsinformatik und

- Wirtschaftsrecht, 2003.
- Can, Reyhan - Başaran, Nizamettin. “Yeni Bir Finansman Modeli: Kitle Fonlaması”. *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 4/2 (2020), 55–66.
- Çebi, Asım - Ünkaya, Gülümser. “Finansman Modeli Olarak Murabaha Sukuk: Türkiye’deki Uygulaması ve Muhasebeleştirilmesi”. *İstanbul Aydın Üniversitesi Dergisi* 10/4 (2018), 9–23.
- Central Bank of The Republic of Turkey. “Foreign Exchange Reserve Management”, 2018.
- Central Bank of The U.A.E. *UAE Islamic Finance Report 2023: The Year of Sustainability* (2023).
- Chan, Chris vd. *Public Infrastructure Financing: An International Perspective*. Productivity Commission Staff Working Paper, 2009.
- Chen, Can - Bartle, John R. *Infrastructure Financing: A Guide for Local Government Managers* (2017).
- Chong, Sophia - Poole, Emily. *Financing Infrastructure: A Spectrum of Country Approaches*, 2013.
- Çobanoğlu, M. Murat. *Kamu Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Yenilikçi Bir Model: Gayrisafi Yurt İçi Hasıla’ya Endeksli Sukuk*. İstanbul Üniversitesi, 2020.
- COMCEC Coordination Office. *Infrastructure Financing through Islamic Finance in the Islamic Countries*. Ankara, 2019.
- COMCEC Coordination Office. “Infrastructure Financing through Islamic Finance in the OIC Member Countries”. *Proceedings of the 12th Meeting of the COMCEC Financial Cooperation Working Group*. Ankara, 2019.
- COMCEC Coordination Office. *National and Global Islamic Financial Architecture: Problems and Possible Solutions for the OIC Member Countries*. Ankara, 2016.
- COMCEC Coordination Office. *The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets*. Ankara: The COMCEC Coordination Office, 2018.
- Conference Index. “International Conference on Islamic Banking, Finance and Commerce ICIBFC on December 13-14, 2023 in Vientiane, Laos”. 2023. <https://conferenceindex.org/event/international-conference-on-islamic-banking-finance-and-commerce-icibfc-2023-december-vientiane-la>
- Değer, Mustafa Kemal - Doğanay, Muharrem Akın. “Ekonomik Büyüme Üzerinde

- Altyapı Yatırımlarının Etkisi: Seçilmiş Ülke Grupları İçin Panel Veri Analizleri (1994-2013)". *PARADOKS Ekonomi, Sosyoloji ve Politika Dergisi* 11/2 (2015), 63–82.
- Deloitte. - ISRA. *Sustainable Finance: Can Sukuk Become a Driver of Solar and Green Energy Growth?* Deloitte & Touche (M.E.), 2019.
- Doğan, Mesut vd. "Determinants of Sukuk Issuance". *Islamic Finance and Recent Developments*. Ankara: Gazi Kitabevi, 1. Basım, 2021.
- Dubai International Financial Centre (DIFC). *Sukuk Guidebook*. Dubai, 2008.
- Duku, Muhammad. "Sukuk Murabahah: A Mechanism to Finance Infrastructure Deficit in Nigerian Tertiary Institutions". *Airlangga International Journal of Islamic Economics and Finance* 6/1 (2023).
- Easar, Farhat vd. *Education in Afghanistan since 2001: Evolutions and Rollbacks. Research Series of Rumi Organization for Research*. Rumi Organization for Research, 2023. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-85341-7>
- Eid, Serge Emile. *Financing Infrastructure Projects*. American University of Beirut, 2008.
- Ekici, Oya vd. "Alternatif Finansman Yöntemi Olarak Kitle Fonlaması ve Yenilikçilik İlişkisi". *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar* 13/2 (2019).
- Ela, Mehmet. "Yeşil Sukuk ve Türkiye’de Uygulanabilirliği". *Yönetim ve Ekonomi Dergisi* 26/1 (2019), 221–237.
- Erdoğan, Seyfettin vd. "İran Bankacılık Sistemi Üzerine Bir Araştırma: Sorunları ve Çözüm Önerileri". *Bilimname* XLI/1 (2020), 957–990.
- Erfanyar, Ahmad Shah. "DAB, AAOIFI Sign Cooperation Agreement". <https://pajhwok.com/2023/05/09/dab-aaof-i-sign-cooperation-agreement/>. E.T. 09/05/2023.
- Farooq, Mohammad Omar. "The Riba-Interest Equivalence: Is there an Ijma (consensus)?" *Transnational Dispute Management* 4/5 (2007).
- Fontaine, Rodrigue. "Perception of Ribā Among the Muslims in Malaysia: An Exploratory Study". *Journal of Islamic Finance* 1/8 (2019), 036 – 047.
- Foster, Vivien - Lebrand, Mathilde. "How does infrastructure investment promote economic development in fragile regions of Africa?" *INFRA4DEV*, 2022.
- Frischmann, Brett M. *Infrastructure: the Social Value of Shared Resources*. Oxford

- University Press, 2012.
- Galih, Waskitha W. - Prijadi, Ruslan. "The Choice of Infrastructure Project Financing Strategies: A Case of A Seaport in Indonesia". *Proceedings of the 12th International Conference on Business and Management Research (ICBMR 2018)*. 116–122. Atlantis Press, 2019. <https://doi.org/10.2991/icbmr-18.2019.20>
- Gatti, Stefano. *Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*. California: Elsevier Inc., 2008.
- Geçili, Metin. *İşletmeler Üzerinde Etkili Olan Sermaye Yapısı Kararları ile bu Kararları Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi*. Niğde Üniversitesi, 2014.
- Ghezal, Mohamed vd. "Legal and Regulatory Approaches in Sukuk Issuance: A Comparative Analysis". *UUM Journal of Legal Studies* 13/1 (2022), 249–281.
- Government of Pakistan. *Asset Light Sukuk Framework*, 2021.
- Ground Truth Solutions. *Protecting and Improving Healthcare: Community Insight From Afghanistan*. Afghanistan, 2022.
- Güçlü, Ali. *Alternatif bir Finansman Kaynağı Olarak Sukuk*. Hasan Kalyoncu Üniversitesi, 2014.
- Habib, Sayed Zakariya. *Investigation of Afghanistan network Infrastructure for Cyber Security*. Sakarya Üniversitesi, 2018.
- Habibi, M. A. vd. "Measurement and Statistical Analysis of End User Satisfaction with Mobile Network Coverage in Afghanistan". *AGRIS on-line Papers in Economics and Informatics* 9/2 (2017), 47–58. <https://doi.org/DOI 10.7160/aol.2017.090204>.
- Hakimi, Bibi Amina. "Afghanistan's Banking, Financial System Will Be 'Fully Islamic': DAB". <https://tolonews.com/business-186319>. E.T. 03/12/2023.
- Halland, Håvard vd. *Resource Financed Infrastructure: A Discussion on a New Form of Infrastructure Financing*. Washington DC: International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 2014. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1596/978-1-4648-0239-3>
- Harahap, Burhanudin - Risfandy, Tastaftiyan. "Islamic Organization and the Perception of Riba (Usury) and Conventional Banks Among Muslims: Evidence From Indonesia". *Journal of SAGE Open* 1/7 (2022).
- Health Sector Thematic Working Group (H-STWG). *Health Sector Transition Strategy 2023 - 2025* (2022).

- Heravi, Farid Ahmad. "Evaluation of Islamic Banking Stability in Afghanistan From Maqasid Shari'ah Perspective". *Journal of Asian and African Social Science and Humanities* 8/2 (2022), 38–57.
- Heravi, Farid Ahmad. "The Issuing of the Sukuk Framework in Afghanistan and Its Contribution to Economic Development". *International Journal of Social Science Research and Review* 5/9 (2022), 204–222.
- Herzi, Ahmed Abdirahman - Harahap, Abriansyah. "Developing Sukuk Ijarah in Indonesia: Prospect and Challenges". *Arrasikhun International Journal of Science and Humanity Science* 1/1 (2015).
- ICD-LSEG. *Islamic Finance Development Report: Navigating Uncertainty* (2023).
- ICMA Paris Representative Office. *Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*. Paris, 2021.
- IFSB. *Capital Adequacy Requirements for Şukūk, Securitisations and Real Estate investment*, 2009.
- İnam, Mehmet. *Sermaye Piyasası*. Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2007.
- International Islamic Financial Market. *IIFM Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market*. Kuala Lumpur: IIFM, 12th Basım, 2023.
- International Islamic Financial Market. *Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market*. Kuala Lumpur: IIFM, 9th Basım, 2020.
- International Islamic Financial Market. *Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market*. Kuala Lumpur: IIFM, 10th Basım, 2021.
- International Islamic Financial Market (IIFM). *IIFM Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market*, 2019.
- International Islamic Financial Market (IIFM). *IIFM Sukuk Report: A Comprehensive Study of The Global Sukuk Market*. Kuala Lumpur, 11th Basım, 2022.
- International Monetary Fund. *IMF Country Report: Islamic Republic of Afghanistan*. Washington, D.C, 2018.
- IQAir. "Air quality in Afghanistan". <https://www.iqair.com/us/afghanistan>. 2024
- Iqbal, Zamir. "Securitization and Structuring Sukuk". *Workshop on Developing Sukuk Markets*. Abu Dhabi, 2015.
- Irmak, Erdoğan. *Kamu Yatırımları Finansmanı ve Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Altyapı Yatırım Ortaklarının Kullanılması ve Değerlendirilmesi (Yüksek Lisans*

- Tezi). Gazi Üniversitesi, 2010.
- Islamic Corporation for the Development of the Private Sector. “Da Afghanistan Bank and ABA Support in Transforming the Islamic Finance Industry in Afghanistan”. <https://icd-ps.org/ru/news/icd-da-afghanistan-bank-and-aba-support-in-transforming-the-islamic-finance-industry-in-afghanistan>. E.T. 28/06/2021.
- Islamic Finance Foundation. “Recently Updated Sukuk”. www.sukuk.com. 2023
- Islamic Finance Foundation. “Sukuk Database: Apicorp 2022”. <https://www.sukuk.com/sukuk-new-profile/apicorp-sukuk-ltd-6369/#/?playlistId=0&videoId=0>. 2024
- Islamic Financial Services Board. *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2020*. Kuala Lumpur: IFSB, 2020.
- Islamic Financial Services Board. *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2023*. Kuala Lumpur: IFSB, 2023.
- Islamic Financial Services Board. *Saudi Arabia Islamic Finance Report: Excellence and Leadership*. Saudi Central Bank (SAMA), 2021.
- Ismail, Muhammad Issyam Itam vd. “Hybrid Sukuk in Light of the Recent Implementation of AAOIFI Shariah Standard no. 59 Related to the Sale of Debt”. *Journal of Islamic Finance* 11/2 (2022), 34–47.
- Joint UNEP/OCHA Environment Unit. *Environment and Humanitarian Action: Country Study Afghanistan*. Geneva, 2016.
- JURIST Staff. “Afghanistan Dispatch: The Taliban Want to Replace The Conventional Banking System With Islamic Banking”. 2022. <https://www.jurist.org/news/2022/03/afghanistan-dispatch-the-taliban-want-to-replace-the-conventional-banking-system-with-islamic-banking/>. E.T. 20/03/2022.
- Kalu O., Emenike. “Infrastructure Finance Mechanism and Challenges in Nigeria”. *Independent Journal of Management & Production* 6/3 (2015), 827–836.
- Karacan, Rıdvan. “Türkiye’de Altyapı Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Açısından Değerlendirilmesi”. *BMIJ* 5/2 (2017), 314–329.
- Keramat, Abdul Samad - Kahf, Monzer. “ Sharia Governance Framework of Islamic Financial Institutions in Afghanistan Compare to Pakistan and Nigeria”. *Journal of Islamic Economics and Finance* 8/1 (2022). <https://doi.org/https://doi.org.tr/10.54863/jief.963241>

- Kuwait Finance House Research. *Sukuk: Back on Track* (Kuwait Finance House Research 2010) (2010).
- Lahsasna, Ahcene vd. *Forward Lease Sukuk in Islamic Capital Markets: Structure and Governing Rules*. Cham: Palgrave Macmillan, 2018.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1007/978-3-319-94262-9>
- Latham & Watkins. *he Sukuk Handbook: A Guide to Structuring Sukuk*, 2015.
<https://www.lw.com/thoughtLeadership/guide-to-structurings-sukuk>
- Lewis, Simon - Scheck, Martin. *Guide to Infrastructure Financing – Bank Loans, Debt Private Placements and Public Bonds* (2015).
- Lohawiboonkij, Sisira. “The Best Project Financing Option for Infrastructure Projects in Developing Nations”. *PM World Journal* VIII/I (2019).
- Majale, Michael - Ministry of Urban Development and Housing. *Afghanistan Housing Profile*. Nairobi: UN-Habitat, 2017.
- Malik, Nadeem. *Energy Resources in Afghanistan and Measures to Improve for Sustainable Development* (2011).
- Mangal, Rahmatullah vd. “A Survey of Waste Management Analysis in Afghanistan”. *Journal of Emerging Technologies and Innovative Research (JETIR)* 7/11 (2020).
- May, Ernesto vd. *Housing Finance in Afghanistan: Challenges and Opportunities* (2008).
- McMillen, Michael J.T. “Asset Securitization Sukuk and Islamic Capital Markets: Structural Issues in these Formative Years”. *Wisconsin International Law Journal* 25/4 (2008).
- Medani, Ahmed. “Infrastructure Financing Through Islamic Sukuk: Case Studies in Malaysia”. *Finance and Business Economics Review* 3/2 (2019), 1–19.
- Mega Trends & Analysis. “Afghanistan’s Power Sector Update: Outlook remains uncertain”. <https://reglobal.org/afghanistans-power-sector-update-outlook-remains-uncertain/>. E.T. 22/05/2022.
- Miller, Rebecca L. *Survey of Afghan Libraries* (2016).
- Ministry of Communications and Information Technology. “Internet Service Providers (ISP)”. 2024. <https://mcit.gov.af/en/node/6941>
- Ministry of Communications and Information Technology. “Running Projects”. MCIT. 2024. <https://mcit.gov.af/en/node/7051>
- Ministry of Economy of Afghanistan. *Afghanistan Sustainable Development: Goals*,

- Targets and National Indicators*. Kabul: Ministry of Economy of Afghanistan, 2020.
- Ministry of Energy and Water of Afghanistan. "Afghanistan: Investment Opportunities in Energy Sector". *India-Afghanistan Trade and Investment Show in Delhi*, 2017.
- Ministry of Energy and Water of Afghanistan. *Renewable Energy Policy*, 2015.
- Ministry of Finance of Afghanistan. *National Infrastructure Plan (2017-2021)*, 2016.
- Mohammadi, Ehsanullah vd. "A Study on the Feasibility of Sukuk in Afghanistan". *International Journal of Multidisciplinary Research and Development* 6/6 (2019), 86–90.
- Muhammad, Marjan. *Islamic Financial System: Principles and Operations*. International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), 2. Basim, 2016.
- Mushkani, Rashid A. - Ono, Haruka. "Spatial Equity of Public Parks: A Case Study of Kabul City, Afghanistan". *Sustainability* 13/1516 (2021). <https://doi.org/https://doi.org/10.3390/su13031516>
- Nabi, Golzare vd. "Examining Potentials of Sukuk in Financing Infrastructure Projects in Bangladesh". *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance* 12/2 (2016).
- Nakamura, Hideo vd. *Principles of infrastructure: Case Studies and Best Practices*. Tokyo: Asian Development Bank Institute, 1. Basim, 2019.
- Naqawi, Ghulam Hassan - Vinay, Rajath D. "Educational Opportunities and Challenges in Afghanistan". *Asian Journal of Research in Social Sciences and Humanities* 12/8 (2022). <https://doi.org/DOI: 10.5958/2249-7315.2022.00372.0>
- Niaman, Mohammad Asif - Aslan, Hakan. "Islamic Finance as an Alternative of Infrastructure Financing for Asian Landlocked Developing Countries". *Journal of Kocetepe Islamic Sciences* 6/Special Issue (2023), 38–63. <https://doi.org/https://doi.org/10.52637/kiid.1344609>
- Nik Musa, Nik Mohamed Din. *Role of Islamic finance in infrastructure financing: Financing Sources for Public-Private Partnerships (PPP) Sub-Regional Expert Group Meeting (EGM) for South-East Asian Countries*. Kuala Lumpur, 2015.
- Observatory of Economic Complexity (OEC). "Electricity in Afghanistan". <https://oec.world/en/profile/bilateral-product/electricity/reporter/afg>. 2023
- OECD. *Infrastructure Financing Instruments and Incentives* (2015).
- OECD. "Official Development Assistance (ODA) in 2021, by members of the Development Assistance Committee". 2023. <https://www.oecd.org/dac/financing->

- sustainable-development/development-finance-standards/official-development-assistance.htm
- Oktavianus, Adrianto vd. “A Global Review of Public Private Partnerships Trends and Challenges for Social Infrastructure”. *MATEC Web of Conferences* 147/06001 (2018).
- Onagun, Abdussalam Ismail. “The Impact of Sukuk investment in Developing UAE Economy”. *Journal of Islamic Banking and Finance* 33/4 (2016).
- Ookla. “Afghanistan Median Country Speeds January 2024”. *Speedtest Global Index*. 2024. <https://www.speedtest.net/global-index/afghanistan>. E.T. 15/05/2024.
- Orhan, Zeyneb Hafsa - Tırman, Nurullah. “Türkiye’deki Kira Sertifikası (Sukuk) İhraçlarının Büyüme Üzerindeki Etkisine Dair Ampirik Bir Analiz: 2010-2019”. *Sosyoekonomi* 29/48 (2021), 229–247.
- Otoritas Jasa Keuangan. *Indonesian Islamic Finance Report 2022*. Jakarta, 2022.
- Özdemir, Mücahit - Aslan, Hakan. *Türkiye’de İslami Finansın Dönüşümünün Ekonomi Politikası*. İstanbul: SETA Yayınları, 2017.
- Parish, David vd. *Delivering Inclusive Growth Through Infrastructure Programming in FCAS: Afghanistan Road and Power Sector* (2018).
- Pew Research Center. *The World’s Muslims: Religion, Politics and Society* (2013). <https://www.pewresearch.org/religion/2013/04/30/the-worlds-muslims-religion-politics-society-overview/>. E.T. 30/04/2013.
- Pinto, João M. “What is project finance?” *Investment Management and Financial Innovations* 14/1 (2017).
- Pouras Consult Aps. *Education Sector Analysis: Afghanistan*, 2016.
- Pulaşlı, Hasan. *Şirketler Hukuku*. Adana: Karahan Yayınları, 8. Bası., 2009.
- Rabi, Mir Shahryar. *Health Care System in Afghanistan*. University of Zagreb, 2021.
- Rahmayati, M.E.I - Erwin Zuhri Nasution, MM. “Sukuk as a Model for Infrastructure Financing Published by BUMN Companies”. *Kumpulan Jurnal Dosen Universitas* 1/1 (2018).
- RAM Ratings Service Berhad. *Sukuk Snapshot*. Kuala Lumpur, 2021.
- Reddy, Namratha. “Economic Infrastructure – Intro, Types, Significance”. 2018. <https://www.toppr.com/bytes/economic-infrastructure/>
- Refinitive. *Islamic Finance Development Report 2021: Advancing Economies* (2021).

- Refinitive. *Sukuk Perceptions and Forecast Study: Navigating a New Environment* (2022).
- Rohmatunnisa, Dinna. *Design of Ijarah Sukuk*. University of Nottingham, 2008.
- Romadhon, Muhammad Ryan - Mutmainah, Siti. “Harnessing Green Sukuk for Sustainable Development in Indonesia”. *IRJEMS International Research Journal of Economics and Management Studies* 2/2 (2023), 343–351.
- Rostan, Pierre vd. “Challenges of Islamic Banking in Least Developed Countries: The Case of Afghanistan”. *Journal of Emerging Economies and Policy* 6 (2021), 5–19.
- Sa’ad, Auwal Adam. “Structural Development of Ijarah Sukuk: An Appraisal”. *Journal of Islamic Finance (Special Issue)*, 107–116.
- Sadat, Muzhgan - Rostamian, Mariam. *Title Potential of Islamic Finance Development in Afghanistan: How Can Islamic Banking Contribute?* Kazakh-British Technical University, 2024.
- Safari, Meysam vd. *Sukuk Securities: New Ways of Debt Contracting*. Singapore: Wiley, 2014.
- Sakızlı, Emre. “Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitleli Fonlama”. *İktisadi Kalkınma Vakfı*.
- Saleem, Zabihullah. “Incorporating Sukuk Provisions into the Law on Domestic and Foreign Private Investment in Afghanistan”. *Kardan Journal of Social Sciences and Humanities (KJSSH)* 5/2 (2022), 6–74.
- Saripudin, Khairun Najmi vd. “Case Study on Sukuk Musharakah Issued in Malaysia”. *Middle-East Journal of Scientific Research* 12/2 (2012), 168–175.
- Saudi Hollandi Capital. *Sukuk Market in Saudi Arabia*. Riyadh, 2013.
- Securities Commission Malaysia. *Malaysian Islamic Capital Market Bi-Annual Bulletin*, 2022. <https://www.sc.com.my/development/icm/icm-publications/malaysian-icm>
- Securities Commission of Malaysia. *Malaysian ICM Bulletin*. Kuala Lumpur, 2008.
- Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). *Corporate Bonds*. New York, 2010.
- Shahimi, Nurul Atikah vd. “Development of Sukuk Mudarabah in Malaysia: A Literature Review”. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences* 12/11 (2022), 3055 – 3072.
- Shams, Jalal. “Telecommunication Development in Afghanistan”. *Kabul Times*. 2022.

- <https://thekabultimes.com/telecommunication-development-in-afghanistan/>. E.T. 25/12/2022.
- Shebal, Khwaja Ghitlam Jilani vd. *Survey Report of Public Libraries in Afghanistan* (2002).
- Suhaidi, Muhammad - Hayati, Mardhiyah. “The Effect of Sukuk Ijarah Issuance on Company Profitability in Indonesia”. *ICETLAWBE* 2020. Bandar Lampung, Indonesia, 2020. <https://doi.org/doi10.4108/eai.26-9-2020.2302646>
- Sümer, Eren. *Sukukun Dünyada ve Türkiye’de Gelişimi*, 2020.
- Sutiyo, Sutiyo - Maharjan, Keshav Lall. *Decentralized System and Budget Allocation for Rural Development in Indonesia A: Case study of Purbalingga District, Central Java Province* (2017).
- Sylla, Mohamed. “The Role of Sukuk (Islamic Bonds) in Financing Infrastructure”. 8. *Uluslararası Öğrenci Sempozyumu*. 189–200, 2023.
- T.C. Cumhurbaşkanlığı Finans Ofisi. *Yeşil Sukuk Çalışma Raporu* (2022).
- T.C. Kabil Büyük Elçiliği. *Afganistan Ülke Raporu* (2020).
- Tamplin, True. “Government Bond Definition”. www.financestrategists.com. E.T. 29/11/2023.
- Tashtamirov, Magomed - Abdurakhmanova, Milana. “Comparative Assessment of Islamic and Traditional Banking in the Context of Their Sustainability”. *SHS Web of Conferences* 110/01045 (2021).
- Tendulkar, Rohini - Hancock, Gigi. *Corporate Bond Markets: A Global Perspective*. Volume 1 (2014).
- The Economist: Intelligence Unit. *The critical role of infrastructure for the Sustainable Development Goals* (2019).
- The Express Tribune. “Islamic finance attracts non-Muslim countries”. 2017. <https://tribune.com.pk/story/1588519/islamic-finance-attracts-non-muslim-countries>. E.T. 20/12/2017.
- The Ministry of Communications and Information Technology. “About The Ministry”. *MCIT*. 2024
- The Ministry of Communications and Information Technology. “Donors”. <https://mcit.gov.af/index.php/en/node/6942>. 2023
- The Public-Private Infrastructure Advisory Facility. *Project Finance: Introductory*

- Manual on Project Finance for Managers of PPP Projects* (2001).
- The SEC's Office of Investor Education and Advocacy. "What Are Corporate Bonds?" *SEC Investor Bulletin* 149/6 (2013).
- The World Bank. *Afghanistan Development Update: Uncertainty After Fleeting Stability* (2023).
- The World Bank. *Higher Education in Afghanistan: An Emerging Mountainscape*. Washington D.C, 2013.
- Timory, Shoaib. "Judicial Independence in Afghanistan: Legal Framework and Practical Challenges". *Afghanistan Research and Evaluation Unit*.
- Torrise, Gianpiero. *Public infrastructure: definition, classification and measurement issues*. Munich, Germany, 2009.
- Tuna, Mustafa - Bostancı, Sevilay. "Mahalli İdarelerde Altyapı Yatırımlarının Finansman Yöntemleri: Ankara Su ve Kanalizasyon İdaresi (ASKİ) Genel Müdürlüğü Örneği". *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 23/4 (2021).
- Tunca, Deniz. *Sukuk As an Alternative Financing Source for Infrastructure and Agriculture Investments in Turkey and Model Suggestions for Implementation of Sukuk Types to These Investments*. The University of Dublin, 2020.
- Türkiye Katılım Bankaları Birliği. *Sektör Mukayese Raporu* (2022). https://tkbb.org.tr/Documents/sektor_mukayese/TEMMUZ_2022.pdf
- UCLG Committee on Local Finance and Development. *UCLG Support Paper on Local Finance* (2007).
- Ulusoy, Ahmet - Ela, Mehmet. "Secondary Market of Sukuk: An Overview". *International Journal of Islamic Economics and Finance Studies* 4/2 (2018).
- United Nations-ESCAP. *An In-Depth Study on the Broadband Infrastructure in Afghanistan and Mongolia*. Bangkok, 2016.
- United Nations-ESCAP. *Infrastructure Financing for Sustainable Development in Asia and the Pacific*. Bangkok, Sales No., 2019.
- United Nations-ESCAP. *Infrastructure Financing in Asian Landlocked Developing Countries: Challenges, Opportunities and Modalities*. Bangkok, 2020.
- United Nations Human Settlements Programme (UN-Habitat). *The Silent Revolution of Public Spaces in Afghanistan*. Kabul, 2019.
- United States Institute of Peace. *Establishing the Rule of Law in Afghanistan* (2004).

- USAID. *Property Rights and Resource Governance: Afghanistan* (2018).
- Usmani, Muhammad Taqi. *An Introduction to Islamic Finance*. Karachi, 1998.
<http://library.lol/main/6927DD32877695064A2F97E3D3AFDCA4>
- Vizcaino, Bernardo. “Afghanistan Enlists Faith-based Banks to Aid Financial Inclusion”.
<https://www.reuters.com/article/islamic-finance-afghanistan/afghanistan-enlists-faith-based-banks-to-aid-financial-inclusion-idUKL8N1S91T3/>. E.T. 07/05/2018.
- Voropaeva, Lyudmila N. - Yurieva, Tatiana V. “Project Finance: Principles and Efficiency”. *8th International Scientific Conference on Project Management in the Baltic Countries*. Riga: University of Latvia, 2019.
- Wang, Yixin. “Girls’ Education in Afghanistan: Progress and Challenges”. *NORRAG (Network for International Policies and Cooperation in Education and Training)*. 2021. <https://www.norrag.org/girls-education-in-afghanistan-progress-and-challenges-by-yixin-wang/>. E.T. 24/09/2021.
- Wardak, Ali. *State and Non-State Justice System in Afghanistan: The Need for Synergy* (2011).
- Wardak, M. Azim. *Infrastructure Connectivity in Afghanistan* (2017).
- Warde, Ibrahim. *Islamic Finance in the Global Economy*. Edinburgh: Edinburgh University Press, 2000.
- World Bank. *What are The Green Bonds?* Washington DC, 2015.
- World Bank Group - PPIAF. *Who Sponsors Infrastructure Projects? Disentangling Public and Private Contributions* (2017).
- Yanılmaz, Ali İhsan. *Büyük Altyapı Projelerinin Finansmanı: İstanbul (Ulaşım Yatırımları) Örneği*. İstanbul Üniversitesi, 2019.
- Yazıcıoğlu, Ebru - Baştan Töke, Leyla. “Sürdürülebilir Kalkınma Finansmanı Araçlarından Yeşil Tahvil ve Yeşil Sukuk Üzerine bir Değerlendirme”. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi* 14/27 (2022), 340–361.
- Yazıcıoğlu, İsa Ebru - Kazak, Hasan. “İslami Finansal Enstrümanlardan Birisi Olarak Sukuk: Hibrid Sukuk İçerisinde Yer Alan Murabaha Sözleşmelerinin İslami Hükümlere Uygunluk Yönünden İncelenmesi”. *Journal of Life Economics* 6/1 (2019), 91–118.
- Yesuf, Abdurrahman Jemal. *Sudan’da İslam İktisadı ve Finansının Güncel Durumu (Araştırma Raporu No.4)*. İstanbul: İslam İktisadı Araştırma Merkezi, 2017.

- Zahran, Kareem E. - Ezeldin, A. Samer. "Funding Infrastructure Projects Through International Financial Institutions". *Resilient Infrastructure*, 2016.
- Zin, M. Z. M. vd. "The Effectiveness of Sukuk in Islamic Finance Market". *Australian Journal of Basic and Applied Sciences* 5/12 (2011), 472–478.
- Zolfaghari, Pegah. *An Introduction to Islamic Securities (Sukuk)* (2017).
- آژانس اطلاعاتی باختار. "تامین برق صدها خانواده با ساخت یک بند در بدخشان". www.bakhtarnews.af/?p=601653. E.T. 05/12/2023
- افغانستان انترنشنال. "یک شفاخانه ۹۰ بستر با هزینه مردمی در ولسوالی مالستان غزنی افتتاح شد". <https://www.afintl.com/202212166441>. E.T. 16/05/2023
- خبرگزاری فرهنگ. "یک باب مکتب با هزینه شخصی مردم در ولایت فراه ساخته شد". <https://farhangpress.af/?p=3879>. E.T. 20/09/2022
- رامیار, سید جواد. توسعه مبتنی بر وابستگی: نقش کمک های خارجی در توسعه اقتصادی-اجتماعی افغانستان. کابل: انستیتوت مطالعات استراتژیک افغانستان, 1399.
- روزنامه هشت صبح. "یک پل در فاریاب به ارزش نه میلیون افغانی با حمایت مالی مردم اعمار شد". <https://8am.media/fa/a-bridge-in-faryab-worth-nine-million-afghanis-was-built-with-the-financial-support-of-the-people/>, ts. E.T. 22/01/2024
- طلوع نیوز. "افغانستان ظرفیت تولید ۳۱۰ هزار میگوات برق را دارد". E.T. 07/06/2016 <http://tinyurl.com/22nw8cet>
- وزارت تحصیلات عالی افغانستان. "صاب تحصیلی مضمون همه شمول ثقافت اسلامی". کابل, 2022.
- وزارت عدلیه افغانستان. قانون بانکداری افغانستان, قانون بانکداری افغانستان. (Kanun No. 56). (2015).
- وزارت عدلیه افغانستان. قانون حمایت از مستهلك, قانون حمایت از مستهلك. (Kanun No. 1241). (2016).
- وزارت عدلیه افغانستان. قانون دسترسی به اطلاعات, قانون دسترسی به اطلاعات. افغانستان, 2014.
- وزارت فواید عامه افغانستان. *استراتژی 2023-2019*. کابل, 2018.
- وزارت فواید عامه افغانستان. "برنامه ملی راه سازی روستایی". E.T. 27/05/2023. <https://mopw.gov.af/dr/-nrap>
- وفا, ذبیح الله. "کار ساخت جاده مرغاب-فیروزکوه با هزینه شخصی مردم در غور آغاز شد". <https://www.khaama.com/persian/archives/128048>. E.T. 29/11/2023.

ÖZ GEÇMİŞ

Ad Soyadı: Mohammad Asif NIAMAN	
Eğitim Bilgileri	
Lisans	
Üniversite	Mawlana University
Fakülte	İktisat Fakültesi
Bölümü	Finans ve Ticaret
Makale ve Bildiriler	
1. Niaman, Mohammad Asif– Aslan, Hakan. “Islamic Finance as an Alternative of Infrastructure Financing for Asian Landlocked Developing Countries”. Journal of Kocetepe Islamic Sciences 6/ Special Issue (October 2023), 38-63. https://doi.org/10.52637/kiid.1344609	