

T.C
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İSLAM İKTİSADI VE FİNANSİ ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

KAMU ALTYAPI YATIRIMLARININ
FİNANSMANINDA YENİLİKÇİ BİR MODEL:
GAYRİSAFİ YURT İÇİ HÂSILA'YA ENDEKSLİ
SUKUK

M. MURAT ÇOBANOĞLU
2502140129

TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. MEHMET SARAÇ

İSTANBUL - 2020

ÖZ

**KAMU ALTYAPI YATIRIMLARININ FİNANSMANINDA
YENİLİKÇİ BİR MODEL: GAYRİSAFİ YURT İÇİ HÂSILA'YA
ENDEKSLİ SUKUK**

M. Murat ÇOBANOĞLU

Küresel ölçekte belirli aralıklarla yaşanan iktisadi ve finansal krizler mevcut finansal sistemin sorgulanmasına yol açmaktadır. Yaşanan krizlerin hemen tamamı ekonomik aktörlerin yüksek oranda borçlanmasıyla doğrudan ya da dolaylı olarak ilişkilendirilmektedir. Borç krizlerinin kök sebebinin ise faiz olduğu kabul edilmektedir. Faize bağımlı ekonomik sistem finansal krizlerin tekrarını netice vermektedir.

İslam faizi her türüyle yasaklamış ve bu yasağı teorik düzeyde de olsa bugüne kadar devam ettirmiştir. İslam iktisadı ve finansı ise faize bağımlı olmayan bir ekonomik sistem tasarımını hedeflemektedir. Tez, kamu sektörü borçlanmasında faize bağımlılık olgusunu ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır. Bu amaçla farklı ve yenilikçi bir Sukuk tasarımı olduğu düşünülen İstisna' ve İleri Vadeli Kiralama akitlerine dayalı Gayrisafi Yurt İçi Hâsıla (GSYH)'ya endekli Sukuk ihracı tasarımı önerilmektedir. Finansmanın amacı ise kamu altyapı yatırımlarının finansmanı olarak belirlenmektedir.

Önerilen modelin kamu borcunun GSYH oranını otomatik dengeye kavuşturucu özelliğine vurgu yapılmakta ve İslami finasta fiyatlama unsuru olarak faiz oranlarının kullanılmasına yönelik eleştiriler bertaraf edilmektedir.

Türkiye'de kamu finansmanı amacıyla Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilen Sukuk (Kira Sertifikası) sertifikalarına ilişkin hukuki ve fıkhi değerlendirmelere de yer verilen tezde kamu Sukuk ihraçlarını düzenleyen yasal çerçevenin önerilen model açısından yeterli olduğu tespit edilmiştir. Senedin ikincil piyasası açısından yeterli likiditeyi sağlayacak tutarda ihraç edilecek GSYH'ye endekli Sukuk sertifikalarının Türkiye'yi İslami finans piyasalarında öncü bir konuma getireceği

değerlendirilmektedir. Ayrıca, önerilen modelin, enstrüman çeşitliliğinin artırılmasına ve yatırımcı tabanının genişletilmesine de katkı sağlayacağı öngörülmektedir.

Anahtar Kelimeler: İslami Finans, Sukuk, Altyapı Yatırımlarının Finansmanı, Gayrisafi Yurt İçi Hâsıla, Kamu Borç Yönetimi ve İstanbul Finans Merkezi Projesi.



ABSTRACT

**AN INNOVATIVE MODEL FOR FINANCING PUBLIC
INFRASTRUCTURE INVESTMENTS: GDP-LINKED SUKUK**

M. Murat ÇOBANOĞLU

Global economic and financial crises have been occurring periodically and it causes criticisms against the current financial system. Almost all crises have been related to high level of indebtedness of economic agents. Interest (Usury) has been acknowledged as the root cause of debt crises. The usury-based economic system has been leading the global economy to recurring financial crises.

Islam prohibits all kinds of usury and keeps this prohibition up till today in theory. Islamic economics and finance has been targeting interest-free economic system. The goal of this thesis is to remove usury-based public borrowing. To achieve this goal, a new and innovative Sukuk design which is based on Istisna and Forward Ijara contracts with GDP-linked periodic payments has been proposed in the thesis. The proposed model aims to finance public infrastructure investments.

It is stated that the proposed model would act like an automatic stabilizer on public debt to GDP ratio. In addition, the criticisms about using conventional interest rates for pricing Islamic financial instruments would be faded away by the help of this method.

The legal framework which enables Ministry of Treasury and Finance in Turkey to issue sovereign Sukuk has been reviewed and it is concluded that there is no need for amendment in the current legal framework to issue the proposed Sukuk certificates in this thesis. Issuance of a benchmark size GDP-linked Sukuk as proposed could locate Turkey as a pioneer in Islamic financial markets. Moreover, it is considered that the proposed model would help to diversify borrowing instruments and broaden the investor base.

Keywords: Islamic Finance, GDP-Linked Sukuk, Infrastructure Investments Financing, Public Debt Management and Istanbul Finance Center Project.

ÖNSÖZ

Borca dayalı ekonomi ve finans sisteminin belirli periyotlarla sürekli krizler ürettiği, bu krizlerden olumsuz olarak en çok etkilenen toplum kesiminin ise orta ve dar gelir grubuna mensup hanehalkları olduğu ekonomi ve finans yazınında çok sayıda çalışmayla gösterilmiştir. Küresel ekonomi ve finans sisteminin sağlamlığının borç ve faiz sarmalından kurtulup ortaklık ve kâr döngüsüne geçişine bağlı olduğu değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, İslam ekonomisinin faizin her türünü kesin bir şekilde yasaklamış olması ve ortaklık temelli iktisadi faaliyetleri teşvik ederek desteklemesinin küresel ekonomiye önemli katkılar sunabileceğine inanılmaktadır. İslam iktisadının imkânlarının realize edilmesi için öncelikle ekonomik sistemin faize bağımlılıktan kurtarılmasına ihtiyaç olduğu düşünülmektedir. Faize bağımlılıktan kurtulmak adına önemli bir adımın kamu finansmanında ex-ante bir faiz oranı yerine ex-post olarak belirlenen reel ekonomik göstergelerin kullanılması olduğu düşünülmektedir. Bu amacı gerçekleştirmek üzere kamu altyapı yatırımlarının finansmanını ekonomik büyümeyle ilişkilendiren Sukuk ihraçlarının sisteme entegre edilmesinin gerekli olduğuna inanılmaktadır.

Tezin hazırlanma sürecinde desteklerini esirgemeyen danışman hocam Prof. Dr. Mehmet SARAÇ'a teşekkürlerimi sunarım. Tez izleme jürimde yer alan ve olumlu katkılarıyla beni yönlendiren Doç Dr. Necmettin KIZILKAYA'ya minnettarım. Tezin tamamlanması konusunda beni sürekli motive eden babam Prof. Dr. Dursun ÇOBANOĞLU ile ablalarım Prof. Dr. Bengü ÇOBANOĞLU ŞİMŞEK ve Özlem ÇOBANOĞLU'na sonsuz teşekkür ederim. Üzerimde en büyük emeği olan ve emeklerinin karşılığını hiçbir zaman ödeyemeyeceğime inandığım, dua ve desteği ile her zaman yanımda olduğunu hissettiğim müşfik ve muhterem annem Hamiyet ÇOBANOĞLU'na müteşekkirim.

İstanbul, 2020

M. Murat ÇOBANOĞLU

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
TABLolar LİSTESİ.....	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	ix
GRAFİKLER LİSTESİ.....	x
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KAMU FİNANSMANI ARACI OLARAK SUKUK SERTİFİKALARI

1.1	Teorik Çerçeve.....	17
1.1.1	Konvansiyonel İktisat ve İslam İktisadı Açısından Faiz Kavramı	17
1.1.2	Faizin Gerekliliğine İlişkin Görüşler	21
1.1.3	Faizin Gerekliliği Argümanına Yönelik Eleştiriler	23
1.2	Kavramsal Çerçeve	30
1.2.1	Kamu Finansmanı.....	30
1.2.2	Sukuk Sertifikaları.....	31
1.2.3	Tarihi Gelişimi ve Küresel Sukuk Piyasalarına Bakış	34
1.2.4	İhraç Modelleri	36
1.3	Diğer Önemli Hususlar	56

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE KAMU SUKUK İHRACI TECRÜBESİ

2.1	Kamu Sektörünün Sukuk İhracı Çalışmaları.....	59
-----	---	----

2.1.1	4749 Sayılı Kanunun 7/A Maddesi.....	60
2.1.2	7/A Maddesinden Önceki Durum.....	61
2.1.3	7/A Maddesinin Analizi.....	64
2.1.4	Genel Değerlendirme.....	70
2.2	Kamu Sukuk İhraçlarının Değerlendirilmesi.....	71
2.2.1	Yurt Dışı Piyasalarda Gerçekleştirilen Kamu Sukuk İhraçları.....	73
2.2.2	Yurt İçi Piyasada Gerçekleştirilen Kamu Sukuk İhraçları.....	74
2.2.3	Kamu Sukuk İhraçlarının İslam Hukuku Açısından Değerlendirilmesi	84

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GSYH'YE ENDEKSLİ KAMU SUKUK İHRACI MODELİ ÖNERİSİ

3.1	Gerekçe ve Fayda Analizi	92
3.2	Türkiye’de Kamu Altyapı Yatırımları	94
3.3	Modelin Yapısı ve İşleyişi	98
3.4	Fiyatlama Metodu	105
3.4.1	Tanım ve Tarihsel Süreç.....	105
3.4.2	Literatür Taraması	106
3.4.3	Gerekçe ve Fayda Analizi.....	109
3.4.4	Riskler ve Zorluklar	112
3.4.5	Kamu Hazinesi Açısından Risklerin Değerlendirilmesi.....	114
3.4.6	Endeksleme Metodu	117
3.4.7	Değerlendirmeler.....	134
SONUÇ.....		137
KAYNAKÇA		141
EKLER.....		154
ÖZGEÇMİŞ.....		157

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1: Sukuk Modellerinin Tasnifi	57
Tablo 1.2: Aracı Bankalar Sıralaması (2018).....	58
Tablo 2.1: Kamu Sukuk İhracı Önündeki Engeller ve 7/A Maddesindeki Çözümler.....	65
Tablo 2.2: Kamu Sektörünün İlk Yurt Dışı Sukuk İhracı Bilgileri	71
Tablo 2.3: Kamu Sektörünün İlk Yurt İçi Sukuk İhracı Bilgileri	72
Tablo 2.4: Kamu Sektörünün Yurt Dışı Piyasalardaki Sukuk İhraçları	74
Tablo 2.5: Yurt İçi Piyasada İhraç Edilmiş Olan Sukuk Sertifikalarının Özellikleri.....	75
Tablo 2.6: Yurt İçi Piyasadaki Sabit Kira Ödemeli Sukuk İhraçları.....	76
Tablo 2.7: TÜFE'ye Endeksli Sukuk İhraçları (Eylül 2019 itibariyle).....	80
Tablo 2.8: Yurt İçi Piyasadaki Avro Cinsi Sukuk İhraçları	81
Tablo 2.9: Yurt İçi Piyasadaki Altına Dayalı Sukuk İhraçları	83
Tablo 3.1: Altyapı Yatırımlarının Sınıflandırılması.....	95
Tablo 3.2: GSYH'ye Endeksli Senet Tasarımına İlişkin Öneriler	119
Tablo 3.3: GSYH Verileri Açıklanma Takvimi	122
Tablo 3.4: 2011 Referans Yılı Endeks Değerleri	124
Tablo 3.5: Temsili Sukuk İhracı Ödeme Takvimi ve Endeks Değerleri.....	130
Tablo 3.6: Temsili Sukuk İhracı Kira Oranları	131
Tablo 3.7: TÜFE'ye Endeksli Sukuk ile GSYH'ye Endeksli Sukuk Karşılaştırması...132	
Tablo 3.8: TÜFE'ye Endeksli Tahvil ile GSYH'ye Endeksli Sukuk Karşılaştırması ..133	

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Tezin Teorik Çerçevesi ve Araştırma Evrenindeki Konumu	30
Şekil 1.2: İhraççı Kimliğine Göre Küresel Sukuk İhraçlarının Seyri (2010-2018).....	35
Şekil 1.3: Küresel Sukuk İhraçlarında Ülkelerin Payı (2018)	36
Şekil 1.4: Standart Bir Sukuk İhracının Aşamaları	37
Şekil 1.5: İcara Sukuk İhraç Aşaması.....	39
Şekil 1.6: İcara Sukuk Periyodik Nakit Akışları Aşaması.....	40
Şekil 1.7: İcara Sukuk İtfa Aşaması	41
Şekil 1.8: Murabaha Sukuk İhraç Modeli.....	43
Şekil 1.9: Müşareke Sukuk İhraç Modeli	46
Şekil 1.10: Mudaraba Sukuk İhraç Modeli.....	48
Şekil 1.11: İstisna' Sukuk İhraç Modeli	51
Şekil 1.12: Selem Sukuk İhraç Modeli	54
Şekil 3.1: Sukuk İhraç Aşaması.....	100
Şekil 3.2: Periyodik Nakit Akımları Aşaması (İleri Vadeli Kiralama Akdi)	101
Şekil 3.3: İtfa Aşaması.....	102

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 3.1: Nominal GSYH Endeksi (Çeyreklik Frekans)	125
Grafik 3.2: Günlük Referans Endeks Değerleri (01.01.2016-31.12.2019).....	129



KISALTMALAR LİSTESİ

AAOIFI	: İslami Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
bkz.	: Bakınız
BOE	: İngiltere Merkez Bankası
ex-ante	: olaydan önce
ex-post	: olaydan sonra
GSYH	: Gayrisafi Yurt İçi Hâsıla
HMB	: Hazine ve Maliye Bakanlığı
HMVKŞ	: Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi
IFN	: İslami Finans Haberleri
IFSB	: İslami Finansal Hizmetler Kurulu
IIFM	: Uluslararası İslami Finans Piyasaları
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İFGM	: İslami Fiyatlama Gösterge Modeli
İKÖ	: İslam Konferansı Örgütü
İVKA	: İleri Vadeli Kiralama Akdi
LIBOR	: Londra Bankalararası Faiz Oranı
ÖAŞ	: Özel Amaçlı Şirket
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
t.y.	: tarih yok
TL	: Türk Lirası
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
v.d.	: ve diğerleri
VKŞ	: Varlık Kiralama Şirket(ler)i
YBFÜ	: Yüksek Borçlu Fakir Ülkeler

GİRİŞ

Amerika Birleşik Devletleri (ABD) menşeli olarak 2007 yılında başlayan ve takip eden yıllarda dünya geneline yayılarak küresel bir mahiyet kazanan finansal kriz borç konusunu yeniden ekonomi politiğin ve akademinin gündemine getirmiştir. Hanehalkı borçluluğun yüksek seviyelere ulaşması krizin temel sebebi olarak görülmüş; borç geri ödemelerindeki problemler ve türev ürün kullanımındaki aşırılık nedeniyle kriz bankacılık sektörüne sıçramıştır. Bankaların kurtarılması için kamu kaynakları kullanılmış ve özel sektörün borcu kamu borcu halini almıştır. Yaşanan bu sürece bazı ülkelerin kamu borcunun da yüksek oluşu eklenince borç krizi küresel ekonomiyi derinden etkilemiş, işsizlik oranları dünya genelinde artmış, sosyal krizler ortaya çıkmış ve trilyonlarca ABD Doları tutarında maliyet oluşmuştur.

Yaşanan bu süreç dikkatle incelendiğinde sorunun ekonomilerin faize bağımlı ve kredilere dayalı yapısından kaynaklandığı değerlendirilmektedir. Adil risk paylaşımının sağlanamadığı faize ve krediye dayalı ekonomik sistemlerin sürekli finansal krizler üretmeleri nedeniyle faize bağımlı olarak artan borç yükünün ülkelerin kamu borç otoriteleri tarafından ciddiyetle ele alınması zorunluluğunu ortaya koymuştur.

Kamu finansmanı kavram olarak kamu sektörünün borç ve nakit yönetimini ifade etmektedir. Borcun etkili ve etkin yönetilmesi küresel iş çevrimlerinin kaçınılmaz olarak ürettikleri kriz dönemlerinde ülke ekonomileri için kırılğanlığı azaltıcı önemli bir politika konumundadır. Etkili ve etkin kamu borç yönetimi; finansal araç ve yöntemlerin çeşitliliği, aktif risk yönetimi, zamanın ruhuna uygun stratejik hamleler gibi birçok uygulamaya bağlı olarak gerçekleştirilebilmektedir.

Türkiye’de kamu borcunun yönetimi Hazine ve Maliye Bakanlığı (Kamu Hazinesi) tarafından gerçekleştirilmektedir. Bakanlık tarafından kamu borç yönetiminin stratejik hedefleri arasında borçlanma araçlarının çeşitlendirilmesi ve yatırımcı tabanının genişletilmesi de sayılmaktadır. Bu kapsamda, 2012 yılında Kamu Hazinesi tarafından yurt dışı ve yurt içi piyasalarda Sukuk sertifikası ihraçları gerçekleştirilmiştir.

Sukuk sertifikalarının, İslam ticaret hukukunun esaslarına göre tasarlanmış finansman araçları olarak tarif edilmesi mümkündür. Özellikle dış borçlanmalarda, göreceli olarak küresel finansal krizden daha az etkilenen, Asya ve Orta Doğu piyasalarına erişim sağlanmıştır. Kamu Hazinesi tarafından gerçekleştirilen Sukuk ihraçlarında tercih edilegelen model İcara (Kiralama) Sukuk modeli olurken kira ödemelerinde farklı usullerin kullanıldığı gözlenmektedir. Bu kapsamda, Kamu Hazinesi tarafından gerçekleştirilen Sukuk ihraçlarında sabit oran, altına ve TÜFE'ye endeksli kira ödeme usulleri kullanılmıştır.

Kamunun Sukuk ihraçlarının Türkiye'de İslami sermaye piyasalarının gelişimine önemli katkısı olmuştur. Bununla birlikte, şimdiye kadar gerçekleştirilen kamu Sukuk ihraçlarına yönelik eleştirilerin varlığı da yadsınamaz bir gerçektir. Söz konusu eleştirileri; İslam hukukuna uygunluk, fiyatlama usulünde piyasa faizine bağımlılık ve reel ekonomik aktiviteye katkı başlıkları altında özetlemek mümkündür.

Sukuk ihraçlarına yönelik eleştirilerin de dikkate alınarak piyasalara yeni Sukuk modellerinin Kamu Hazinesi tarafından ihraç edilmesinin, hem kamu borç yönetiminin etkinleştirilmesini sağlayacağı hem de Türkiye'yi İslami finans uygulamaları açısından dünyadaki diğer ülkelerden farklılaştıracağı düşünülmektedir. Bu amaçla tez, Kamu Hazinesi için yeni bir Sukuk tasarımı önermektedir. Söz konusu Sukuk önerisi, üç farklı boyutta yenilik içermektedir. Bu boyutlar ihracın amacı, kullanılan İslami akitler ve fiyatlama metodudur. Önerilen modelde, ihracın amacı bütçe finansmanından kamu altyapı yatırımlarının finansmanına kaydırılmakta, melez bir İslami akit olan İleri Vadeli Kiralama Akdi (İVKA) ile İstisna' akitleri kullanılmakta ve fiyatlama metodu olarak nominal Gayrisafi Yurt İçi Hasıla (GSYH) endeksi esas alınmaktadır.

Tezin yeni bir model tasarımı önermesindeki amaç, piyasa faizine bağımlı olmadan da kamu Sukuk sertifikalarının fiyatlanabileceğinin gösterilmesidir. Bu amaca ulaşmak üzere test edilecek hipotez (H) şu şekildedir:

H: Kamu Hazinesi, kamu altyapı projelerini piyasa faizine bağımlı olmayan Sukuk sertifikası ihracıyla finanse edebilir.

Bu hipotezi detaylandıran iki alt hipotez ise şunlardır:

H1: GSYH'ye endeksli Sukuk ihraçları, mevcut kamu Sukuk ihraçlarının fiyatlama metotlarına nazaran İslami finansın temel ilkelerine ve risk paylaşımı esasına çok daha uyumludur.

H2: Kamu Hazinesi'nin GSYH'ye endeksli Sukuk ihraç etmesi mevcut kamu borç yönetimi yasal çerçevesi içerisinde mümkün olup ilave bir mevzuat değişikliğine gerek yoktur.

Tezde ele alınan konuyu ve test etmeye çalışılan hipotezi incelerken öncelikle literatür değerlendirmesine yer verilmesi uygun görülmektedir. Bu sayede, inceleme konusu olan Sukuk sertifikaları hakkında mevcut yazın gözden geçirilerek tezin kavramsal ve teorik çerçevesi oluşturulabilecektir. Literatür taraması yapılırken tezin konusu dışında kalan İslami bankacılık ve hisse senedi piyasaları ile ilgili yazın kapsama alınmamıştır.

Literatür taramasına Sukuk kavramının tanımıyla başlamak gerekmektedir. Arapça bir kelime olan Sukuk, “Sakk” kelimesinin çoğulu olarak sertifikalar anlamına gelmektedir (Ayub, 2007). Sukuk kavramının tanımına ilişkin literatür incelendiğinde İslami Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (AAOIFI) ve İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB) tarafından yapılan tanımların genel kabul gördüğü anlaşılmaktadır. AAOIFI (2003: 298) tarafından yapılan tanıma göre ihraç edildikten sonra eşit değerleri temsil eden; ihraçları sonucu elde edilen gelirlerin önceden planlandığı gibi yatırıma yönlendirildiği ve bu yatırımların türüne göre çeşitli haklar ve payların temsil edildiği, bir projede veya özel bir yatırım faaliyetinde ortaklık hakkı veren sertifikalar Sukuk olarak adlandırılmaktadır. IFSB (2009: 3) ise her bir Sakk sertifikasının oransal olarak bir varlık veya varlık havuzu üzerinde ya da bir girişim sermayesi ortaklığında bölünemez nitelikte bir hak sahipliği sertifikasını gösterdiğini kaydetmektedir.

Konvansiyonel finanstaki tahvil benzeri bir mekanizmaya sahip olan Sukuk, modern İslami finans alanında sermaye piyasalarında ihraç edilen sertifikaları ifade etmektedir. Modern anlamı ile ele alınacak olursa ilk Sukuk ihraçlarının 21.yy son

çeyreğinde piyasalarda ihraç edilmeye başlandığı kabul edilmektedir (Bayındır, 2015: 99). Bir borçlanma ve finansman aracı olarak işlevselliği açısından değerlendirildiğinde ise Sukuk sertifikalarının tarihi kökleri Hz. Ömer dönemine kadar uzanmaktadır. Kallek (2018: 57), ilk resmi mühürlü Sukuk sertifikalarının Hz. Ömer döneminde çıkarılan ve gıda malları üzerindeki hakkı gösteren istihkak belgeleri olduğunu belirtmektedir. Çizakça (2018), Osmanlı İmparatorluğu döneminde Sukuk benzeri Esham sertifikalarının 1775 yılından itibaren kullanılmaya başlandığını tespit etmekte ve eshamların vergi gelirlerinin menkul kıymetleştirilmesine dayalı bir enstrüman olduğunu belirtmektedir. Klasik İslam Ticaret Hukuku'na ilişkin yazın incelendiğinde Sakk-al-Badai olarak tanımlanan ve karşılığında mal alım hakkı tanıyan sertifikaların memur maaşlarının ödenmesi amacıyla kullanıldığına rastlamak mümkündür (Clifford Chance LLP, 2009: 9). Tez, modern anlamı ile sermaye piyasalarından finansman sağlanması amacıyla ihraç edilen Sukuk sertifikalarını incelemektedir.

İslami finans konusunun modern uygulamalarının yer aldığı temel kaynakların başında yer alan Usmani (1998), sermaye piyasalarını da dâhil edecek şekilde Sukuk çeşitlerini açıklamaktadır. Eserde (Usmani, 1998), İslam Ticaret Hukuku kapsamında uygulanabilecek sözleşmelere ve bunların öz ve şekil bakımından taşınması gereken şartlara yer verilmektedir. Tezin Birinci Bölümü'nde yer verilen Sukuk modellerine ilişkin olarak Usmani (1998), bu modellerin tamamının İslami gayelere ve kurallara uygun şekilde tasarlanması gereğini ifade etmektedir. İslami finansın ayırt edici özelliğinin varlığa dayalı olarak gerçek işlemlerin yapılması olduğuna dikkat çekilen eserde, sanal değer oluşturarak finansal kazançlar sağlamanın İslami finansın amacı olamayacağı vurgulanmaktadır (Usmani, 1998: 12).

Sukuk yazını incelendiğinde, Sukuk sertifikalarının varlığa dayalı (asset-backed) ya da varlık temelli (asset-based) olarak sınıflandırıldığı gözlenmektedir. Zolfaghari (2017) varlığa dayalı Sukuk ihraçlarının öz sermaye finansmanı sayılabileceğini buna karşın varlık temelli Sukuk ihraçlarının bir nevi menkul kıymetleştirme işlemi (seküritizasyon) olduğunu belirtmektedir. Varlık temelli Sukuk ihraçlarında yatırımcılar,

ÖAŞ tarafından satın alınan ve daha sonra kiraya verilmek üzere ÖAŞ hesaplarında tutulan varlık portföyünün sahibi hükmündedir. Ancak, varlık temelli ve varlığa dayalı Sukuk ihraçlarını birbirinden ayırtıran temel hususların, Sukuk sertifikalarının itfasının gerçekleştirilme yöntemi ve yatırımcıların Sukuk sahibi olmakla riskleri paylaşp paylaşmamaları olduğu vurgulanmaktadır. Varlığa dayalı Sukuk ihraçlarında itfa süreci varlıkların piyasaya satılması ve piyasada oluşan fiyat çerçevesinde gerçekleştirilirken, varlık temelli Sukuk sertifikalarının itfası varlık portföyünün ilk sahibi olan borçlanıcı kuruluşa alış fiyatı üzerinden satılması suretiyle itmam olunmaktadır (Zolfaghari, 2017: 9-11). Varlık temelli Sukuk sertifikalarının itfasında yatırımcıların piyasa riskini üstlenmemesi ve bu riskin borçlanıcının üzerinde kalması nedeniyle bu tarz ihraçların konvansiyonel borçlanma aracı olan tahvillere benzediği görülmektedir. Patika bağımlılığın bir sonucu olduğu düşünülen söz konusu durumun, borçlanıcının iflas ederek temerrüde düşmesi durumunda da ortaya çıktığı gözlenmektedir. Varlığa dayalı Sukuk ihraçlarında temerrüt durumunda yatırımcılar varlıkları piyasada satarak zararlarını kapatmak yoluna giderken varlık temelli Sukuk ihraçlarında yatırımcıların varlıkları borçlanıcıya alış fiyatı üzerinden satma hakkı bulunmaktadır. Söz konusu hak, ihraç anında borçlanıcı ile ÖAŞ arasında imzalanması şart koşulan Geri Alım Taahhütnamesi (Purchase Undertaking Agreement) ile sağlanmaktadır.

Literatürde Sukuk piyasalarındaki gelişmeleri açıklayan çalışmalar da bulunmaktadır. Jobst, Kunzel, Mills ve Sy (2008), Sukuk piyasasının sermaye piyasalarının en hızlı büyüyen segmenti olduğunu ifade etmektedir. İlgili çalışmada, Sukuk sertifikalarının gelişmekte olan ülkeler ve Körfez ülkeleri açısından uzun vadeli finansmana erişim imkânı sağlayabileceği ve altyapı yatırımlarının finansmanında kullanılabileceği vurgulanmaktadır. Kısa vadeli Sukuk sertifikası ihraçlarının da para piyasası işlemleri ve ikincil piyasa likiditesi açısından gerekli olduğu belirtilen makalede Sukuk piyasalarının küresel krize rağmen büyüme kaydettiğine dikkat çekilmektedir (Jobst v.d., 2008). Sukuk piyasaları için görece erken bir dönemde ve küresel finans krizinin ortasında, Sukuk sertifikalarının altyapı finansmanı amacıyla kullanılmasına yönelik atfı ve piyasanın büyümesinin önemli ölçüde ikincil piyasa likiditesine bağlı

olmasını belirtmesi itibariyle bahse konu makalenin yazına katkı sunduğu değerlendirilmektedir. Kusuma ve Silva (2014) Sukuk piyasaları sayesinde hem ihraççı ülkelerin hem de şirketlerin finansman kaynaklarını çeşitlendirme imkânına kavuşmasının ve ulaşılabilir fon büyüklüğünün artmasının mümkün olduğunu dile getirmektedir. Özellikle Orta Doğu ve Asya ülkelerinde gelişmeye başlayan Sukuk piyasalarının konvansiyonel finans piyasalarına ek bir yatırımcı kitlesi bulunmaktadır. Sukuk piyasalarının cazibesinin, ihraççı ülkeler ve şirketler (arz kesimi) açısından yatırımcı tabanını genişletme ve finansman kaynağını çeşitlendirme olanağı; yatırımcılar (talep kesimi) açısından ise yeni bir varlık sınıfı ve risk yönetimi aracı sunması dolayısıyla artmakta olduğu düşünülmektedir.

Sukuk sertifikalarının geleneksel finans teorisi açısından değerlendirilmesine, tahvil ile karşılaştırılmasına ve hisse senetleriyle etkileşimine ilişkin çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalarla Sukuk sertifikalarının finans teorisi ve finansal piyasalar içerisindeki konumunun tespit edilmesi amaçlanmaktadır.

Sukuk sertifikalarının geleneksel finans teorisi açısından değerlendirilmesini konu edinen çalışmalarda bu sertifikalara yatırım yapmanın bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından portföy farklılaştırması sağlayıp sağlamadığı ve şirketlerin Sukuk ihracı ile finansmanı tercih etmesinin finansman maliyetleri üzerindeki etkilerinin incelendiği gözlenmektedir (Paltrinieri v.d., 2019).

Çakır ve Raei (2007), görece erken bir tarihte, Sukuk sertifikaları ile Eurotahvillerin¹ riske maruz değer (value-at-risk)² yöntemi kapsamında karşılaştırmasını yaptıkları çalışmada, kamu kesimi tarafından ihraç edilen Sukuk sertifikalarını esas almaktadırlar. Çalışmanın piyasadaki Sukuk ihraçlarının sayıca az ve zaman serisi olarak yeterli uzunlukta olmaması kısıtları altında gerçekleştirildiği belirtilmektedir. Çalışmaya

¹ Eurotahvil, ihracı yapan ülkenin ulusal para birimi dışındaki bir döviz cinsinden, bir banka veya sendikasyon tarafından birden fazla ülkede eşanlı olarak ihraç edilen, genellikle hamiline kayıtlı tahvillerdir (Buket, 2009: 38).

² Riske Maruz Değer Yöntemi, “belirli bir zaman aralığında ve belirli bir olasılık düzeyinde, beklenen maksimum zararın parasal olarak ifade edilebilmesi için geliştirilen bir yöntemdir” (Türker, 2009: 5).

hem Sukuk hem de küresel piyasalarda Eurotahvil ihraç eden Malezya, Pakistan, Katar ve Bahreyn dâhil edilmiştir. Verilerin 2007 yılı Haziran ayı itibarıyla sonlandırıldığı analizde ilgili ülkelerin ihraç ettikleri Sukuk sertifikaları ile Eurotahvillerin yatırımcı portföyündeki etkileri karşılaştırılmaktadır. Sonuç olarak, yatırımcıların belirli bir ülkenin Eurotahvillerine yatırım yapması durumunda aynı ülke tarafından ihraç edilen Sukuk sertifikalarının da portföylerine dâhil etmesinin yatırım portföyünün riske maruz değerini düşürdüğü tespit edilmiştir. Çakır ve Raei (2007) söz konusu etkiyi Sukuk sertifikalarının fiyat dinamiğinin konvansiyonel tahvillerden farklı olmasına bağlamakta ve bu nedenle Sukuk sertifikalarının tahvillerden farklı bir yatırım aracı olduğunu iddia etmektedir.

Naifar, Mroua ve Bahloul (2017) ise Sukuk sertifikalarının geleneksel tahvillerden farklı olup olmadığını bölgesel ve küresel ekonomik ve finansal belirsizliklerin ilgili enstrümanların getirileri üzerindeki etkilerini inceleyerek açıklamaya çalışmaktadırlar. Kantil regresyon metodu ile Sukuk ve tahvil getirilerinin incelendiği çalışmada, 2010 yılı Ocak ayı ile 2014 yılı Aralık ayı arasındaki dönem verileri esas alınmıştır. Sukuk getirilerini temsilen Dow Jones Sukuk Endeksi, konvansiyonel tahvilleri temsilen ise Dow Jones Asya Tahvil Endeksi kullanılmıştır. Çalışma örnek ülke olarak Malezya'yı da incelemekte ve Malezya Sukuk Endeksi ile Tahvil Endeksi verilerini de içermektedir. Çalışmada Sukuk getirilerinin tahvil getirilerine göre bölgesel ve küresel makroekonomik ve finansal belirsizliklerden daha az etkilendiği, buna karşın finansal piyasaların negatif seyir izlediği dönemlerde Sukuk getirilerindeki değişimin de nedensellik ilişkisini gösterdiği tespit edilmiştir. Sonuç olarak, Sukuk ve tahvil getirilerinin belirsizlik dönemlerinde farklı dinamiklerle hareket ettiği belirtilmekte ve Sukuk sertifikalarının tahvillerin ikamesi olmaktan çok tamamlayıcısı olarak değerlendirilmesi önerilmektedir.

Sukuk sertifikalarının finansal piyasalardaki dalgalanma dönemlerinde daha istikrarlı bir yatırım aracı olup olmadığı konusu Kenourios, Naifar ve Dimitrou (2016) tarafından incelenmiştir. Makalede son küresel finansal krizin ve Avrupa'daki kamu borç krizinin İslami hisse senedi ve Sukuk piyasalarına etkisini tespit etmek amacıyla MSCI İslami Hisse Senedi Endeksi ve Dow Jones Sukuk Endeksi verileri kullanılmıştır. Yayılma

etkisini (contagion effect) analiz etmek için çeşitli finansal ekonometri modellerinden istifade edilmiştir. Nihai olarak, İslami sermaye piyasalarının finansal kriz ve borç krizinin olumsuz etkilerine karşı daha dayanıklı olduğu tespit edilerek İslami finansal varlıkların konvansiyonel finansal varlıklardan ayrıştığına dikkat çekilmiş ve yatırımcılar açısından bu durumun son derece önemli avantajlar doğurabileceği aktarılmıştır (Kenourios v.d., 2016).

Sukuk sertifikalarının geleneksel tahvillerden farklı bir yapıda olduğunu gösteren çalışmalardan kayda değer birisi de Bhuiyan, Rahman, Saiti, ve Ghani (2019) tarafından yapılmıştır. Söz konusu çalışmada, Sukuk endeksi ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tahvil endekslerinin kısa ve uzun vade içerisinde birlikte hareket etme anlamındaki ilişkisi ve eğer ilişki varsa öncül-ardıl ilişkisinin tespiti amaçlanmıştır. Dalgacık (wavelet) yöntemi ile 2010-2015 dönemindeki endeks getirileri kullanılarak yapılan analizin sonucunda Sukuk ve gelişmiş ülke tahvil endeksleri arasında öncül-ardıl ilişkisi tespit edilememiş ve gelişmiş ülke piyasalarının Sukuk piyasaları üzerinde etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Çalışmada ayrıca küresel finasta lider ülke konumunda olan ABD'nin Sukuk piyasalarında başat bir rolü olmadığı gösterilmiştir. ABD menşeli bir finansal krizden Sukuk piyasalarının daha az etkilenmesinin beklendiği ifade edilmiştir (Bhuiyan v.d., 2019).

Sukuk sertifikalarının küresel konvansiyonel ve İslami hisse senedi piyasaları ile etkileşimini inceleyen Balcılar, Çerçi ve Demirer (2016) de Sukuk sertifikalarının portföy çeşitlendirmesine katkı sağladığını tespit etmiştir. Çalışmada, tamamen gelişmiş ülke hisse senetleri, gelişmekte olan ülke hisse senetleri ve her iki gruptan oluşan karma hisse senedi portföyleri gösterge alınarak Sukuk sertifikalarının portföylere eklenmesiyle portföyün risk ve getiri değişimi test edilmiştir. Dinamik portföy analizi çerçevesinde İslami hisse senetlerinden oluşan bir portföy de teste dâhil edilmiştir. Analize göre Sukuk sertifikalarının küresel konvansiyonel piyasalardaki şok ve dalgalanmalardan etkilendiği ortaya konulmuştur. Ancak, küresel konvansiyonel borç piyasaları kaynaklı dalgalanmalar Sukuk getirilerini tersi yönde etkilerken, küresel hisse senedi piyasası

kaynaklı şokların Sukuk getirilerini aynı yönlü etkilediği gözlenmiştir (Balcılar v.d., 2016: 672). Küresel konvansiyonel borç piyasalarındaki getiri dinamiği ile Sukuk getirilerinin ters yönlü ilişkisinin Sukuk piyasalarının ayrı bir yatırım segmenti oluşturduğuna işaret ettiği belirtilmektedir. Ayrıca, konvansiyonel hisse senetlerinden oluşan bir portföy için Sukuk sertifikalarının konvansiyonel tahvillere kıyasla daha etkin bir portföy çeşitlendirmesine sebep olduğu da tespit edilmiştir.

Sukuk yatırımcılarının genellikle al-tut (buy and hold) tipi yatırımcılar olmasının Sukuk sertifikalarının portföy çeşitlendirme özelliğine bir engel teşkil edip etmediğini analiz eden Najeeb, Bacha ve Masih (2017) dalgacık yöntemi ile Malezya ve Körfez ülkeleri Sukuk sertifikalarını incelemişlerdir. Çalışmada Malezya kamu Sukuk getirileri ile Körfez Sukuk getirilerinin korelasyonu uluslararası bir portföy için Sukuk sertifikalarının çeşitlendirme fırsatı sunup sunmadığını anlamak için kullanılırken, yurt içi portföy çeşitlendirme fırsatı Malezya özelinde ülkenin kamu Sukuk ihraçları ile şirketler kesimi Sukuk ihraçlarının getirilerinin korelasyonunun incelenmesi ile ortaya konulmuştur. Çalışmada, Sukuk sertifikalarının bir ülkenin ulusal para birimi cinsi ile ihraç edilmesi durumunda uluslararası piyasalarla düşük korelasyona sahip olduğu ve bu nedenle farklı yatırımı elde tutma dönemleri için uluslararası yatırım portföylerinde çeşitlendirme fırsatı sunduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte, ülkelerin yabancı para cinsinden Sukuk ihraçlarının küresel piyasalarla korelasyonunun yüksek olduğu ve bu yatırımları uzun süre elde tutan yatırımcılar için portföy çeşitlendirme imkânı sunmadığı ortaya konulmuştur.

Sukuk sertifikalarının geleneksel tahvillerden farklı bir varlık segmenti olduğunu ve finansal varlık portföylerine Sukuk sertifikalarının eklenmesinin portföy çeşitliliği sağladığını gösteren yazın giderek artmaktadır. Yatırımcılar açısından Sukuk sertifikasının cazibesini artıran bu durumun ardından ihraççılar açısından Sukuk sertifikalarının tercih edilmesinin gerekçelerine odaklanmak gerektiği düşünülmektedir. Bu sayede, Sukuk sertifikaları için hem talep hem de arz dinamiklerinin daha iyi kavranabileceği değerlendirilmektedir.

Şirketler kesiminin Sukuk ihraçlarına ilişkin olarak Malezya'daki durumu inceleyen Mohamed, Masih ve Bacha (2015), 2000-2012 döneminde ihraç edilmiş olan 120 seri konvansiyonel tahvil ile 80 seri Sukuk ihraç verilerini kullanarak şirketlerin tahvil ile Sukuk ihraç tercihlerinin nasıl şekillendiğini tespit etmeye çalışmıştır. Şirketler kesiminde Sukuk ihraçlarının görece olarak küçük ölçekli ancak büyüme potansiyeli yüksek olan firmalar tarafından tercih edildiği sonucuna ulaşılan makalede, bu firmaların Sukuk ihraç ederken finans teorisinin Ödünleşme Kuramı³ (Denge Teorisi) kapsamında karar verdikleri güçlü bir şekilde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Nagano (2016) ise 2001-2013 dönemini içeren çalışmasında Malezya, Suudi Arabistan, Endonezya ve Birleşik Arap Emirlikleri menşeli şirketler kesimi Sukuk ihraçlarını incelemiştir. İncelemenin sonuçlarına göre şirketler düşük finansal kısıtlamalara sahip olduklarında ve kendi hisse senedi fiyatları olması gerekenden daha düşük seviyelerde (undervalued) alım satıma konu edildiğine Sukuk ihracını tercih etmektedir. Klein ve Weill (2016) ise ahlaki riziko ve ters seçim problemlerinin yüksek olduğu durumlarda şirketlerin Sukuk ihraç etme eğiliminde olduklarını belirttikleri çalışmalarında Sukuk alanındaki düzenlemelere önem verilmesi gerektiğini vurgulamaktadır.

Kamu sektörü Sukuk ihraçlarında ihraççı ülkelerin yeni piyasalara erişimi, bütçe ve altyapı finansmanını amaçladıkları değerlendirilmektedir. Ayrıca, ülkelerin yurt içi İslami finans piyasalarını geliştirmek ve diğer potansiyel ihraççılar için gösterge getiri eğrisi oluşturmak amacıyla da Sukuk ihracı gerçekleştirdikleri gözlenmektedir (Wedderburn-Day, 2010). Kamu sektörünün Sukuk ihraç etmesi birçok açıdan önem arz etmektedir. Kamu tarafından yerli para birimi cinsinden ihraç edilen Sukuk sertifikalarıyla, tıpkı tahviller gibi risksiz varlık sınıfı olarak kabul edilmesine bağlı olarak, yurt içi borçlanma piyasalarında diğer finansal varlıkların fiyatlanabilmesini temin eden Sukuk getiri eğrisinin oluşturulması sağlanmaktadır. Kamu Sukuk getiri eğrisinin oluşması, ülke içerisindeki kamu dışı kesimin de Sukuk ihraç etmesini cesaretlendirici bir

³ Ödünleşme Kuramı, şirketlerin en uygun sermaye yapılarını belirlerken borç ve öz sermaye arasındaki tercihlerini açıklamaya çalışmaktadır. Kurama göre, borç kullanıp kullanmama kararında borcun marjinal maliyeti ile marjinal faydasını dikkate alınmaktadır. Borcun marjinal faydasının marjinal maliyetine eşit olduğu noktada borç kullanıldığı ifade edilmektedir (Gülşen ve Ülkütaş, 2012: 50).

adım olmakta ve yurt içi Sukuk piyasalarının gelişimine katkı sunmaktadır. Kamu Sukuk sertifikaları, İslami bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçları için teminat olarak kullanılabilmesi sayesinde İslami para piyasalarını da canlandırmaktadır (Çobanoğlu, 2016).

Sukuk sertifikalarının finansal piyasalar içindeki konumuna ilişkin yazında yatırımcıların inanç durumlarının bu sertifikalara yönelik talepte etkisinin olup olmadığı da incelenmektedir. İnançların ve diğer davranışsal kalıpların finansal piyasalardaki fiyat oluşumuna etki edebileceğine yönelik çeşitli araştırmalar bulunmaktadır. İnançların bazı yatırım araçlarına olan talepte getiri beklentisini geride bırakabileceği ve bu nedenle arzı sınırlı olan bu araçlara yönelik talebin fiyatlar üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturarak piyasadaki diğer varlıkların fiyatlarını getiri beklentisine göre şekillendirebileceği belirtilmektedir (Fama ve French, 2007). Shafron (2019) çalışmasında Fama ve French (2007)'de ulaşılan sonuçları test etmek üzere Malezya sermaye piyasalarında 2005-2013 döneminde ihraç edilmiş olan tahvil ve Sukuk sertifikalarının fiyat hareketlerini ve yatırımcı tercihlerinin bu varlıkların fiyatlarını nasıl etkilediğini incelemiştir. Analizin sonuçları Fama ve French (2007)'yi doğrular şekilde İslami hassasiyet taşıyan yatırımcıların Sukuk sertifikalarına yönelik ilgisinin bu hassasiyeti taşımayan yatırımcılara göre daha yüksek olduğunu ve konvansiyonel tahvillerdeki arz fazlasının bu tahvillerin fiyatını düşürerek getirisinin artmasını netice verdiğini ortaya koymuştur. Sukuk sertifikalarına yönelik talep konusunda İslami hassasiyetlerin etkili olduğunu gösteren bir diğer çalışma da Klein, Turk ve Weill (2017) tarafından yapılmıştır. Makalede Sukuk ve tahvil ihraçlarının hisse senedi piyasalarında oluşturduğu etki Malezya ölçeğinde 2000-2013 dönemi için incelenmiştir. Dindarlık etkisinin araştırıldığı çalışmada, hisse senedi piyasalarının Ramazan aylarında gerçekleştirilen Sukuk ihraçlarına pozitif tepki verdiği tespit edilmiştir. İslami hassasiyetlerin Sukuk sertifikaları ihraçlarında etkili olmasının beklenen bir sonuç olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte, gerek Klein, Turk ve Weill (2017) gerekse de Shafron (2019) çalışmaları Malezya piyasasını incelemektedir. Malezya'daki Sukuk ihraçlarına yönelik fıkhi eleştiriler İslami hassasiyetleri yüksek olan yatırımcıları bu piyasadan uzak durmaya sevk etmektedir.

Diğer bir ifadeyle, dindarlık özelliğinin Sukuk sertifikalarına olan talep üzerindeki etkisinin burada atıf yapılan çalışmaların bulgularına göre daha kuvvetli olmasının da söz konusu olabileceği düşünülmektedir.

Sukuk yatırımcıları ve ihraççıları açısından finansal piyasalardaki durumun analizine ilişkin yazın yukarıda belirtilenlerle sınırlı olmamakla birlikte çalışmalarda ulaşılan sonuçlar ve tespit edilen önemli unsurlar mümkün olduğunca ele alınmıştır. Tezin konusu itibariyle Sukuk sertifikalarının altyapı yatırımları ve proje finansmanı amacıyla ihraç edilmesine ilişkin literatürün de değerlendirilmesi gerekmektedir. İslami finans amaç ve gayesi itibariyle altyapı ve proje finansmanına doğal bir uygunluk arz etmektedir. İslami finasta risk paylaşımının esas alınması ve finansman işlemlerin reel ekonomik katma değer oluşturması amacıyla gerçekleştirilmesi, her iki özelliğe de sahip olan altyapı ve proje finansmanları için Sukuk ihraçlarının kullanılmasını mümkün kılmaktadır (The World Bank, 2017: 22). Dünya uygulamaları incelendiğinde çeşitli Sukuk ihraç modellerine dayanılarak gerçekleştirilmiş önemli miktarda proje ve altyapı finansmanı bulunmaktadır. Söz konusu uygulamalarda İstisna', Müşareke, Murabaha ve Mudaraba akitlerine dayalı Sukuk ihraçlarının sıklıkla kullanıldığı gözlenmektedir. Sukuk ihracı ve diğer İslami finans metotlarının kamu-özel işbirliği projelerinde uygulanmasına ilişkin örnekler de bulunmaktadır (bkz. The World Bank 2017: 39). West (2013), doğal kaynaklara dayalı enerji projelerinin finansmanının Sukuk ihracı ile gerçekleştirilmesine örnek teşkil edecek İslami kurallara uygun bir model önermektedir. Modelde İstisna' akdine yer verilmekte ve uzun vadeli projeler için İstisna' metodunun uygun olduğuna değinilmektedir. S&P (2009) tarafından yayınlanan raporda İslami proje finansmanının arzu edilen şekilde daha aktif kullanılabilmesi için proje finansmanına ilişkin dokümantasyonda netlik, işlemlerde basitlik, Sukuk sertifikalarının ikincil piyasa likiditesinde artış ve İslam hukuku konusunda görüş birliği sağlanmasının önemine vurgu yapılmaktadır.

Sukuk yazınının önemli bir kısmı ise mevcut uygulamalara yönelik eleştiriler, hâlihazırdaki problemler ve ideal bir yapıya ulaşılması önündeki zorluklara ilişkindir.

Sukuk sertifikalarına yönelik eleştirilerin neredeyse tamamı fıkhi mevzular üzerine yoğunlaşmaktadır. Patika bağımlılığı ve varlık temelli Sukuk ihraçlarının fıkhi eleştirilerin omurgasını oluşturduğu düşünülmektedir. Yeni gelişen finansal piyasaların kurulum aşamasındaki ayarlarının ya da uygulamalarının kolaylıkla terkedilemeyeceğini ve söz konusu piyasanın bu minval üzere gelişimine devam edeceğini ifade eden patika bağımlılığı⁴ kavramının günümüzde İslami finans piyasalarına yönelik eleştirilerin kök sebebi olduğu düşünülmektedir. Patika bağımlılığı sorununun İslami finans piyasalarına yansımalarının, Sukuk ihraçlarının olabildiğince faizli tahvillere benzeştirilmesi olduğu değerlendirilmektedir. Sermaye piyasası yatırımcıları açısından konvansiyonel tahvillerin bilinirliğinin, Sukuk sertifikalarının da benzer şekilde tasarlanması şeklinde bir patika oluşturduğu düşünülmektedir. Söz konusu patikaya bağımlılık sorununun ise öz olarak İslami olmaktan uzak sadece şekilsel olarak fikhin gereklerini taşıyan Sukuk ihraçlarının piyasaya arz edilmesine yol açtığı gözlenmiştir. Usmani (1998), finansal piyasalardaki patika bağımlılığı sorununa erken dönemlerde dikkat çekmiş olması bakımından önemlidir. 2008 yılında Müftü Usmani tarafından yayımlanan tebliğde piyasadaki Sukuk ihraçlarının tamamına yakınının İslami açıdan kusurlar barındırdığı ve tecviz edilmesinin mümkün olmayacağı ima edilmiştir (Bayındır, 2015:119).

Modern Sukuk ihraçlarının varlığa dayalı olmaktan ziyade varlık temelli olması da fıkhi eleştirilerin bir diğer unsurudur. Usmani (2008) özellikle Sukuk ihraçlarında vade sonunda piyasada fiyatı üzerinden gerçekleşmeyen itfa süreçlerini eleştirmekte ve Sukuk yatırımcılarının gerçek anlamda ihraç varlıklarının sahibi olmaları gerektiğini vurgulamaktadır.

Genel olarak İslami finans işlemlerinde konvansiyonel faiz oranlarının fiyatlama amacıyla kullanılması da eleştirilen uygulamalar arasında yer almaktadır. Usmani (1998), konvansiyonel faiz oranlarının gösterge olarak kullanılmasının işlemlerin İslami özüne

⁴ İngilizce’de “Path Dependency” olarak anılan bu kavramın değişik bilim dallarında farklı kullanım alanları mevcuttur. Kavramın buradaki anlamı ise Sukuk sertifikalarının faizli tahvillere benzer şekilde ihraç edilmesinin artık bir alışkanlık olması ve patika oluşturmaktır. Diğer bir ifadeyle, Sukuk ihraçlarında amaçtan ziyade şeklin ön planda tutulmasıyla İslami özün yara almasıdır.

zarar vermeyeceğini belirtmektedir. Bununla birlikte, yazında İslami finansal varlıkların ex-ante bir oran olan faiz yerine reel ekonomiyle daha sıkı bir ilişki gösterecek şekilde fiyatlanması gerektiğine ilişkin öneriler de mevcuttur. Ahmed, Islam, Alabdullah ve Amran (2018) makalelerinde Londra Bankalararası Faiz Oranı'nın (LIBOR) yerine kullanılabilecek İslami Fiyatlama Gösterge Modeli (İFGM) adlı bir öneri de bulunmaktadır. Özellikle Müşareke ve Mudabara akitlerine dayalı proje finansmanı uygulamalarında kullanılması tavsiye edilen İFGM, projenin beklenen nakit akışlarına dayalı olarak hedeflenen getiriyi de dikkate alan bir başabaş noktasını (breakeven point) tespit etmeyi hedeflemektedir. Çalışmada İslami fiyatlama göstergeleri olarak daha önce önerilmiş çeşitli oranlara da değinilmektedir.

Sukuk piyasalarının gelişmeye başladığı 2000-2010 döneminde özellikle muhasebeleştirme, düzenleme ve denetim konularına ilişkin problemlerin gündemde olduğu görülmektedir. Ancak, AAOIFI ve IFSB gibi uluslararası organizasyonların çalışmaları bahse konu problemlerin ortadan kalkmasında yardımcı olmuştur. Hanefah, Noguchi ve Muda (2013) Sukuk sertifikalarının muhasebeleştirilmesine ilişkin problemleri analiz ettikleri çalışmalarında, AAOIFI standartlarının IFSB'nin yayınladığı muhasebe standartları ile tam uyum içerisinde olduğunu, ilave bir değişikliğin gerekmediğini ve Sukuk ihracı yapan kuruluşların Sukuk yapısına ilişkin bilgilere ihraç izahnâmelerinde yer vermelerinin yeterli olduğunu belirtmektedirler.

Sukuk piyasasının gelişiminin önündeki engeller ve zorluklar açısından değerlendirildiğinde literatürde bir mutabakatın varlığından bahsetmek mümkündür. Sukuk işlemlerinin tahvillere göre daha karmaşık olması, dokümantasyon sürecinin uzunluğu, ikincil piyasasının yeterli derinliğe ulaşmaması, küresel yatırımcılar arasında farkındalık eksikliği, İslam hukuku açısından yorumların farklılığı ve ihraç maliyetlerinin tahvillere nazaran daha yüksek olması yazında en çok vurgulanan zorluklar olarak göze çarpmaktadır (Zulkhibri, 2015). Al-Suwailem (2015) kamu sektörü Sukuk ihraçlarını incelediği çalışmasında, kamu sektörü açısından zorlukları i) kamu varlıklarının mülkiyetinin özel amaçlı kuruluşa devredilmesi, ii) kullanılabilecek somut varlıklarının

sınırlı miktarda bulunması, iii) kamu bilançosu açısından ihraçların muhasebeleştirilmesi, iv) ihraç ile ekonomik bir katma değerin oluşturulması ve v) İslam hukukuna ilişkin değerlendirmelerin farklı olması şeklinde beş başlık altında sıralamaktadır.

Literatür taraması ile ilgili genel bir değerlendirme ve tezin araştırma uzayındaki konumu ile ilgili bir tespit yapmak gerekirse, Sukuk yazınında kamu sektörü Sukuk ihraçlarının yeterince incelenmediği görülmektedir. İhraçlar genellikle kamu ve şirket ihraçları olarak karma bir şekilde ele alınmakta, çoğu örnekte de sadece şirket ihraçları esas tutulmaktadır. Tez, yazındaki boşluklardan bazılarını doldurmaya çalışmaktadır. Bu çerçevede, ihraççının kimliği, ihraç amacı, ihraç modeli ve fiyatlama metodu hususlarında önemli katkılar sunulması hedeflenmektedir. Tezin teorik çerçevesinin yer aldığı bölümde tezin konumu ve literatürde doldurduğu boşluk daha net bir şekilde ortaya konulmaktadır.

Tezde yer alan öneri üç bölüm halinde tartışılacaktır. Birinci Bölüm kavramsal ve teorik çerçevenin yer alacağı bölümdür. Kamu finansmanının özet olarak tanımı, Sukuk kavramı, sermaye piyasası aracı olarak Sukuk sertifikalarının tarihsel gelişimi ve İslami akitlere dayanan belli başlı Sukuk ihraç modelleri detaylı bir şekilde incelenecektir. İkinci Bölüm’de Türkiye’de kamu Sukuk ihraçlarının mevcut durumu ve Sukuk ihraçlarına yönelik fıkhi eleştiriler konu edilecektir. Bu eleştirilere yönelik değerlendirmeler ile Kamu Hazinesi’nin Sukuk ihraçlarının dayandığı yasal düzenleme mercek altına alınacaktır. Bir ilk olarak kamu Sukuk ihraçlarını düzenleyen kanun maddesi yorumlanmaya çalışılacaktır. Üçüncü Bölüm, tezin önerisi olan GSYH’ye endeksli Sukuk tasarımı ayrılacaktır. Öncelikle bu önerinin gerekçeleri, paydaşlar açısından faydaları ve konu ile ilgili yazın değerlendirilecek ve modelin işleyişine ilişkin adımlara yer verilecektir. Bu bölümde fiyatlama modeli olarak önerilen GSYH’ye endeksleme metodunun çalışma prensibi örnek uygulamalar ve karşılaştırmalar kullanılarak mümkün olduğunca detaylı bir şekilde analiz edilecektir. Kamu Sukuk ihracı için GSYH’ye endeksleme metodunun matematiksel olarak nasıl tasarlanabileceği gösterilecektir. Tezin son bölümü ise araştırmanın neticesinde elde edilen bulguların özetlenmesine ve modele

ilişkin politika önerilerine ayrılacaktır. Ayrıca, tezin hipotezleri konusunda nihai değerlendirmelerde bulunulacaktır.



BİRİNCİ BÖLÜM

KAMU FİNANSMANI ARACI OLARAK SUKUK SERTİFİKALARI

1.1 Teorik Çerçeve

Tezde savunulan hipotez, en genel manada faize bağımlılık sorunun ortadan kaldırılması esasına dayanmaktadır. Ekonomilerde kamu sektörünün düzenleyici, denetleyici ve kanun yapıcı rolü dikkate alınarak faize bağımlılığın ortadan kaldırılması için öncelikle kamu sektörünün faizsiz finansman uygulamalarına geçmesi gerektiği değerlendirilmektedir. Hipotez testi amacıyla İslami finansman araçlarından Sukuk sertifikaları ele alınmakta ve Sukuk ihraçlarının piyasadaki faiz oranlarına bağımlı olmadan da ihraç edilebileceği kamu sektörünün altyapı finansmanı örneğiyle incelenmektedir.

Tezde kullanılacak teorik çerçeve faiz kavramının iktisadi ve İslami olarak tartışılmasını gerekli kılmaktadır. Ayrıca, Sukuk ihraçlarının proje ve altyapı finansmanı amacına yönelik olarak gerçekleştirilmesinin İslami iktisadın gayelerine uyumlu olduğunun gösterilmesinin bu çerçeveyi tamamlayıcı bir tartışma olacağı değerlendirilmektedir. Faiz kavramı ve altyapı finansmanının uygunluğuna yönelik tartışmaların ardından savunulan hipotezin doğruluğunu göstermek üzere faize bağımlı olmayan altyapı finansmanı amaçlı Sukuk ihracı tasarımına yer verilecektir. Bu sayede hem hipotezde yer alan iki temel unsurun kavramsal olarak değerlendirilmesi hem de hipotezin nasıl uygulamaya konulabileceğine ilişkin pratik bir öneri sunulması amaçlanmaktadır.

1.1.1 Konvansiyonel İktisat ve İslam İktisadı Açısından Faiz Kavramı

Modern iktisadi sistemlerde faizin tanımına ve nasıl oluştuğuna ilişkin farklı görüşler bulunmaktadır. İktisadi açıdan faiz teorileri faizin niçin ödendiği ve faiz oranının

nasıl belirlendiği sorularına cevap bulmaya çalışmaktadır. İktisadi olarak faizin kaynağını ve seviyesini açıklamaya çalışan teorilerin her biri çeşitli eleştirilere uğramıştır.

Belli başlı iktisat düşünce okullarının faizin niçin ödendiği sorusuna verdikleri cevaplar ve faizin nasıl belirlendiğine ilişkin açıklamaları aşağıda özetlenmektedir.

- i. Verimlilik Teorisi (Productivity Theory): Sermayenin üretkenliği nedeniyle faiz ödenmesini savunmaktadır. Borçlunun sermaye ile kazanç sağlayacağı varsayılmakta ve bu nedenle sermayeyi ödünç verene bu kazançtan faiz ödemesinin gerekli olduğu değerlendirilmektedir. Aslında, sermayenin sınırlı miktarda olmasına dayanan bu görüş üretkenlikten ziyade sermayenin kıtlığı nedeniyle faiz ödenmesini esas almaktadır. Sadece üretimde kullanılan sermayeye faiz ödenmesi durumunu açıklayan bu teori tüketim kredilerinden alınan faize bir açıklama getirmemektedir (Kureşi, 1972: 50).
- ii. İmsâk Teorisi (Abstinence or Waiting Theory): Faizin, tasarruf etmenin bedeli olduğunu ifade etmektedir. Bireylerin tasarruf etmek amacıyla bugünkü harcamalarını azaltmasının yani kendilerini bugünkü tüketimden çekmelerinin faizi doğuran ve meşru kılan sebep olduğu vurgulanmaktadır (Kureşi, 1972: 47). Faizin, bireylerin tasarruf etmelerini teşvik etmek amacıyla beklemlerinin telafisi olarak ödendiği kaydedilmektedir. Teori, kendini çekme ya da fedakârlık olarak tarif edilen ve faizi doğuran etkinin göreceliliği yani tam olarak ölçülemez oluşu nedeniyle eleştirilmektedir. Tasarruf sahiplerinin genellikle zenginler olması ve tasarruflarını herhangi bir fedakârlık durumu oluşmadan yapabilmeleri bu teorinin açıklamalarını zayıflatan bir delil olarak serdedilmektedir (Pıçak, 2012: 82).
- iii. Zaman Tercihi Teorisi: Avusturya Ekolü tarafından savunulan teoridir. Faizi zaman tercihi temelinde açıklamaktadır. Bugünkü tüketimin, gelecekteki tüketimden daha değerli olduğu düşüncesine dayanarak zaman içerisindeki tüketimler arasında kıyaslama yapılmaktadır (Pıçak, 2012). Bireylerin bugünkü tüketimlerinden vazgeçerek kredi vermesi karşılığında gelecekteki tüketimlerinin faiz ödenerek en az bugünkü tüketimin değerine eşitlenmesini esas almaktadır.

Dolayısıyla faiz, bireylerin bugün yerine geleceği tercih etmelerini sağlamak üzere ödenen prim olarak tanımlanmaktadır (Güngören, 2013: 20). Irving Fisher ise bu teoriyi biraz daha geliştirerek faizi gelecekte elde edilmesi beklenen geliri bugünden elde etmek amacıyla ödemeye razı olunan bedel olarak tanımlamaktadır (Fisher, 1907: 229).

- iv. Likidite Tercihi Teorisi: Faizin beklemenin karşılığı veya zaman tercihinin telafisi şeklinde açıklanamayacağını savunmaktadır (Seyrek ve Mızırak, 2009). Bu teoriye göre faiz bireylerin nakitten vazgeçmeleri karşılığında elde ettikleri bedeldir.
- v. Klasik Faiz Teorisi: Faizin, sermaye arz ve talebine göre belirlendiğini ifade etmektedir. Sermaye arzının zaman tercihinin göre; sermaye talebinin ise tasarrufa ya da beklemeye bağlı olarak verimlilik teorisine göre belirlendiği ifade edilir.
- vi. Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi: Faiz oranının ödünç verilebilir fon arz ve talebine göre belirlendiğini savunmaktadır. Fon arzı tasarruf oranları ve para stokuna, fon talebi ise yatırıma göre şekillenmektedir (Demirgil ve Türkay, 2017: 149).

Faizin tanımı konusunda evrensel bir uzlaşa sağlanamadığı görülmektedir (Ustaoglu ve Bayındır, 2019: 11). Faizin meşru olup olmadığı konusunda dinlerin ve felsefi yaklaşımların da çeşitli tutumları bulunmaktadır. Semavi dinler olarak kabul edilen Musevilik, Hristiyanlık ve İslamiyet faizi yasaklarken, felsefi görüşler kategorisinde yer alan birçok yaklaşım da faizin meşru olmadığı hususunda birleşmektedir (bkz. Visser ve Macintosh, 1998). Bununla birlikte, faiz olgusunun tarihsel süreç içerisinde varlığını koruduğu da bir gerçektir.

İslam'da faiz kesin olarak yasaklanmaktadır. Faiz yasağı üzerinde herhangi bir tartışma olmamasına rağmen faizin tanımı ve uygulamada faizin oluşup oluşmadığı konusunda farklı görüşler bulunmaktadır. Bu farklı görüşlerin modern dönemde ortaya çıktığını ve klasik teoride bu konuda bir görüş ayrılığının bulunmadığını vurgulamak gerekmektedir. Modern dönemde faizin tanımı konusundaki farklı yaklaşımlar

hükümlerin de farklılaşması sonucunu doğurmaktadır. Bazı İslam iktisatçıları ve hukukçuları modern anlamdaki banka faizi ile Kur'an-ı Kerim'de yasaklanan ribanın aynı şeyler olmadığı görüşünü savunmaktadır (Dalgın, 2010: 78). Bu görüşü savunanlar, Kur'an'da yasaklanan ribanın tefeci faizi olduğunu iddia etmektedirler (Ahmad, 2003: 463). Tefeci faizi ise fahiş oranlı ve bileşik yapıda olan faiz türünü ifade etmektedir (Dalgın, 2010: 78). Ancak, cumhur-u ulemanın görüşü Kur'an'daki riba yasağının banka faizini de kapsadığı şeklinde olup tezde de bu görüş esas alınmaktadır.

İslam'da faizin kaynağı borç (kredi) ve alışveriş işlemleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Borç (Kredi) işlemlerinden doğan faizin cahiliye faizi olarak adlandırılan ve borçlunun vadesinde borcunu ödeyememesi durumunda ek süre isteyerek borç miktarını artırmasıyla ortaya çıkan faiz türü olduğu belirtilmektedir (Aksel, 2011: 20). Dalgın (2010: 81), daha genel bir tarifle, borca (krediye) karşılık olarak baştan şart koşulan ilave bir menfaatin bulunması durumunda bu faizin ortaya çıktığını ifade etmektedir. Alışveriş kaynaklı faiz ise aynı malların değişimiyle ortaya çıkan bir faiz türü olarak tanımlanmaktadır. Alışveriş faizinin meşhur altı maddenin mübadelesi ile ilgili hadise⁵ dayandığı belirtilmektedir. Tezin teorik çerçevesinde vurgulanan faize bağımlılıktan kurtulmak mevzusu, borç (kredi) kaynaklı faizi esas almaktadır.

Bayındır (2015: 33), gerek Kur'an'daki ayetlerin gerekse de meşhur altı malın mübadelesiyle ilgili hadisin, faizi bir eylem olarak tarif ettiğini ve faize sebep olan eylem(ler)in bizatihi kendisi(ler)nin yasaklandığı şeklinde yorumlamak gerektiğini vurgulamaktadır.

Kredi faizinin İslam'daki tanımı ile modern iktisattaki tanımının öz itibarıyla bir farklılık içermediği düşünülmektedir. Bununla birlikte, modern iktisat faizi atıl sermayenin ekonomiye dâhil edilerek yatırımların artmasının ve dolayısıyla büyümenin sağlanmasının bir müşevviği olarak görmektedir. İslam ise faizli bir muameleyi zulüm

⁵ Altı mal mübadelesine ilişkin Hadis'in metni şöyledir:

"Altının altınla, gümüşün gümüşle, buğdayın buğdayla, arpanın arpayla, hurmanın hurmayla ve tuzun tuzla mübadelesi misli misline, dengi dengine ve peşin olmalıdır. Eğer malların türleri farklıysa, peşin olmak şartıyla onları dilediğiniz gibi satın." (Müslim, Müsâkat, 81; Ebu Davud, Büyü', 12.)

olarak adlandırmış ve sosyal uyumu bozan bir sömürü aracı olarak tanımlamıştır⁶. Modern iktisadi anlayış ile İslam'ın faizin tanımından ziyade toplumsal ve iktisadi etkileri konusunda farklı hükümlere vardığı gözlenmektedir. Bu nedenle, faize bağımlılık konusunun faizin ekonomik ve sosyal hayat üzerindeki etkileri kapsamında tartışılması gerektiği düşünülmektedir.

1.1.2 Faizin Gerekliliğine İlişkin Görüşler

Modern iktisat anlayışının faizin ekonomik ve sosyal etkilerine ilişkin görüşleri genellikle olumlu olarak algılanmaktadır. Klasik iktisat düşüncesinin modern iktisat anlayış ve uygulamalarına hâkim olmasının etkisiyle faizin meşruluğu ve haklılığına yönelik yorumların da iktisat literatüründe arttığı görülmektedir.

Ekonomide pozitif faiz oranlarının büyüme üzerinde olumlu etki sağladığı yönündeki tezler 1970'li yıllarda yaygınlık kazanmıştır. Küreselleşme sürecindeki gelişmekte olan ülkeler açısından stratejik reform unsurlarından birisi finansal serbestleşme politikaları olmuştur. Finansal serbestleşme politikaları, finansal sektör üzerindeki devlet kontrolünün gevşetilmesi (financial derepression) olarak tanımlanmakta (Sheng ve Singh, 2013: 71) ve i) mevduat faizleri üzerindeki tavan oranının kaldırılması, ii) kredi kontrolünden vazgeçilmesi, iii) finansal sektöre giriş önüne engel konulmaması, iv) kamunun bankacılık sektörü üzerindeki sıkı kontrolünü gevşetmesi, v) kamu bankalarının özelleştirilmesi ve vi) sermaye akımlarının serbestleştirilmesi olmak üzere altı öneriyi içermektedir (Williamson ve Mahar, 1998). Shaw (1973) ve McKinnon (1973) finansal serbestleşme politikalarını dile getiren ilk ekonomistler olarak dikkat çekmektedir. McKinnon-Shaw hipotezi olarak bilinen görüş, gelişmekte olan ülkelerin büyümesinin önündeki engelin devletin finansal baskı uygulayarak faiz oranlarını düşük tutması olduğunu iddia etmektedir (Doğan, 2011). Söz konusu hipoteze göre devlet müdahalesiyle düşük tutulan faiz oranları tasarruf miktarını da düşürmekte ve tasarrufun doğrudan bir fonksiyonu olarak kabul edilen yatırımlar da azalmaktadır. Yatırımların

⁶ “Eğer tövbe eder faizden vazgeçerseniz anaparanız sizindir. Böylece ne zulüm etmiş ne de zulme uğramış olursunuz.” (Kuran-ı Kerim, 2/279 mealen)

azalması ise ekonomik büyümenin ve kalkınmanın önünde bir engel oluşturmaktadır. Bu problemin mevduat faizlerinin üzerindeki kanuni sınırın kaldırılması, faizlerin yükseltilecek tasarrufları teşvik eder seviyeye ulaşması ve tasarrufların yatırıma dönüşmesiyle çözülebileceği iddia edilmektedir. (Sheng ve Singh, 2013: 71).

Faizin gerekliliği konusundaki tezlerden birisi de ekonomik ajanların zaman tercihlerinin farklı olmasıdır. Diğer bir ifadeyle, bir malın bugünkü değeri ile gelecekteki değerinin farklı olarak kabul edilmesi faizi zorunlu kılan bir husus olarak dile getirilmektedir. Kalkınma politikalarının ya da projelerin fayda-maliyet analizleri yapılırken nakit akımlarının bugünkü değerinin tespit edilmesi aşamasında iskonto oranı olarak faizin kullanılması ekonomik analizlerin faiz olmadan yapılamayacağını gösteren bir iddia olarak belirtilmektedir (Sheng ve Singh, 2013: 70).

Faize bağımlılığı desteklemek üzere ortaya konulan argümanlardan biri de faizsiz bir ekonomik sistemin düşünülemeyeceği şeklindedir. Faizsiz bir ekonomik sistem BBC ve Wall Street Journal gibi uluslararası medya kuruluşları tarafından yapılan haberlerde gerçek dışı anlamında “büyü ekonomisi (voodoo economics)” olarak sunulmuştur (Mirakhor, 2009). İslam’ın faizsiz ekonomi prensibine yönelik medyatik eleştirilerin haricinde bazı akademik karşı çıkışlar da söz konusudur (Sheng ve Singh, 2013: 69). Mirakhor (2009) bu eleştirileri derleyerek altı maddede özetlemiştir:

1. Sıfır faiz ödünç verilebilir fon talebinin sonsuz olması ve fon arzının sıfır olması anlamına gelmektedir.
2. Böyle bir sistemin, fon arz ve talebini dengeye ulaştırması mümkün görülmemektedir.
3. Sıfır faiz tasarrufların da sıfır olması anlamına gelmektedir. Faizin olmadığı bir durumda hiç kimsenin tasarruf etmek istemeyeceği öngörülmektedir.
4. Bu durumda yatırım ve büyüme de söz konusu olmamaktadır.
5. Ex-ante sabit faiz oranı taşıyan finansal araçların olmaması durumunda likidite yönetimi ve dolayısıyla para politikası uygulaması da mümkün görülmemektedir.
6. Yukarıda zikredilen önermelerin doğal bir sonucu olarak faizsiz bir ekonomiden sermaye kaçıışı olacaktır.

1.1.3 Faizin Gerekliliği Argümanına Yönelik Eleştiriler

1.1.3.1 Konvansiyonel İktisat İçindeki Eleştiriler

Klasik İktisat'ın faiz konusundaki argümanlarına yönelik en etkili eleştirilerden birisi ünlü iktisatçı John Maynard Keynes (1883-1946) tarafından yapılmıştır. Keynes (2010: 297), faiz oranlarının Klasik İktisat Okulu'nun iddia ettiği gibi sosyal uyumu sağlayacak şekilde kendi kendine dengeye gelmesinin mümkün olmadığını ve eğer hükümet müdahalesi olmazsa sürekli artma eğilimine sahip olduğunu vurgulamaktadır. Ayrıca, Keynesçi anlayışta ekonomide tam istihdam düzeyinin yeni Klasik Okulun iddia ettiğinin tam zıddına olarak ancak sıfır ya da çok düşük faiz oranları ile sağlanabileceği iddia edilmektedir (Sheng ve Singh, 2013: 73). Minsky (2008: 48), faizin finansal istikrarsızlığın temel nedeni olduğunu ifade etmektedir. Özellikle son küresel finans krizinin yüksek borç kaynaklı olması nedeniyle faizin ve borcun ekonomilerin kırılganlığını artırması hususunda geniş bir yazın oluşmuştur.

Finansal serbestleşme hipotezinde belirtilen gelişmekte olan ülkelerin yüksek faiz oranları sayesinde yatırımlarını artırarak büyüyeceği argümanının ampirik çalışmalar ile kanıtlanamadığı gösterilmiştir. Özellikle Asya ülkelerinin finansal liberalizasyon politikalarını uygulamalarının sonuçlarına ilişkin yapılan çalışmalarda pozitif faiz oranlarının arzu edilen büyümeyi sağlamadığı tespit edilmiştir (Cho ve Khatkhate, 1989). Akyüz (1993), finansal serbestleşme politikalarıyla gerçekleşen uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerde tasarrufları artırmadığını ifade etmektedir. Bunun temel sebebi olarak sermaye akımlarının finansal piyasalara yönelik portföy yatırımları şeklinde gerçekleşmesine vurgu yapılmakta ve doğrudan yabancı yatırımların yetersiz kaldığı belirtilmektedir (Akyüz, 1993: 29).

Finansal serbestleşmenin uluslararası tasarrufların etkin dağılımına yol açmamasının ve gelişmekte olan ülkelerin pozitif ve yüksek oranlı faiz politikalarına rağmen gelişmiş ülkeleri yakalayamamasının faize biçilen olumlu iktisadi algıyı sarstığı değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, Japonya örneğinde görüleceği üzere başarılı bir ekonomik performans sergileyen birçok ülkenin bu performanslarını negatif faiz olarak

da tanımlanabilecek kamu sektörü teşviklerine borçlu olduğu bilinmektedir (Sheng ve Singh, 2013: 72). Amsden (1994), Güney Kore'deki hızlı sanayileşmenin sebeplerini incelediği makalesinde, belirli sektörlerle sağlanan kredi teşviklerini (diğer bir ifadeyle negatif faiz) ve mevduat faizlerinin düşük tutulmasını en etkili sebepler olarak zikretmektedir.

Faizin proje ve politika analizlerinde net bugünkü değer hesaplamaları için kullanılmasına yönelik eleştiriler zaman tercihi kavramı üzerinde yoğunlaşmaktadır. Pozitif faiz oranı ile gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanması bugünün gelecekte daha değerli olduğu anlamına gelmektedir. Diğer bir ifadeyle pozitif faiz oranı bugünkü ve gelecekteki toplumsal tüketim ve faydanın bugün lehine farklılaştırılmasını ifade etmektedir. İslami finasta ise söz konusu oran sıfır olup bugünkü tüketim ve fayda gelecekteki ile eşdeğer kabul edilmektedir (Sheng ve Singh, 2013: 70). Zaman tercihini belirleyen faiz oranının sıfır olmasının daha adil bir yaklaşım olduğu ilk kez Arthur Cecil Pigou (1877-1959) tarafından vurgulanmıştır. Pigou (1920), sadece gelecekte olacağı için bir tüketimin bugünkü değerinin daha az olmasının etik olarak doğru olmadığını belirtmektedir. Ramsey (1928) de pozitif ıskonto oranını eleştirmiş ve bu oranın sıfır olması durumunda bugünkü nesillerin bencil davranmayı terk edeceğini belirtmiştir. Sıfır ıskonto oranının borç piyasalarının cazibesini azaltacağı ve yatırımların, İslami finansın da teşvik ettiği şekilde, ortaklık finansmanına yöneleceği belirtilmiştir (Sheng ve Singh, 2013: 70).

İslami İktisat İçindeki Eleştiriler

Mirakhor (2009), faizsiz bir ekonomiden sermaye çıkışı olacağına yönelik iddiaların, son finansal krizin akabinde yaşananlar gelişmeler ışığında geçersiz olduğunu ifade etmektedir. Son finansal krizin ardından, ABD başta olmak üzere birçok gelişmiş ülke niteliksel genişleme politikası uygulayarak (politika faiz oranını sıfıra yaklaştırmak) ekonomik büyümeyi desteklemeye çalışmışlardır. İlave olarak, 2014 yılından itibaren bazı merkez bankalarının (İsviçre Merkez Bankası, Danimarka Merkez Bankası, Macaristan Merkez Bankası, İsveç Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası ve Japonya Merkez

Bankası), aşkın rezerv (excess reserves) üzerindeki faiz oranlarını negatif seviyelere çektiği gözlenmiştir (Arteta v.d., 2016). Bankaların zorunlu karşılıklara ilave olarak merkez bankalarında tutmak istedikleri rezervlerden kesinti yapılması anlamına gelen bu politikanın amacı bankaların aşkın rezervlerinin özel sektöre kredi olarak kullandırılmasını teşvik ederek ekonomik büyümeyi desteklemektir. Bankalar ise hesaplarındaki rezerv fazlasının tamamını kredi olarak kullandırmayıp bir kısmıyla da devlet tahvilleri aldıkları için bu tahvillerin fiyatlarının arttığı ve getirilerinin negatif seviyelere gerilediği gözlenmiştir. 2019 yılının Ekim ayı itibarıyla negatif getiriye sahip tahvillerin büyüklüğü 15 trilyon ABD Doları seviyesine yükselmiştir (Stubbington, 2019). Agarwal ve Kimball (2019) ile Lilley ve Rogoff (2019) merkez bankalarının sıfır bandındaki politika faiz oranlarının etkisini yitirmesi nedeniyle merkez bankaları tarafından negatif faiz oranı uygulanmasına ilişkin önerilerde bulunmakta ve para politikasının uzun vadede tekrar etkili olarak kullanılabilmesinin bu politikaya bağlı olduğunu dile getirmektedirler.

Mirakhor (2009), modern iktisadi analiz metotlarıyla yapılan çalışmalara atıf yaparak ex-ante faiz oranı olmadan da bir finansal sistemin inşa ve ipkasının mümkün olduğunu ifade etmektedir. İslami ekonomik sistemde sermayenin getirisinin faiz yerine kâr olduğu vurgulanmakta ve dışa açık bir ekonomide ex-ante olarak belirlenmeyen fakat ex-post olarak yatırımla ilişkili olan bir getirinin bulunduğu bir makroekonomik sistemden sermaye kaçıışı olacağına yönelik argümanın hiçbir meşru delilinin bulunmadığı belirtilmektedir (Mirakhor, 2009).

Saraç (2017: 64), faizi paranın fiyatı olarak gören argümanı eleştirirken iki hususa değinmektedir. Bu hususlardan ilki paranın içsel değeri olan bir mal statüsünde olmadığıdır. Para ancak bir temsil ve mübadele aracı olarak kullanılabilen bir maldır. Bu nedenle, satıma konu olabilecek bir hakiki değer söz konusu değildir. İkinci husus olarak ortada bir satım işleminin de bulunmadığı dile getirilmektedir. Paranın faiz alınmak üzere vadeli mevduat şeklinde bir banka hesabına yatırılması işleminin aslında bir satış işlemi olamayacağı, bu haliyle paranın mülkiyetinin bankaya geçemeyeceği belirtilmekte ve bu

işlemin ancak ödünç mahiyetinde olduğu ifade edilmektedir. Ödünç verilen bir varlık içinse ancak kira bedelinin söz konusu olabileceğine değinilmektedir. Paranın kullanıldıkça yıpranmadığı gerekçesiyle kira konusu bir mal olamayacağı ve dolayısıyla talep edilen faizin bu anlamda paranın kirası da olmadığına dikkat çekilmektedir.

Faizin varlığının içinde yaşadığımız fiziki âleme uygun olmayan bir yapısının olması faizin gerekli olduğuna yönelik sava diğer bir eleştiri argümanı olarak zikredilmektedir. Diwany (2011) tarafından detaylandırılan bu argümana göre fiziki âlemde var olan ve termodinamik yasalar korunduğu müddetçe varlığını sürdürmesi kaçınılmaz olarak kabul edilen entropi⁷ ilkesi iktisattaki yerleşik faiz algısıyla çelişmektedir. Buna göre, fiziki varlıkların zaman geçtikçe yıpranmasına karşın faiz zaman geçtikçe artmakta ve faiz ödemesi için doğal kaynakların daha sorumsuzca kullanılması gerekmektedir. Uluslararası ölçekte ödenmesi gereken faizlerdeki artışlar ile doğal kaynakların tüketimi arasında bağlantı kuran akademik çalışmaların varlığının faizin fitrat ile uyumsuzluğunu gösterdiği aktarılmaktadır.

Faizsiz bir ekonomik sistemin paydaşlar açısından etkilerinin de kısaca belirtilmesinde fayda görülmektedir. Zaman ve Zaman (2002), faizin yatırım finansmanı amacıyla kullanılmasının terk edilmesiyle kreditorlerin projelere ortak olmasının söz konusu olacağını belirterek finansman sağlanacak projelerin seçimi konusunda hassasiyetin artacağını ifade etmektedir. Banka finansmanı kullanma imkânı sınırlı olan startup şirketleri ile küçük ve orta boyutlu işletmeler (KOBİ) açısından faize bağımlılıktan kurtularak ortaklık temelli finansmana geçilmesinin öneminin büyük olacağı değerlendirilmektedir. Özellikle sağlam bir iş modeli ve gelecek potansiyeli yüksek olan KOBİ ve startup şirketlerinin banka kredisi için yeterli teminatı bulamamaları ekonomik anlamda kayıplara sebep olmakta ve ülkedeki kaynakların etkin dağılımını bozmaktadır. Startup şirketlerinin gelir üretmeleri için bir zamana ihtiyaç duydukları da göz önüne

⁷ Bir fiziki sistemdeki faydasız enerjiyi ya da sistemin gittikçe bozulmaya meyilli oluşunu ifade etmektedir (Diwany, 2011: 19).

alındığında sabit faiz yükünün bu şirketleri finansal olarak krize sürüklediği ve birçok şirketin iflasına sebep olduğu bilinmektedir (Zaman ve Zaman, 2002).

1.1.3.2 Faize Bağımlılıktan Kurtulmada Kamu Sektörünün Rolü

Faizin ülkelerin ekonomisi yanında egemenlik haklarına olan etkisi de göz ardı edilemez durumdadır. Faizin ve faize dayalı borç ilişkilerinin ülkelerin egemenlik haklarını kısıtlamasına ilişkin tarihi örneklerin varlığı bilinmektedir. Osmanlı İmparatorluğu'nun borçlarının artmasıyla birlikte Avrupalı devletlerin etkisine açık hale gelmesi Blaisdell (1929) tarafından etraflıca incelenmiştir. Ayrıca, IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşların az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere kredi vererek bu ülkelere çeşitli politikaları dayatmaları bu kuruluşlara yönelik eleştirilerin temelini oluşturmaktadır (Zaman ve Zaman, 2002).

Faize bağımlılıktan kurtulmanın ülkelerin hem borç krizi yaşamaları hem de egemenlik haklarının tahdit edilmesi risklerini azaltacağı düşünülmektedir. Faize bağımlılıktan kurtulmak için kamu sektörünün üzerine düşen görev ve sorumlulukların çok geniş bir yelpazesi bulunmaktadır. Bu amaçla uygulanabilecek politikaların tamamına yer vermenin tezin kapsamı haricinde olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte tezin teorik çerçevesine katkı sağlayacağı öngörülen ve faize bağımlılığı artıran üç hususa değinmek gerekmektedir.

Faiz ödemelerinin üzerindeki vergi kalkanı etkisi faize bağımlılığı artıran bir husus olarak göze çarpmaktadır. Vergi kalkanı etkisi, borçla finansmanı daha cazip hale getirmektedir. Zaman içerisinde borçlarını ödeme kapasitesinin üzerinde borçlanan şirketler ya iflas etmekte ya da zombi şirketler⁸ olarak faaliyetlerine devam etmektedir. Uluslararası finans uzmanları da zombi şirketlerin yol açabileceği ekonomik etkilerden kurtulmak için faiz ödemeleri üzerindeki vergi kalkanının kaldırılması gerektiğini belirtmektedir (Armstrong, 2020).

⁸ Zombi şirketler, borç servisi maliyetlerini mevcut kârları ile uzun bir dönem boyunca karşılayamayacak durumda olan şirketleri ifade etmektedir (Banarjee ve Hofmann, 2018).

Kamu sektörünün yasal düzenlemelerinde faize yapılan atıfların faize bağımlılığı artıran bir diğer unsur olduğu değerlendirilmektedir. Örnek olarak, kamunun gecikmiş alacaklarını tahsili için uygulanan yöntemde gecikme zammı ve gecikme faizi hesaplanmasında doğrudan ex-ante faiz oranının kullanılması gibi uygulamalardan vazgeçilmesinin ve faizin ikamesi olarak ex-post şekilde belirlenen makroekonomik göstergelerin istimal edilmesinin gerekli olduğu düşünülmektedir.

Faize bağımlılığı güçlendiren bir diğer uygulama da kamu sektörünün sermaye piyasalarından borçlanması yani iç ve dış piyasalarda tahvil ihraç etmesidir. Kamu borçlanmasının temel gerekçesi bütçe finansmanıdır. Bütçe gelirlerinin bütçe giderlerini karşılamadığı durumlarda hükümetler kamu borçlanmasına giderek açığı kapatmak durumunda kalmaktadır. Kamu borçlanmasının temel aracı ise sermaye piyasalarında ihraç edilen devlet tahvilleridir. Kamu sektörünün tahvil ihraçları çeşitli şekillerde olabilirken hepsinde ortak olan husus ihracın vadesine ve ihraççının kredi değerliliğine göre değişen faiz ödemeleridir. Finansal yatırımcılar açısından risksiz olarak değerlendirilen yerli para birimi cinsinden ihraç edilen devlet tahvillerinin finansal sisteminin faize bağımlılığında son derece kritik bir rol üstlendiği düşünülmektedir. Tezin odaklandığı alan da kamu sektörünün sermaye piyasalarından faizsiz araçlarla borçlanması olup bu sayede faize bağımlılığın azaltılmasına katkı sağlanmasıdır.

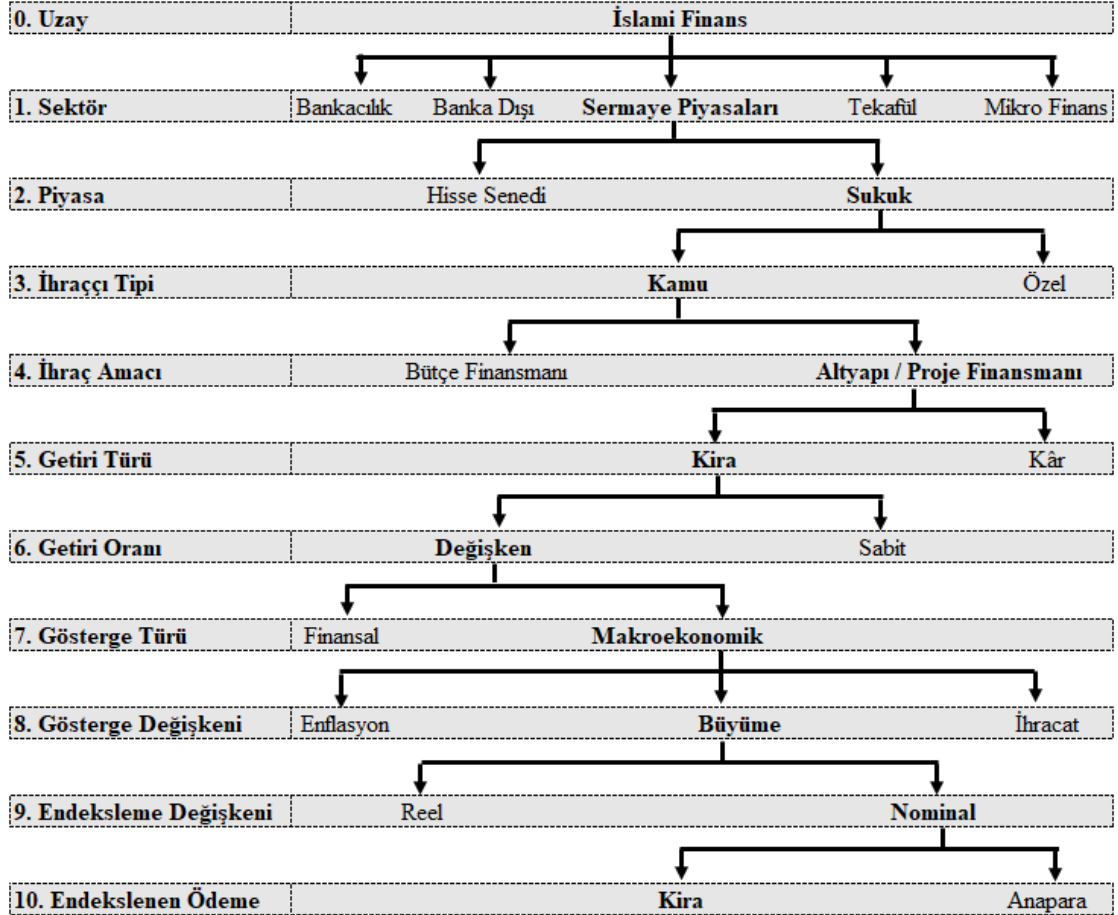
Faize bağımlılığın azaltılmasında kamu sektörünün faizsiz sermaye piyasası araçları kullanarak bütçe ve yatırım finansmanı gerçekleştirmesinin etkili bir adım olacağı değerlendirilmektedir. Tez, bu amaca dönük olarak kamu sektörü için İslami finans araçlarından birisi olan Sukuk sertifikalarının ihracını ve ihracın fiyatlama metodu olarak da GSYH verilerinin kullanılmasını önermektedir.

Şekil 1.1’de tezin araştırma evreni içerisindeki konumu teorik çerçeveye uyumlu olarak gösterilmektedir. Şekle göre on farklı parametre ile tezin doldurduğu boşluk tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu parametrelerde tezin kapsamında bulunduğu seçenek koyu renk ile belirtilmiştir. Buna göre tez, İslami finans evreninin sermaye piyasaları sektörü içerisinde Sukuk piyasalarını konu edinmektedir. İhraççı tipine göre

kamu Sukuk ihraçlarını gündemine alan tez, ihraç amacı olarak altyapı yatırımlarının finansmanını odağına yerleştirmiştir. Kamu Sukuk sertifikalarının akit türüne göre yatırımcısına sağladığı gelir, değişken kira geliri olmaktadır. Değişken kira oranı için finansal göstergeler yerine makroekonomik gösterge (büyüme) önerilmektedir. Bu kapsamda gösterge değişkeni nominal GSYH seviyesi olarak tespit edilmektedir. Endekslenen ödemenin ise periyodik kira ödemeleri olması uygun görülmektedir.



Şekil 1.1: Tezin Teorik Çerçevesi ve Araştırma Evrenindeki Konumu



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Teorik çerçevenin bu şekilde ortaya konulmasının ardından takip eden alt başlıkta tezde önerilen modelin anlaşılmasını kolaylaştıracak değerlendirilen kavramsal evren incelenecektir.

1.2 Kavramsal Çerçeve

1.2.1 Kamu Finansmanı

Kamu finansmanı faaliyeti genel olarak kamu gelirlerine dayanarak kamu kesiminin nakit akışını yürütmek ve bütçesi açığını borçlanmalar yoluyla kapatmaktan oluşmaktadır (Eğilmez, 2017). Tanımdan da anlaşılacağı üzere, kamu finansmanının nakit

yönetimi ve borçlanma olmak üzere iki temel fonksiyonu bulunmaktadır. Nakit yönetimi, devletin gelirleri ile giderlerini zaman boyutunda denkleştirmekten ibarettir. Nakit yönetimi kapsamında gerçekleştirilen faaliyetler nakit bazlı kamu gelirlerinin tahminini ve kamu giderlerinin programlanmasını içermektedir. Kamu finansmanının borçlanma fonksiyonu ise bütçe açıklarının iç ve dış sermaye ve borç piyasalarından fon bulunması suretiyle kapatılmasını ifade etmektedir. Tez, kamu finansmanının ikinci fonksiyonu olan borçlanma faaliyeti kapsamında sermaye piyasalarından borçlanma senetleri ihraç edilmesini odağına almaktadır.

Türkiye’de kamu finansmanı fonksiyonu Hazine ve Maliye Bakanlığı (Kamu Hazinesi) uhdesinde yürütülmektedir. Kamu borç yönetiminin yürütülmesinde Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü, Borçlanma Genel Müdürlüğü ile Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü aktif rol oynamaktadır. Borçlanma Genel Müdürlüğü’nün görev alanında olmak üzere iç piyasalardan borçlanma faaliyeti İç Finansman Yönetimi Dairesi, uluslararası piyasalardan borçlanma faaliyeti ise Uluslararası Sermaye Piyasaları Dairesi tarafından gerçekleştirilmektedir. Uluslararası kuruluşlardan ve kalkınma bankalarından proje finansmanı amacıyla kredi sağlanması işlemleri Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü tarafından gerçekleştirilmektedir. Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü ise nakit ve risk yönetimi, muhasebe ve kayıt işlemlerini yürütmektedir.

Kamu Hazinesi sermaye piyasalarından borçlanırken tahvil, bono ve Sukuk sertifikaları ihraç etmektedir. Borçlanma araçlarının vadesine ve faiz/kira ödeme yapısına göre çeşitlilik arz ettiği görülmektedir. Kamu finansmanı kapsamında borçlanma araçlarının çeşitlendirilmesi talebin artırılması amacını gütmektedir. Faizli borçlanma araçları olarak tanımlanan tahvil ve bonolar konvansiyonel yatırımcılara, Sukuk sertifikaları ise faizsiz yatırım yapmak isteyen yatırımcılar ile konvansiyonel yatırımcıların tamamına hitap etmektedir.

1.2.2 Sukuk Sertifikaları

Sukuk, 2000’li yılların başından itibaren uluslararası finans piyasalarında ivme kazanan İslami borçlanma araçlarını tarif etmektedir. Her ne kadar “İslami tahvil”

şeklinde Türkçemize tercüme edilmesi yaygın olsa da, tahvil kelimesinin faizli borçlanma araçlarını hatırlatması sebebiyle bu şekilde bir tercümenin konunun ruhuna aykırı olduğu düşünülmektedir. İngilizcede de Sukuk kelimesi özel bir ad olarak kabul edilmiş ve tercüme edilmeksizin kullanımı yaygınlaşmıştır. Burada vurgulanması gereken diğer bir nokta ise Sukuk kelimesinin Arapça’da çoğul bir isim olmasıdır. Tez yazımında da bu husus dikkate alınarak “Sukuklar” ifadesi yerine sadece “Sukuk” ya da “Sukuk sertifikaları” demekle yetinilmiştir.

Ülkemiz mevzuatında Sukuk kelimesi yerine “Kira Sertifika(sı)ları” ifadesi kullanılmıştır. Sermaye Piyasası Kurulunun yayımladığı tebliğde (SPK, 2013) ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı Ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun’da Sukuk yerine Kira Sertifikası ifadesi yer almaktadır. İsimlendirmedeki bu tercihte ilk Sukuk ihraçlarının kira sözleşmesine dayalı modelleri esas almasının etkisi olduğu değerlendirilmektedir. Sukuk ihraçlarının kira ya da kâr esaslı modellere dayalı olarak yapılabileceği göz önüne alındığında “Kira Sertifikaları” şeklindeki bir isimlendirmenin kelimenin gerçek anlamını bütünüyle kuşatamadığı düşünülmektedir. Kira sertifikalarının İngilizce dilindeki karşılığı olarak kullanılan “Lease Certificates” ifadesi uluslararası yazında genellikle Türkiye Kamu Hazinesi tarafından yapılan Sukuk ihraçları için kullanılmaktadır.

Sukuk her ne kadar kısa ve öz olarak “sertifikalar” anlamına gelse de, bu kavramın finans ıstılahı olarak farklı tanımları yapılmıştır. Literatürde Sukuk kavramına ilişkin farklı tanımların hemen hemen tamamında ortak olan özellikler şu şekilde sıralanabilir: (i) hukuki belge niteliğini haiz, (ii) ortaklık hakkı sağlayan, (iii) standart (misli), (iv) belli bir meblağı/parasal değeri gösterip temsil eden evraklardır.

Sukuk, sertifika olarak tercüme edildiği takdirde hem faizli hem de faizsiz sertifikalar olabileceği gerçeği göz ardı edilmemelidir. Sukuk kavramını İslami finans çalışmalarının merkezine koyan ve bu kavrama İslam’a uygunluk statüsü kazandıran hususun Sukuk’un sağladığı ortaklığın ya da temsil ettiği ticari işlemlerin İslam hukukuna uygunluğu olduğu düşünülmektedir. Nitekim Sukuk çeşitleri incelendiğinde de görüleceği

üzere Sukuk temsil ettiği ticari işleme göre farklılaşmaktadır. Bu çerçevede, AAOIFI yayımlamış olduğu Sukuk standartlarında, 14 farklı Sukuk çeşidi belirlemiş ve en yaygın kullanılan Sukuk çeşitlerini İcara, Müşareke, Mudaraba, Murabaha, İstisna' ve yapılabılır olduğu takdirde bu çeşitlerin bileşimleri (hibrit) olarak sıralamıştır (AAOIFI, 2003). Sukuk ihraçları, İslam'a uygunluk fetvası alınarak gerçekleştirilmektedir. Dünya piyasalarında bu alanda uzmanlaşmış ilahiyatçıların yer aldığı birçok fetva kurulu (Shariah Board) bulunmaktadır. İhraççılar tarafından yapılan Sukuk satışları bu kurulların vereceği fetvalar ile mümkün olmaktadır.

Sukuk, yaygın finansal araçlar olan tahvil ve hisse senedi ile benzeşen ve farklılaşan özellikler içermektedir. Sukuk, ihraççısı açısından bir borç enstrümanı (debt instrument) olarak değerlendirilmekte, kredi/borç sermaye piyasalarında (debt capital markets) işlem görmekte ve sabit getirili (fixed-income) finansal araçlar kategorisinde sınıflandırılmaktadır. Sukuk sertifikaları, borçlanma piyasalarında ihraç edilmesi ve düzenli nakit akışı sağlaması itibarıyla tahvillerle benzeşirken yatırımcısına mülkiyet hakkı vermesi cihetiyle de hisse senetlerine benzemektedir. Ayrıca, yatırımcısına ilgili olduğu varlıklar üzerinde tam tasarruf yetkisi sağlayan Sukuk, bu varlıklardan elde edilecek gelirlere ortaklık sağlamak ve varlıkların satılması durumunda elde edilecek hasılatı yatırımcısına pay alma hakkı vermektedir (Andreas, 2007).

Sukuk, ihraççısı için bir finansman aracı iken alıcısı için bir yatırım aracı olmaktadır. Sukuk ihraç eden kamu ve özel sektör kurum ve kuruluşları bu sayede yeni bir borçlanma aracını kullanarak enstrüman çeşitliliği sağlamakta, faizsiz finans piyasalarına erişim imkanı elde ederek yeni bir piyasaya açılmış olmakta, geleneksel finans yatırımcılarına ilave olarak İslami prensiplere uygun olarak yatırım yapmak isteyen yeni bir yatırımcı grubuna erişim sağlayarak kümelenme riskini⁹ azaltmaya çalışmaktadırlar. Yatırımcılar açısından değerlendirildiğinde ise, Sukuk piyasaları

⁹ Kümelenme riski, borçlanıcı açısından belirli bir yatırımcı grubuna ve/veya coğrafi bölgeye bağlı kalmak anlamında kullanılmıştır.

sayesinde, bireysel ve kurumsal yatırımcılar yeni bir enstrümana ve İslami prensiplere uygun bir yatırım aracına kavuşmuş olmaktadır.

Sukuk piyasalarının gerek ihraççılar gerekse yatırımcılar açısından zikredilen önemine binaen 2000’li yılların başından itibaren ivme kazanarak büyüdüğü gözlemlenmiştir (Dar ve Azami, 2012).

1.2.3 Tarihi Gelişimi ve Küresel Sukuk Piyasalarına Bakış

İlk Sukuk ihracı yabancı bir petrol şirketi olan Shell tarafından 1990 yılında Malezya sermaye piyasasında gerçekleştirilmiştir (IIFM, 2011). Söz konusu ihraç ile sağlanan finansman tutarı 125 milyon Malezya Ringiti (yaklaşık 33 milyon ABD Doları) olmuştur. Küresel piyasalar açısından ilk Sukuk ihracı olarak kabul gören bu ihracın öncesinde de bazı İslami sertifika ihraçları olmuştur¹⁰.

2000’li yıllara kadarki dönemde gerçekleştirilen Sukuk ihraçlarının tezgâh üstü piyasalarda ve sınırlı sayıda yatırımcıya satıldığı anlaşılmaktadır. 2000’den sonra yatırımcıların taleplerinin dikkate alınması ve rekabetçi bir ortamın oluşmaya başlamasıyla birlikte Sukuk ihraçlarının organize borsalara doğru kaydığı gözlemlenmiştir.

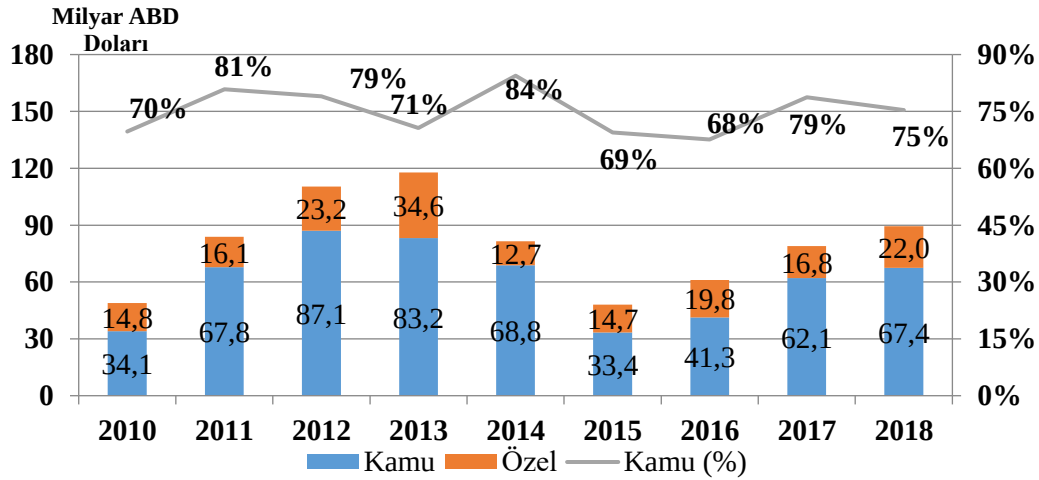
Sukuk hacminin giderek artmasında önemli bir aşamanın 2007 yılında ABD merkezli olarak başlayan gayrimenkul piyasası kaynaklı küresel finansal kriz olduğu değerlendirilmektedir. ABD’de başlayıp Avrupa’ya yayılan kriz neticesinde, ABD ve Avrupa finans piyasalarında işlemler neredeyse donmuş, trilyonlarca dolar büyüklüğünde finansal zarar söz konusu olmuştur. Aynı dönemde Asya ve Orta Doğu piyasaları söz konusu krizden görece daha az etkilenmiş, eş zamanlı olarak petrol fiyatlarındaki yükseliş petrol ihraççısı olan bölge ülkelerinin finansal durumuna ilave katkıda bulunmuştur. Küresel piyasalarda fon ihtiyacı olanlar açısından cazip hale gelen Körfez ve Asya

¹⁰ 1977 yılında Ürdün’de, 1981 yılında Pakistan’da ve 1983 yılında Malezya’da Mudaraba senetleri ihraç edilmiştir (Bayındır, 2015).

piyasaları, İslami fonların da en yoğun bulunduğu bölgeler olması nedeniyle bu piyasalardaki Sukuk ihraçlarında ve talebinde artış gözlenmiştir.

Sukuk ihraçları, ihraççı tüzel kişiliğine göre kamu Sukuk ihraçları ve özel sektör Sukuk ihraçları olarak ikiye ayrılmaktadır. Kamu sektörü, genellikle ülkelerin maliye bakanlıkları ile hazine birimleri tarafından bütçe finansmanı amacıyla Sukuk ihraç ederken; özel sektör, finansman ihtiyacını karşılamak ve nadiren de sermaye artırımını sağlamak amacıyla bu sertifikaları ihraç etmektedir. Bankalar gibi finansal kuruluşlar ve reel sektör şirketleri özel sektörü oluşturmaktadır. Şekil 1.2’de ihraççı kimliğine göre Sukuk ihraçlarının yıllar içerisindeki durumu gösterilmiştir.

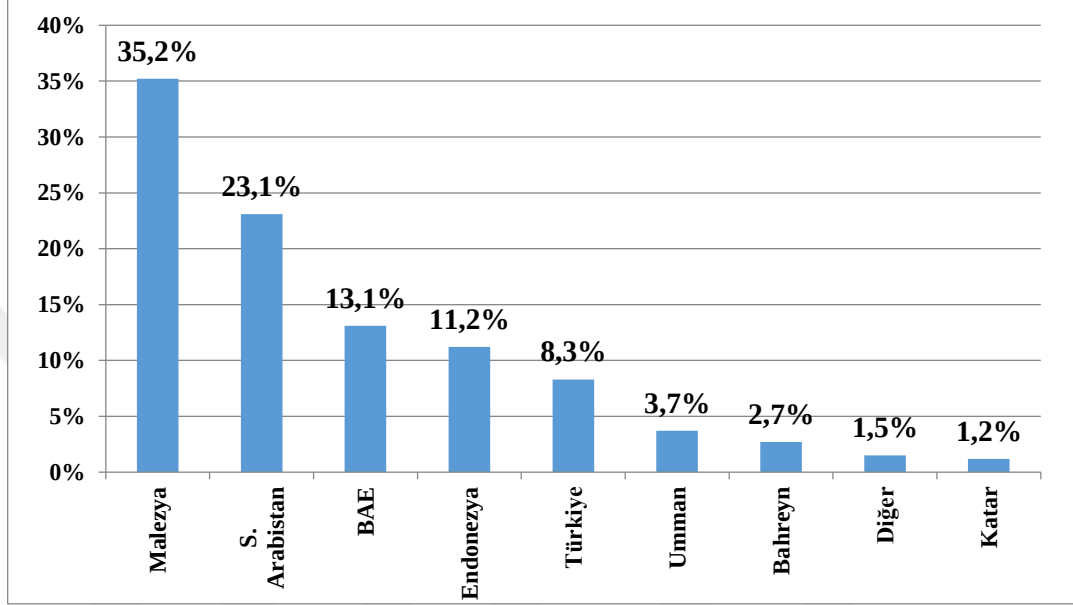
Şekil 1.2: İhraççı Kimliğine Göre Küresel Sukuk İhraçlarının Seyri (2010-2018)



Kaynak: Sukuk Report 2019, International Islamic Financial Markets (IIFM), 2019, https://www.iifm.net/wp-content/uploads/2019/08/IIFM-Sukuk-Report-8th-Edition_4.pdf

Küresel Sukuk piyasalarında ihraç büyüklüğü itibarıyla Asya ve Orta Doğu bölgelerinin lider konumda olduğu görülürken; ülkeler itibarıyla Malezya, Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri (BAE) ve Endonezya göze çarpmaktadır. 2018 yılsonu itibarıyla toplam Sukuk ihraç büyüklüğüne göre küresel Sukuk ihraçlarında Türkiye’nin payı %8,3 olmuştur (IFSB, 2019). Ülke sıralamasında ise Türkiye beşinci ülke konumundadır (bkz. Şekil 1.3).

Şekil 1.3: Küresel Sukuk İhraçlarında Ülkelerin Payı (2018)



Kaynak: Islamic Financial Services Industry Stability Report, Islamic Financial Services Board, 2019, <https://www.ifsb.org/download.php?id=5231&lang=English&pg=/sec03.php>

1.2.4 İhraç Modelleri

Sukuk her ne kadar genel bir adlandırma olsa da önceki alt başlıkta belirtildiği üzere, farklı sözleşmelere dayalı olarak çeşitli Sukuk ihraç modelleri ihdas etmek mümkündür. Bu kapsamda, en çok kullanılan İcara, Murabaha, Müşareke, Mudaraba, İstisna', Seleem ve Vekâlet modelleri incelenecektir.

Sukuk ihraçlarında en az üç taraf bulunmaktadır. Bu taraflar, fonun nihai kullanıcısı ya da borçlanıcı (Obligor), Özel Amaçlı Şirket (ÖAŞ), ve fon sağlayıcılar ya da yatırımcılardır.

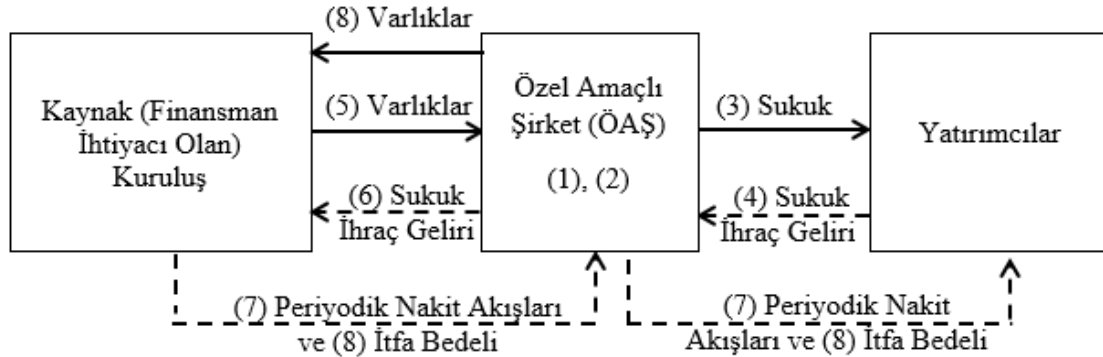
Fonun nihai kullanıcısı olan şirket veya kamu kurumu esas borçlanıcı konumunda olup yatırımcılara karşı yükümlülük altına giren tüzel kişiliktir.

ÖAŞ'ler, nihai fon kullanıcısı şirket ya da kamu kurumu tarafından kurulmakta ve Sukuk sertifikalarının satışı ÖAŞ'ler aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. ÖAŞ'lerin kurulması, Sukuk ihraçları için oluşturulan varlık havuzunu nihai fon kullanıcısının bilançosundan ayırarak fon kullanıcısının iflas etmesi durumunda varlıkların yatırımcı

adına korunması ve icra konusu edilmemesi gayesine dayanmaktadır. Sukuk ihraçlarına dayanak teşkil eden varlıkların ÖAŞ'ye devredilmesi gerektiğinden, ÖAŞ bu varlıkları yatırımcı yararına muhafaza etmekle yükümlü kılınmaktadır. Özet olarak, ÖAŞ'ler sadece Sukuk ihraç etmek ve varlıkları yediemin vasfıyla muhafaza etmek amacıyla kurulmuş, başka bir ticari işlem yapamayacağı kuruluş sözleşmesinde belirtilmiş şirketlerdir.

Standart bir Sukuk ihracında yer alan üçüncü aktör fon fazlası olan yatırımcılardır. Yatırımcılar, ÖAŞ'nin ihraç ettiği Sukuk sertifikalarını almakla ÖAŞ bünyesinde tutulan varlıklara sahip veya ortak olmaktadır. ÖAŞ'nin bu varlıkları değerlendirme usulüne göre periyodik olarak kâr veya kira geliri elde ederek yatırımlarını nemalandırmaktadırlar. Şekil 1.4'te standart bir Sukuk ihracının aşamaları gösterilmektedir.

Şekil 1.4: Standart Bir Sukuk İhracının Aşamaları



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 1.4'te gösterilen standart Sukuk ihracı şu adımlardan oluşmaktadır:

- (1) Kaynak kuruluş tarafından ÖAŞ'nin kurulması
- (2) ÖAŞ'nin Sukuk ihracına çıkacağını duyurulması
- (3) Sukuk ihracı
- (4) Sukuk ihraç gelirlerinin ÖAŞ'ye iletilmesi
- (5) ÖAŞ'nin Sukuk ihraç gelirleri ile Kaynak kuruluşun varlıklarını alması
- (6) Sukuk ihraç gelirlerinin alım bedeli olarak Kaynak kuruluşa iletilmesi
- (7) İslami akdin türüne göre Kaynak kuruluşun yatırımcılara periyodik ödemeler yapması

(8) Vade sonunda varlıkların Kaynak kuruluş tarafından geri satın alınması ve satın alım bedelinin yatırımcılara iletilerek Sukuk sertifikalarının itfa edilmesi

Yukarıda gösterilen standart ihraç modeli, kullanılan İslami akitlere göre bazı farklılıklar gösterebilmektedir. İslami akit türlerine göre en çok kullanılan Sukuk ihraç modelleri alt başlıklarda detaylarıyla açıklanmaktadır.

1.2.4.1 İcara Sukuk Modeli

İcara Sukuk, küresel piyasalarda sıklıkla ihraç edilmektedir. Arapça bir kelime olan “İcare” Türkçe’de “Kiralamak” anlamına gelmektedir (Bardakoğlu, 2000). İcara Sukuk (veya Arapça tamlama kurallarına uygun olarak Sukuk-ul İcara) “Kira Sertifikası” olarak Türkçeleştirilmiştir. Önceki kısımlarda da belirtildiği üzere kira sertifikaları kavramı Sukuk türlerinin tamamını kapsayacak şekilde kullanılmış olsa da tam olarak İcara Sukuk’un karşılığı olduğu düşünülmektedir.

İcara Sukuk modelinde yatırımcıların elde ettiği periyodik nakit akışları kira sözleşmesine dayanmaktadır. Kira akdinin kurulabilmesi için bu modele dayanak oluşturan varlıkların kiralanabilir özellikte bulunması şarttır (Bayındır, 2015). Varlıklar, somut yani elle tutulur gözle görülür fiziki bir yapıya sahip (tangible) olabileceği gibi menfaat ve haklar türünden soyut (intangible) da olabilmektedir. İcara Sukuk sertifikaları, kira geliri sağlayan bir varlığın mülkiyetini temsil etmekte oldukları için ikincil piyasada işlem görmesi bu mülkiyet hakkının bir başkasına devri anlamına gelmekte ve İslami açıdan caiz olarak görülmektedir. Bu nedenle İcara Sukuk sertifikaları ikincil piyasada işlem görebilmektedir.

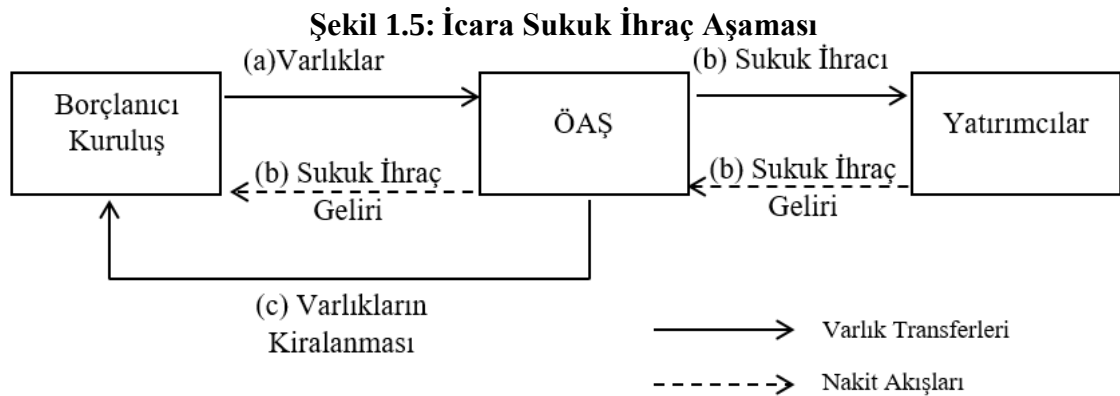
İcara modelinde fon ihtiyacı olan kuruluş, varlıklarını ÖAŞ’ye belirli bir bedel karşılığında satmaktadır. ÖAŞ, fon ihtiyacı olan kuruluştan bu varlıkları almak için gerekli olan fonu yatırımcılara Sukuk sertifikalarını ihraç ederek toplamaktadır. ÖAŞ, söz konusu varlıkları kendi nam ve hesabına, yatırımcıların yararına olmak üzere satın almaktadır. Satın alma işleminin ardından varlığın mülkiyeti ile varlıkla ilişkili menfaat ve haklar ÖAŞ’ye geçmiş olmaktadır. Mülkiyetin ÖAŞ’ye devri ile birlikte bahse konu varlıkların

bakım/onarım giderleri yatırımcıların uhdesine geçmektedir. Ayrıca, yatırımcılar dilediği zaman söz konusu varlıkları elden çıkarma hakkına da sahip olmaktadır.

Sukuk sertifikaları belirli bir dönem boyunca yatırımcısına kira geliri sağlarken, dönem sonunda varlığın borçlanıcı kuruluşa ya da başka bir kuruluşa satışı suretiyle sermaye geliri de sunmaktadır. Nakit akışının bu yapısı ile geleneksel finansal araçlardan birisi olan tahvillerle benzeşmektedir.

İslami finans piyasalarındaki İcra Sukuk ihraçlarında ÖAŞ'ye devredilen varlıkların vade sonunda tekrar borçlanıcı kuruluşa satışı standart bir uygulama halini almış bulunmaktadır. Fon ihtiyacı olan kuruluşlar, ekonomik değeri olan ancak herhangi bir şekilde nakit akışı sağlamayan somut ya da soyut varlıklarını Sukuk ihraçlarında kullanmak suretiyle kaynak oluşturabilmektedir. Ancak, burada amaç söz konusu varlıkları özel sektör açısından nihai satış veya kamu sektörü açısından özelleştirme yoluyla elden tamamen çıkarmak olmadığı için belirli bir süre sonunda ihraççılar bu varlıklarını tekrar geri almaktadırlar. Diğer bir ifadeyle, Sukuk sayesinde şirketler ve kamu sektörü varlıklarını nihai olarak satmak zorunda kalmadan fon sağlayabilmektedirler.

İslami finans piyasalarında, standart bir İcra Sukuk modelinde, ihraç, periyodik nakit akışları ve itfa olmak üzere üç süreç bulunmaktadır. Bu süreçler aşağıda açıklanmaktadır.

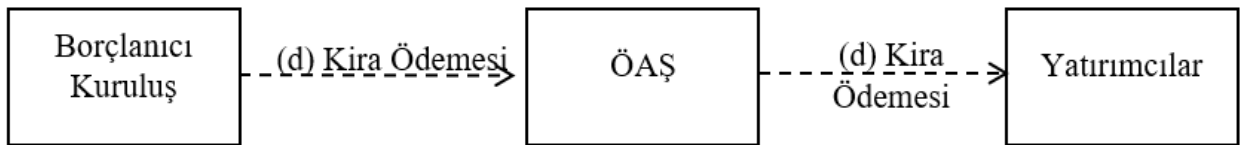


Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 1.5’te gösterilen ihraç aşamasında üç işlem gerçekleşmektedir:

- a. Varlıkların ÖAŞ’ye satışı: Borçlanıcı kuruluş, fiziki varlıklarını veya sahip olduğu hak ve menfaatleri belirli bir bedel karşılığında ÖAŞ’ye satmaktadır. Bu bedel, Sukuk ihracı tutarına denk bir bedel olup borçlanıcı fon ihtiyacını satış gelirini elde etmek suretiyle karşılamış olmaktadır.
- b. ÖAŞ’nin Sukuk ihracı: ÖAŞ Sukuk ihracı gerçekleştirerek varlıkların alımı için gerekli fonu yatırımcılardan toplamaktadır. Sukuk alan yatırımcılar, ÖAŞ aracılığıyla borçlanıcı kuruluşun varlıklarını satın almış olmaktadır. (a) ve (b) maddelerinde yer alan işlemler eş zamanlı olarak gerçekleştirilmektedir. Diğer bir ifadeyle, Sukuk ihracının gerçekleştirildiği gün borçlanıcı kuruluştan varlıkların alımı da yapılmaktadır. Bu nedenle, bu iki işlem arasında zaman açısından bir öncelik sonralık durumu bulunmamaktadır.
- c. Varlıkların borçlanıcı kuruluşa kiralanması: ÖAŞ sahibi olduğu varlıkları borçlanıcı kuruluşa belirli bir süreliğine kiralamakta ve bu süre boyunca da belirli dönemlerde kira ödemesi yapılması kararlaştırılmaktadır. Kira oranı ve ödeme zamanları, ÖAŞ ile borçlanıcı kuruluş arasında yapılan kira sözleşmesinde açıkça belirtilmek durumundadır. Kira akdinin bu şekilde kurulması sayesinde yatırımcılara düzenli bir nakit akışı sağlanmış olmaktadır.

Şekil 1.6: İcara Sukuk Periyodik Nakit Akışları Aşaması



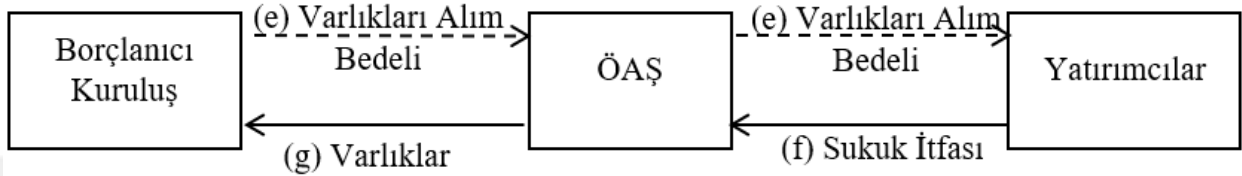
Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 1.6’da periyodik kira ödemeleri aşaması gösterilmektedir.

- d. Borçlanıcı kuruluş, ÖAŞ’den belirli bir dönem için kiraladığı varlıkları kullanmasının bedeli olarak düzenli kira ödemeleri yapmaktadır. ÖAŞ ise bu kira ödemelerini Sukuk sahipleri (yani varlıkların mülkiyetine sahip) olan yatırımcılara

iletmektedir. Kira oranı taraflarca belirlenirken varlıkların mahiyeti ve benzer gösterge oranlar dikkate alınabilmektedir.

Şekil 1.7: İcra Sukuk İtfa Aşaması



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

İcra Sukuk sertifikalarının itfa süreci ise Şekil 1.7’de yer almaktadır.

- e. Borçlanıcı kuruluş, Sukuk ihraç tarihi itibarıyla ÖAŞ’ye satmış olduğu varlıklarını, Sukuk sertifikalarının vadesi sonunda piyasa fiyatı üzerinden satın almaktadır. ÖAŞ, söz konusu varlıkları borçlanıcıya satmak suretiyle elde ettiği satış gelirlerini yatırımcılara iletmektedir.
- f. ÖAŞ’nin satış gelirlerini yatırımcılara iletmesiyle birlikte Sukuk sertifikaları itfa olmaktadır. Sertifikalar fiziki olmadığı için bu itfa işlemi yatırımcıların hesapları üzerinden elektronik olarak gerçekleştirilmektedir.
- g. ÖAŞ, bir yandan varlık alım bedellerini yatırımcılara iletirken diğer taraftan varlıkların mülkiyetini de borçlanıcı kuruluşa devretmekte ve Sukuk ihraç işlemi son bulmaktadır.

1.2.4.2 Murabaha Sukuk Modeli

Murabaha, “*bir malın alış fiyatı veya maliyeti üzerine belirli bir kâr konarak satılmasını ifade eder*” (Dönmez, 2006). Murabaha akdi İslami bankacılıkta yaygın olarak kullanılmaktadır. Bir sermaye piyasası aracı olarak Murabaha akdine dayalı Sukuk sertifikası ihracı ise bankacılıktaki kullanımına göre daha az tercih edilmektedir. Murabaha akdine dayalı Sukuk ihracı konusunda Malezya’nın piyasalara öncülük ettiği gözlemlenmektedir.

Sermaye piyasası aracı olarak Murabaha Sukuk kısa (1 yıl ve daha az) ve orta vadeli (1-5 yıl arası vadeler) olarak ihraç edilmektedir. Murabaha Sukuk, bir borç senedi hükmünde olduğu için ikincil piyasada işlem görmesi İslam hukuku açısından uygun görülmemektedir (Nisar, 2008). Borç senedini yazılı değerinden farklı bir değer üzerinden değiş tokuş etmek faizli muamele hükmüne girdiği için yasaklanmıştır (Bayındır, 2015).

Murabaha akdi tesis etmek suretiyle finansman sağlamak çoğunlukla İslami bankacılık sektöründe kullanılmaktadır. Bir sermaye piyasası aracı olarak Murabaha Sukuk ise bankacılıkta yerleşik olan uygulamadan farklılık arz etmektedir. Literatürde Murabaha Sukuk modeline ilişkin farklı gösterimler olduğu, hatta bir kısım akademik tezlerde Murabaha Sukuk modelinin katılım bankaları tarafından gerçekleştirilen Murabaha akdine dayalı kredi kullanımı ile benzer olarak gösterildiği tespit edilmiştir (bkz. Aslan, 2012). Sermaye piyasaları ile finansman ve banka finansmanı arasındaki farkın göz ardı edilmesinden kaynaklandığı düşünülen bu karışıklığın giderilmesi gerekmektedir. Banka finansmanını kullanan gerçek ve tüzel kişiler bu finansman aracılığıyla ihtiyaç duyduğu ve Murabaha akdine konu olan varlıkları elde etmeyi amaçlamaktadır. Örnek olarak gerçek kişiler için otomobil, tüzel kişiler için makine ve teçhizat gibi varlıkları saymak mümkündür. Ancak, sermaye piyasaları aracılığı ile finansmanda borçlular için nihai amacın genellikle nakit fon ihtiyacını karşılamak olduğu değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Sukuk ihracıyla Murabaha konusu varlıkların borçlanıcıya geçtiği durumların sermaye piyasalarını kullanarak finansman sağlanması kavramının maksadına uygun olmadığı düşünülmektedir. Murabaha Sukuk ihraçlarında genellikle standart borsalarda işlem gören emtialar varlık olarak kullanılmaktadır. Fon ihtiyacı olan borçlanıcı açısından Murabaha konusu malın (varlığın) mahiyeti önem arz etmemekte, asıl önemli unsur, belirtildiği üzere, bu modelin uygulanması neticesinde borçlanıcının hesabına geçmesi beklenen nakit fon miktarı olmaktadır. Bu nedenle, Murabaha Sukuk modeli için emtia borsalarında işlem gören çeşitli emtialar (palmiye yağı ve pamuk gibi) varlık olarak tercih edilmektedir. Ancak, altın ve gümüş İslam hukuku

1b. ÖAŞ, ihraç ettiği Sukuk sertifikalarının gelirlerini elde etmektedir.

2a. ÖAŞ, spot fiyat üzerinden emtia satın almak üzere Sukuk gelirlerini birinci emtia simsarına (Emtia Simsarı-I) iletmektedir. Bu aşamada, emtianın spot yani piyasada o an için geçerli olan fiyat üzerinden alınması önem arz etmektedir. Gösterimi anlaşılır kılmak adına bu bedelin farazi olarak 100 TL olduğu varsayılmaktadır.

2b. Emtia Simsarı-I, murabaha konusu emtiayı Sukuk bedeli karşılığında ÖAŞ'ye teslim etmektedir. Ancak, bu teslim fiziki bir teslim olmak zorunda değildir ve uygulamada da fiziki teslim gerçekleşmemektedir. Teslim işlemi, belirli özellikleri taşıyan emtianın sahipliğinin ÖAŞ'ye elektronik olarak devredilmesiyle vuku bulmaktadır. Emtia borsaları standart yapılar olduğu ve işleme konu olan emtialar da belirli saklama yerlerinde fiziki (somut) olarak bulunduğu için elektronik hesaplar üzerinden sahipliğin el değiştirmesi suretiyle işlemler gerçekleştirilmektedir.

3a. ÖAŞ, spot fiyat üzerinden almış olduğu emtiayı borçlanıcı kuruluşa “emtia peşin, bedel vadeli” olarak satmaktadır. Bu aşamada, vadeli bir satış söz konusu olduğu için emtia maliyetinin üzerine belirli bir kâr marjı eklenmektedir. Vade süresi Sukuk sertifikalarının vadesi kadar olmaktadır. Örnek üzerinden açıklamak gerekirse, 100 TL'ye mâl olan emtia, borçlanıcıya bedeli, farazi olarak, 1 yıl sonra ödenmek üzere 105 TL'ye satılmaktadır. Bu durumda, Sukuk sertifikalarının vadesi 1 yıl ve bu işlemde yatırımcıların elde edeceği kâr 5 TL olmaktadır.

3b. Borçlanıcı, ÖAŞ ile vadeli alım sözleşmesi imzalamak suretiyle emtiayı almakta ve alım bedelini vadesinde ödemek üzere yükümlülük altına girmektedir.

4a. Borçlanıcı, bir önceki adımda satın almış olduğu emtiayı spot fiyatı (100 TL) üzerinden ikinci emtia simsarına (Emtia Simsarı-II) satarak emtia bedeli olan nakde kavuşmaktadır. Emtia Simsarı-I ve Emtia Simsarı-II birbirinden farklı emtia simsarlarıdır. Organize emtia borsalarında Murabaha Sukuk işlemlerinde görev

alan uzman emtia simsarları bulunmakta ve bu alım-satım işlemleri kolaylıkla halledilebilmektedir.

4b. Emtia Simsarı-II, borçlanıcıdan almış olduğu emtianın bedelini ödemektedir.

5a. Borçlanıcı 3b adımındaki vadeli alım sözleşmesinin gereği olarak Sukuk vadesinde (örneğe göre 1 yıl sonra) emtia alım bedelini ÖAŞ'ye iletmektedir.

5b. ÖAŞ, emtia satış gelirini Sukuk yatırımcılarına iletmekte ve Sukuk sertifikaları itfa edilmiş olmaktadır.

Bu işlemlerin sonunda, Borçlanıcı ihtiyaç duyduğu fona kavuşurken yatırımcılar da emtia satışından kâr elde etmektedirler.

1.2.4.3 Müşareke ve Mudaraba Sukuk Modelleri

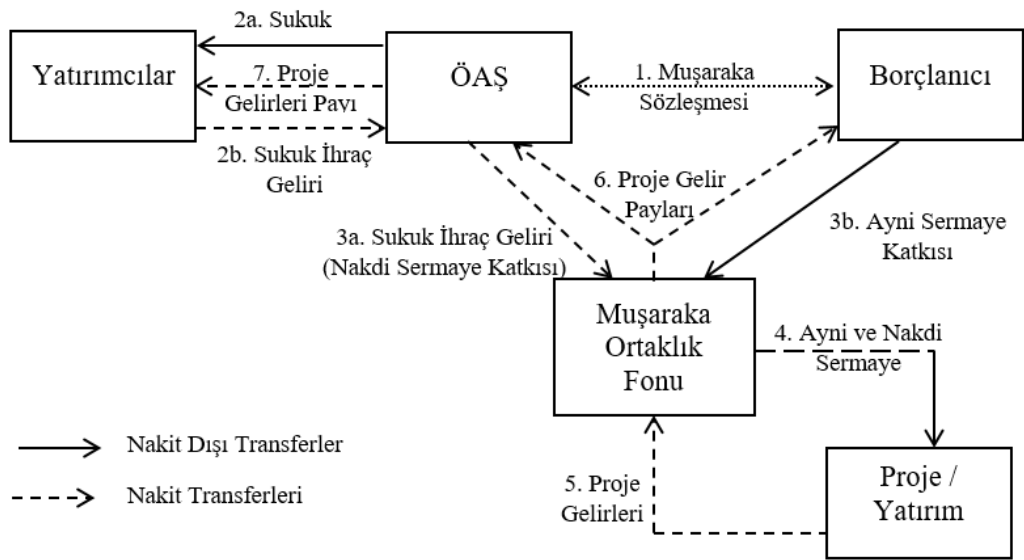
Müşareke ve Mudaraba Sukuk modelleri temel olarak ortaklığa dayalı modellerdir. Müşareke modeli, sermaye ortaklığını esas alırken Mudaraba modeli emek-sermaye ortaklığı olarak tanımlanmaktadır. Her iki modelde de borçlanıcı ile yatırımcılar arasında bir ortak girişimin kurulması söz konusudur. Müşareke modelinde, yatırımcılar da borçlanıcı da sermaye koyarak ortaklaşa bir girişim gerçekleştirmektedir. Mudaraba modelinde ise; yatırımcı, sermaye sahibi (rabbü'l-mâl) konumunda iken borçlanıcı emek koyan yani işletmeyi üstlenen taraf konumundadır (mudârib). Her iki model de kâr paylaşımı esasına dayanmaktadır. Yani, yatırımcılar ile borçlanıcı arasında önceden belirlenen oranlar çerçevesinde elde edilecek kârın paylaşılması esas alınmaktadır. Ortaklığın zarar etmesi durumunda, Müşareke modelinde zarar sermayeler oranında paylaşılırken Mudarabe modelinde zarar, ortak girişimin işletmesinde iradî bir kusur veya zarara yol açıcı büyük bir ihmâl olmaması durumunda, sadece sermaye koyan tarafça (yatırımcılar) üstlenilmekte; emek sahibi ise emeğinin karşılığını alamamaktadır.

İcara ve Murabaha modellerinde yatırımcıların kira ve kâr oranı önceden belirlenebilirken ortaklığa dayalı modellerde kâr oranı önceden belirlenmemektedir. Bu haliyle yatırımcılar açısından bir belirsizlik içerdiğinden Sukuk ihraç modeli olarak borçlanıcılar tarafından daha az tercih edilmektedir. Diğer taraftan, riskin bu şekilde

paylaşımına imkân tanınması ve genellikle bir proje ya da yatırımın finansmanına imkân tanıyarak ekonomiye pozitif katkı yapması nedeniyle İslam iktisadi anlayışına ve ruhuna daha uygun olduğu değerlendirilmektedir.

Müşareke ve Mudaraba Sukuk ihraç modelleri şekilsel olarak sırasıyla Şekil 1.9'da ve Şekil 1.10'da gösterilmektedir.

Şekil 1.9: Müşareke Sukuk İhraç Modeli



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 1.9'da gösterilen Müşareke Sukuk modelinin işlem adımları aşağıda özetlenmektedir.

1. Borçlanıcı kuruluş ile ÖAŞ arasında ortak girişim sermayesi kurulmasını öngören Müşareke sözleşmesi imzalanarak Müşareke Ortaklık Fonu kurulmaktadır. ÖAŞ, bu sözleşmede yatırımcıları temsil eden taraf konumunda bulunmaktadır. Bu aşamada, Müşareke ortaklığının hangi şartlar çerçevesinde kurulacağı belirsizlik içermeyecek şekilde belirlenmekte ve sözleşmeye kaydedilmektedir. Örneğin, tarafların hangi oranda sermaye ile katılım

sağlayacağı ve kârın hangi oranlar ile taraflar arasında paylaştırılacağı gibi detaylar net bir şekilde sözleşmede yer almaktadır.

2a. ÖAŞ, Müşareke akdine dayalı olarak yatırım yapmak üzere yatırımcılardan fon talep etmek amacıyla Sukuk sertifikalarını ihraç etmektedir. Sertifikalar, Müşareke Ortaklık Fonu tarafından hayata geçirilecek projelerde yatırımcılara ortaklık imkânı sunmakta ve yatırımcıları elde edilecek kârda hak sahibi kılmaktadır.

2b. ÖAŞ, ihraç ettiği Sukuk sertifikalarının gelirlerini elde etmektedir.

3a. ÖAŞ, Sukuk ihraç gelirlerini nakit sermaye olarak Müşareke Ortaklık Fonu'na aktarmaktadır.

3b. Borçlanıcı, sahibi olduğu gayrimenkulü ya da benzeri aynî bir varlığı ortaklık fonuna kendi adına sermaye katkısı olarak devretmektedir. Borçlanıcı, nakdi katkıda da bulunabilmektedir.

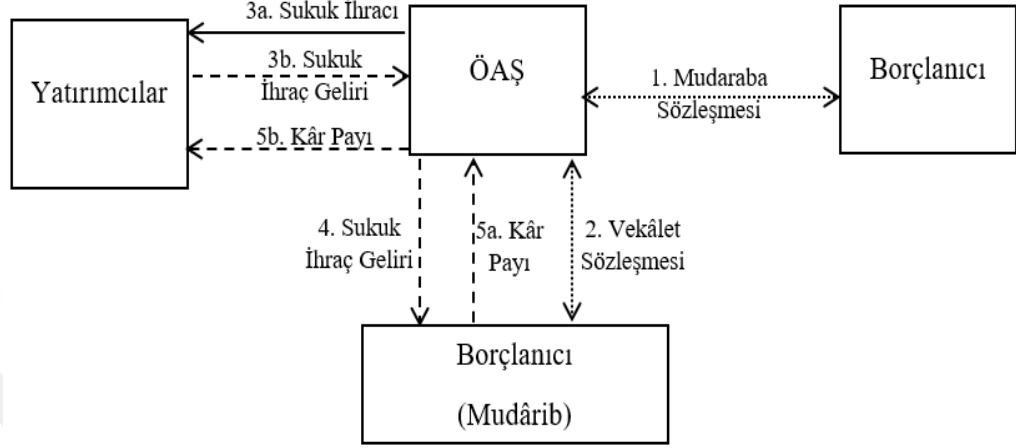
4. Müşareke Ortaklık Fonu elde ettiği sermayeyi, finanse edeceği projeye aktarmaktadır. Söz konusu olan proje, Borçlanıcı tarafından gerçekleştirilmek istenen ve fon ihtiyacının bulunduğu bir projedir. Bu nedenle, Borçlanıcı Müşareke Sukuk ihracı gerçekleştirmektedir.

5. Projenin gelir üretmeye başlaması ile birlikte söz konusu gelirler Müşareke Ortaklık Fonuna aktarılmaktadır.

6. Proje faaliyet kazanarak gelir üretmeye başladığında bu gelir sermaye ortakları arasında Müşareke Sözleşmesinde belirtilen oranlar çerçevesinde paylaştırılmaktadır.

7. Bu aşamada, yatırımcılara periyodik kâr payı ödemesi yapılmaktadır. Projenin kâr üretmemesi durumunda ise ortaklara kâr payı dağıtımı yapılmamaktadır. Projenin zarar etmesi durumunda ise zarar, sermaye oranları ölçüsünde ortaklara yansıtılmaktadır.

Şekil 1.10: Mudaraba Sukuk İhraç Modeli



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 1.10’da yer alan Mudaraba Sukuk modelinin işlem adımları ise şu şekildedir:

1. Borçlanıcı kuruluş ile ÖAŞ arasında emek-sermaye ortaklığı (Mudaraba) kurulmasını öngören sözleşme imzalanmaktadır. ÖAŞ, bu sözleşmede yatırımcıları temsil eden taraf konumunda bulunmaktadır. Bu aşamada, Mudaraba ortaklığının hangi şartlar çerçevesinde kurulacağı belirsizlik içermeyecek şekilde belirlenmekte ve sözleşmede kayıt altına alınmaktadır. Örneğin, kârın hangi oranlar ile taraflar arasında paylaştırılacağı gibi detaylar net bir şekilde belirlenmektedir.

2. Kurulan emek-sermaye ortaklığı girişiminin işletmecisi (emek sarf eden taraf- Mudârib) olarak Borçlanıcı kuruluşun tayin edildiğini belirten vekâlet sözleşmesi imzalanmaktadır. Bu sözleşmede, sermaye sağlayıcısının yatırımcılar adına ÖAŞ olduğu tekrar tespit edilmektedir.

3a. ÖAŞ, Mudaraba akdine dayalı olarak yatırım yapmak üzere Sukuk sertifikaları ihraç ederek yatırımcılardan fon talep etmektedir. Bu sertifikalar sayesinde yatırımcı yapılacak yatırımın ya da hayata geçirilecek projenin ortağı olmakta ve elde edilecek kârda hak sahibi konumuna gelmektedir.

3b. ÖAŞ, ihraç ettiği Sukuk sertifikalarının gelirlerini elde etmektedir.

4. ÖAŞ, Sukuk ihraç gelirlerini nakit sermaye olarak ve işletilmek üzere Borçlanıcıya aktarmaktadır.

5a. Borçlanıcı kuruluş, Mudârib sıfatıyla gerçekleştirdiği proje işlerinden elde ettiği kârın bir kısmını (Mudaraba sözleşmesinde belirlenen oran çerçevesinde) ÖAŞ'ye aktarmaktadır.

5b. Bu aşamada, yatırımcılara periyodik kâr payı ödemesi yapılmaktadır. Projenin kâr üretmemesi durumunda ise kâr payı dağıtımı olmamaktadır. Projenin zarar etmesi durumunda ise zarar, sermaye katkısı sağlayan yatırımcılar tarafından üstlenilmekte ve emek sağlayan borçlanıcı kuruluş ise emeğinin karşılığı olarak herhangi bir ücret alamamaktadır.

Ortaklığa dayalı Sukuk ihraç modelleri olan Müşareke ve Mudaraba Sukuk ihraçları sonunda borçlanıcı (ortak sıfatıyla), finansman ihtiyacı duyduğu projeyi ya da yatırımı Sukuk yatırımcılarından elde edilen fon sayesinde ve bu yatırımcıların projeye ya da yatırıma ortaklığı neticesinde gerçekleştirmiş olmaktadır. Bu modellerde Sukuk sertifikalarının itfası, borçlanıcının yatırımcılardan hisselerini satın alması suretiyle gerçekleştirilebilmektedir. Bu satın alma işlemi, vade sonunda tek seferde olabileceği gibi, her yılsonunda belirli bir hisse oranının satın alınması şeklinde zamanla yatırımcıların hesaplarındaki hisselerin azalması suretiyle de gerçekleştirilebilmektedir. Hangi yöntemin kullanılacağı borçlanıcının tercihinine bağlı olarak ihraç sözleşmelerinde açıkça zikredilmektedir.

1.2.4.4 İstisna' Sukuk Modeli

Bir fıkıh terimi olarak İstisna', "*bir kişinin ücret karşılığında nitelikleri önceden belirlenmiş bir eseri imal etmesi için yapılan sözleşme anlamına*" gelmektedir (Aktan, 2001). Tanımı ve özellikleri sebebiyle İstisna' akdine dayalı Sukuk ihraçları, uzun dönemli projelerin ve altyapı yatırımlarının finansmanını sağlamak amacıyla gerçekleştirilmektedir. Proje finansmanı ve altyapı yatırımları inşa ve gelir üretme

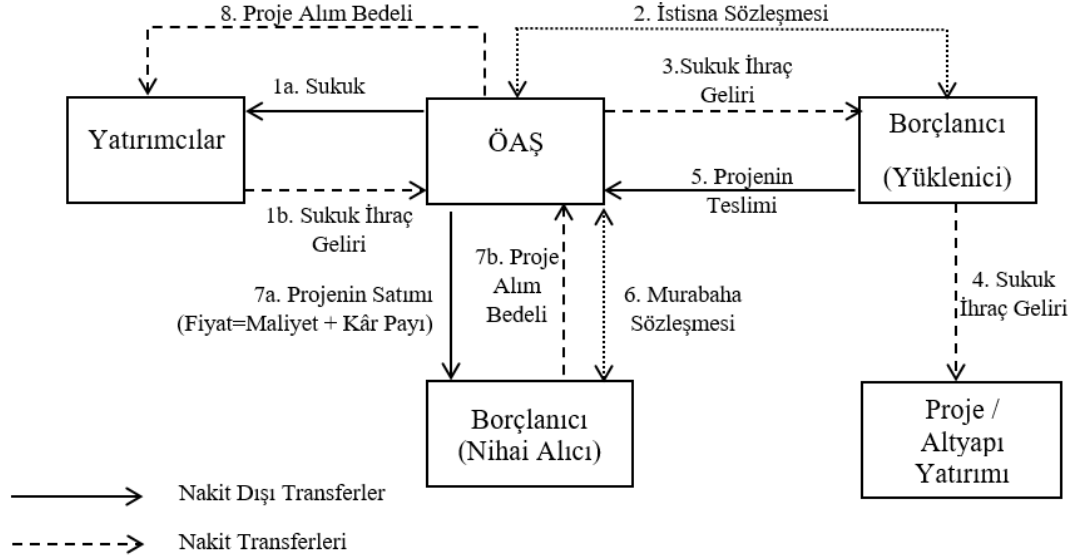
aşamalarından oluşmaktadır. Özellikle, projelerin ve altyapı yatırımlarının inşa aşamasının finansmanını İstisna' akdine dayalı Sukuk ihracı ile gerçekleştirmenin uygun olacağı değerlendirilmektedir. Uluslararası İslami finans piyasalarında, proje finansmanı amacıyla İstisna' akdine dayalı Sukuk ihraç örnekleri mevcuttur.

İstisna' akdine dayalı bir Sukuk ihracında nihai olarak yaptırılacak projenin veya altyapı yatırımının özelliklerinin, teslim tarihinin ve proje bedelinin İstisna' akdinde yer alması gerekmektedir. Bir sermaye piyasası aracı olarak ihraç edilen Sukuk, yatırımcısına periyodik nakit akışı ve/veya vade sonunda belirli bir kâr payı sağlamak durumundadır. İstisna' modelinde periyodik nakit akışlarının sağlanması amacıyla İleri Vadeli Kiralama Akdi (İcara Mevsuf fiz Zimme) ya da kâr payının söz konusu olduğu durumlarda Murabaha akdi kullanılmaktadır. Bu haliyle, İslami finans piyasalarında gerçekleştirilen İstisna' Sukuk ihraçları hibrit özellik taşımakta ve en az iki İslami akdi içermektedir.

Başka bir akde gerek olmadan sadece İstisna' akdine dayalı bir Sukuk ihracı da mümkün olmakla birlikte bu durumda yatırımcıların söz konusu projenin veya altyapı yatırımının inşa süreci tamamlanana kadar herhangi bir ara ödeme (gelir) elde etmesi mümkün gözükmemektedir. Proje ve altyapı yatırımlarının inşa süreçlerinin de orta ve uzun vadeleri gerektirmesi nedeniyle, sadece İstisna' akdine dayalı bir Sukuk ihracının uluslararası finans yatırımcılarının beklentilerini karşılamasının pek mümkün olmadığı düşünülmektedir.

Şekil 1.11'de standart bir İstisna' Sukuk ihracı aşamaları gösterilmektedir.

Şekil 1.11: İstisna' Sukuk İhraç Modeli



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

İstisna' Sukuk modelinin Şekil 1.11'de yer alan gösterimine göre gerçekleşmekte olan işlemler aşağıda özetlenmektedir

1a. ÖAŞ, Sukuk sertifikaları ihraç ederek yatırım yapmak üzere yatırımcılardan fon talep etmektedir.

1b. ÖAŞ, ihraç ettiği Sukuk sertifikalarının gelirlerini elde etmektedir.

2. ÖAŞ, borçlanıcı ile İstisna' sözleşmesi imzalamaktadır. Bu sözleşmeye göre, borçlanıcı işi gerçekleştirmek üzere yüklenici olarak tayin edilmektedir. Projenin özellikleri ve teslim tarihi (Sukuk vadesi) sözleşmede yer almaktadır ve işin bedeli Sukuk ihraç tutarına eşit olmaktadır.

3. İstisna' akdinin gereği olarak ÖAŞ, Sukuk ihraç gelirini proje bedeli olarak yükleniciye (borçlanıcı kuruluşa) iletmektedir.

4. Borçlanıcı kuruluş, Sukuk ihracı gelirlerini sözleşmedeki projeye aktararak projenin finansmanını sağlamakta ve amacını gerçekleştirmektedir.

5. Borçlanıcı, projeyi vadettiği süre içerisinde tamamlamakta –ki bu süre Sukuk sertifikalarının vadesine eşittir- ve projeyi ÖAŞ’ye teslim etmektedir. Bu işlemle birlikte İstisna’ akdinin konusu olan iş (proje) gerçekleştirmiş olmaktadır. Bu adımda, ÖAŞ yatırımcılar hesabına projenin sahibi durumundadır. Ancak, finansal yatırımcıların Sukuk sertifikalarını almaktaki gayeleri projenin kendisine sahip olmaktan çok nakdi getiri elde etmektir. Diğer taraftan, projenin kendisi ise borçlanıcı kuruluşun gerçekleştirmek istediği bir iştir. Bu nedenle, bu adımdan sonra projenin borçlanıcı kuruluşa, nakdi getirinin de ÖAŞ aracılığıyla yatırımcıya intikalini mümkün kılmak için Murabaha akdi gerekmektedir.

6. ÖAŞ ile borçlanıcı arasında Murabaha sözleşmesi imzalanmaktadır. Sözleşmeyle, ÖAŞ sahibi olduğu projeyi maliyetinin üzerine belirli bir kâr ekleyerek borçlanıcıya satmaktadır. Satış bedelinin ödenmesi peşin olabileceği gibi vadeli de olabilmektedir.

7a. Murabaha akdi gereği olarak ÖAŞ, projenin mülkiyetini muayyen bedel karşılığında borçlanıcıya devretmektedir.

7b. Borçlanıcı altıncı adımdaki Murabaha sözleşmesinin gereği olarak alım bedelini ÖAŞ’ye iletmektedir.

8. ÖAŞ, proje satış gelirini Sukuk yatırımcılarına payları oranında aktarmaktadır.

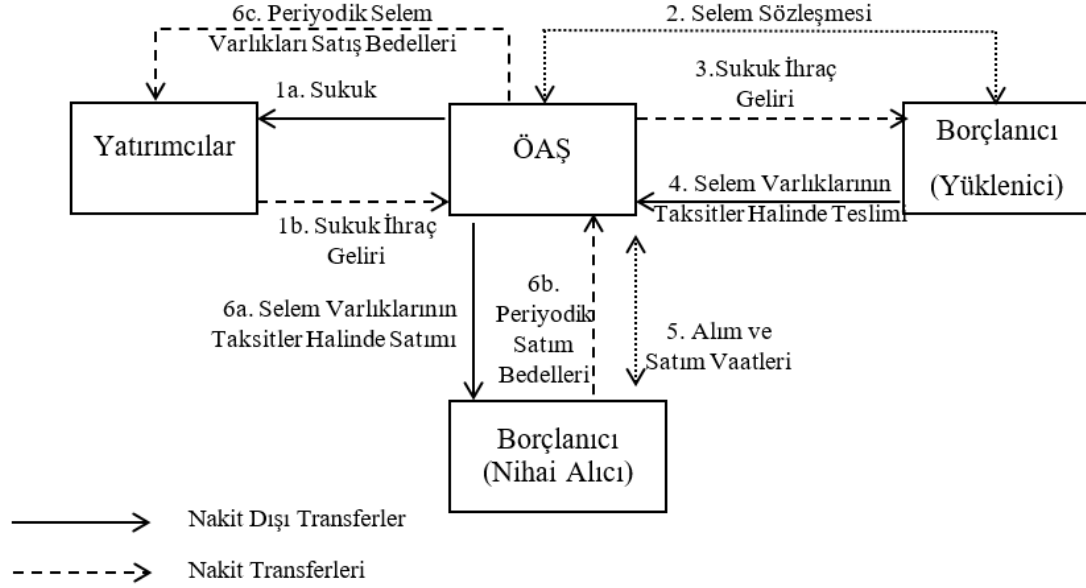
Bu modelde iki İslami akit bulunmaktadır. Bunlardan birincisi İstisna’ akdidir ki bu akit sayesinde söz konusu proje inşa edilmekte, tamamlanmakta ve gelir üretecek duruma getirilmektedir. Diğer akit ise, tamamlanan bu projenin asıl proje sahibi olmak isteyen borçlanıcıya devrini mümkün kılan Murabaha akdidir. Sukuk sertifikalarının proje finansmanı amacına matuf olarak ihraç edileceği için İstisna’ akdine ihtiyaç olduğu düşünülmektedir. Bu durumda, projenin inşa sürecinde gelir üretmesi mümkün olmadığından yatırımcının periyodik nakit akışı elde etmesi de söz konusu olamamaktadır. Proje inşa sürecinin de projenin mahiyetine bağlı olarak orta ve uzun vadelere yayılması bu ihracın finansal yatırımcılar açısından cazibesini azaltmaktadır.

Diğer taraftan, modeldeki işlem adımları takip edildiğinde, projenin tamamlanması durumunda ÖAŞ'ye devri söz konusu olmaktadır. Başka bir ifadeyle, ÖAŞ, projeye yatırımcılar (Sukuk sahipleri) adına sahip olmaktadır. İstisna' akdine dayanarak Sukuk ihraç edilmesindeki amaç, projenin finansmanının sağlanarak nihai mülkiyetin Borçlanıcı kuruluşa kalmasıdır. Murabaha akdi olmaksızın bu amaç tahakkuk etmemekte ve bu nedenle projenin tamamlanmasının ardından Murabaha akdi esas alınarak projenin mülkiyeti borçlanıcı kuruluşa bedelli bir şekilde devredilmektedir.

1.2.4.5 Selelem Sukuk Modeli

Selelem akdi "*peşin bedelle veresiye mal değişimini konu edinen*" bir satım akdidir (Aybakan, 2009). Selelem akdinin konusu geleneksel olarak toprak mahsulleri ve tarım ürünleri olmuştur (Bayındır, 2015: 109). Ancak, akdin konusu olan malların standart özelliğe sahip olması (misli mallar) yeterli görülmektedir (Aybakan, 2009). Selelem akdine dayalı Sukuk, genellikle kısa vadeli (3 ay ila 1 yıl arası) olarak ve likidite ihtiyacına binaen ihraç edilmektedir. Selelem akdinin bir satım sözleşmesi olması ve borç senedi hüviyeti taşıması nedeniyle ikincil piyasada nominal (yazılı) değerinden farklı bir değerle alım satıma konu edilmesi faizli muamele hükmünde olup İslam hukukunda caiz görülmemektedir. İkincil piyasada el değiştirme imkânı olmaması ve bazı tartışmalı işlem adımlarını içermesi nedeniyle Selelem Sukuk ihraçlarının son derece sınırlı kaldığı gözlenmektedir. Selelem akdine dayalı standart Sukuk modeli Şekil 1.12'de yer almaktadır.

Şekil 1.12: Selem Sukuk İhraç Modeli



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 1.12’de gösterilen Selem Sukuk ihraç modelinin işlem adımları şu şekildedir:

1a. ÖAŞ, Sukuk sertifikaları ihraç ederek yatırımcılardan fon talep etmektedir.

1b. ÖAŞ, ihraç ettiği Sukuk sertifikalarının hasılatını toplamaktadır.

2. ÖAŞ ile borçlanıcı arasında Selem akdi imzalanmaktadır. ÖAŞ, ihraç ettiği Sukuk sertifikalarının gelirlerini peşin bedel olarak borçlanıcıya ödemekte ve karşılığında Selem varlıklarını vadeli olarak teslim almayı kabul etmektedir.

3. Selem akdinin gereği olarak ÖAŞ, Sukuk ihraç gelirini Selem varlıklarının peşin bedeli olarak borçlanıcı kuruluşa aktarmaktadır.

4. Borçlanıcı kuruluş standartları belirlenmiş Selem varlıklarını taksitler halinde ÖAŞ’ye teslim etmektedir. Varlıkların teslimine esas teşkil edecek taksit sayısı, Sukuk sertifikaları ihraç süresi içerisinde yatırımcılara yapılması öngörülen periyodik ödeme sayısına eşit olacak şekilde belirlenmektedir. Örnek olarak, Sukuk ihraç vadesinin bir yıl olması ve yatırımcılara her altı ayda bir ödeme

yapılması durumunda, Selemler varlıkları iki taksitte (vadede) teslim edilmektedir. Birinci taksit, Sukuk ihraç tarihinden altı ay sonra ilk periyodik ödeme gününde, ikinci taksit ise Sukuk sertifikalarının vadesi gününde gerçekleştirilmektedir.

5. ÖAŞ, yatırımcılar adına kendisine taksitler halinde teslim edilen Selemler varlıklarını borçlanıcı kuruluşa taksit gününde belirlenen ve üzerinde uzlaşılan fiyattan satacağını (Sale Undertaking); borçlanıcı ise bu varlıkları üzerinde anlaşılan fiyattan alacağını (Purchase Undertaking) vadetmektedir. Bu vaatlerin bağlayıcı niteliği olmadığı için fıkıh hükümlerini ihlal etmediği kabul edilmektedir. Vaatlerin şeklen bağlayıcılığı bulunmamasına rağmen öz olarak bağlayıcı olması nedeniyle bu işlemlerin caiz olmayacağını öne süren fıkhi görüşler de mevcuttur. Selemler Sukuk modelinde, alım ve satım vaatlerinin fonksiyonu yatırımcılara periyodik ödemenin ve vade sonunda anapara ödemesinin yapılmasını temin etmektir. Bu suretle, yatırımcılar ihraç sonunda nakdi bir getiri sağlamış olurken Selemler varlıklarını da Borçlanıcı kuruluşa geri iade etmiş olmaktadır.

6a. ÖAŞ, satım vaadine uygun olarak, taksitler halinde teslim edilen Selemler varlıklarını borçlanıcı kuruluşa satmaktadır.

6b. Borçlanıcı, alım vaadine uygun olarak, taksitler halinde satılan Selemler varlıklarını üzerinde uzlaşılan bedelden satın almaktadır.

6c. ÖAŞ, satım bedellerini yatırımcılara iletmekte ve böylece periyodik nakit akışı sağlanmış olmaktadır. Sukuk vadesi dolduğunda, henüz teslim edilmemiş Selemler varlıkları, ihraç tutarına eş bir bedel ile borçlanıcıya satılmakta ve yatırımcılara anapara ödemesi bu suretle yapılmaktadır.

1.2.4.6 Vekâlet Sukuk Modeli

Vekâlet “*bir kimsenin birine kendi adına hukukî işlem yapma yetkisi vermesini ve bu yetkiyi*” tanımlayan bir akittir (Aybakan, 2013). Vekâlet akdine dayalı Sukuk ihraç işlemleri genellikle katılım bankaları tarafından tercih edilmektedir. Yatırımcılar,

sermayeleriyle bir varlık havuzunu satın almakta ve bu varlıkların yönetilmesi amacıyla kaynak kuruluşu (borçlanıcı) vekil tayin etmektedir. Kaynak kuruluş varlıkları yatırımcıların menfaatine uygun şekilde yönetmekte ve bu hizmetinin karşılığında bir vekâlet ücreti almaktadır. Yatırımcılar ise varlık havuzundan elde edilen periyodik nakit akışlarının sahibi olmaktadır.

Katılım bankaları Vekâlet akdine dayalı Sukuk ihraç sürecinde bilançolarında yer alan murabaha, finansal kiralama, gayrimenkul gibi nakit akışı sağlayan varlıklarını bir havuz haline getirmekte ve bu havuzu Sukuk ihracını gerçekleştiren ÖAŞ'ye Sukuk bedeli karşılığında satmaktadırlar. ÖAŞ, bu varlıkları yönetmesi için aynı katılım bankasını yönetici olarak atamaktadır. Diğer bir ifadeyle vekil tayin etmektedir. Katılım bankası vekil sıfatıyla varlıkları yatırımların menfaatine olacak şekilde yönetmekle sorumlu tutulmakta ve bu hizmetinin karşılığında vekâlet ücreti alabilmektedir. Varlıklardan kaynaklanan düzenli nakit akışları doğrudan yatırımcılara iletilmektedir. Sukuk sertifikalarının itfası ise yatırımcıların sahip oldukları varlık havuzunu kaynak kuruluş hükmünde olan katılım bankasına ya da piyasaya satması suretiyle gerçekleştirilmektedir.

Vekâlet Sukuk modelinde varlık havuzunun kompozisyonuna bağımlı olarak ikincil piyasa alım satımı mümkün olabilmektedir. Bunun mümkün olabilmesi için daha varlık havuzunun önemli kısmının (fıkhi görüşlere bağlı olarak yüzde elli ya da yüzde otuz) somut varlıklardan ve ikincil piyasa işlemi caiz görülen İslami sertifikalardan (İcara Sukuk benzeri) oluşması gerekmektedir (Ulusoy ve Ela, 2018).

1.3 Diğer Önemli Hususlar

Bu bölümde incelenen Sukuk ihraç modelleri uluslararası piyasalarda genel kabul gören modellerdir. Modellerin işlem adımları açıklanırken ilgili modelin standart hali esas alınmış olup ihraççının kimliğinden (kamu veya özel sektör) ve ihtiyaçlarından sarfınazar edilmiştir. Küresel piyasalarda gerçekleştirilen Sukuk ihraçlarının bir kısmının melez (hibrit) yapıda olması yani ihraç sürecinin birkaç farklı İslami akdi içermesi ve ihraççının ihtiyaçlarına göre şekillenen farklı modellerin bulunması söz konusudur.

Bu bölümde incelenen Sukuk modellerini çeşitli sınıflandırmalara tabi tutmak mümkündür. Yaygın olarak kullanılan sınıflamalardan birisi modellerin dayandığı akitlerin türü iken diğer tasnif metodu Sukuk sertifikalarının ikincil piyasada işlem görüp görememesidir. İkincil piyasada işleme konu olmak bakımından Sukuk sınıflandırılması yapılırken İslam hukukunun bu işlemlere cevaz verip vermediği esas alınmaktadır. Bu tasnif yapılırken unutulmaması gereken önemli bir husus, bu sertifikalara talebin sadece faiz hassasiyeti olan ve İslam hukukunu esas alan yatırımcılardan gelmediğidir. Diğer bir ifadeyle, İslam hukukuna göre ikincil piyasada alınıp satılması durumunda faiz kapsamına girebilecek sertifika türleri geleneksel yatırımcılar açısından sorun teşkil etmemektedir. Bu haliyle Sukuk hem İslami hassasiyeti olan hem de geleneksel yatırımcılar açısından alternatif bir yatırım/borçlanma aracı konumundadır. Tablo 1.1’de Sukuk modellerinin bu iki sınıflandırma türüne göre tasnifi yer almaktadır.

Tablo 1.1: Sukuk Modellerinin Tasnifi

Sukuk Modeli	Akit Türü	İkincil Piyasa İşlemi
İcara	Sahiplik / Kira	Mümkün
Murabaha ve Selem	Alım-Satım	Mümkün Değil
Müşareke ve Mudaraba	Ortaklık	Mümkün
İstisna’	Eser Sözleşmesi	Mümkün Değil

Kaynak: Servet Bayındır, *Fıkhî ve İktisadî Açından İslamî Finans-II*, Süleymaniye Vakfı Yayınları, 2015.

Sukuk ihraçlarında yer alan bir diğer önemli aktör aracı kurumlardır. Aracı kurumlar; İslami bankalar, geleneksel bankalar ve finansal araçılardan oluşmaktadır. Dünya geneli uygulamalar incelendiğinde, Sukuk ihraçlarına aracılık eden kurumların genellikle İslami bankalar ve geleneksel bankaların İslami bankacılık hizmeti sunan birimleri (Islamic window) olduğu görülmektedir. İslami finansın son çeyrek yüzyıldaki gelişimi birçok uluslararası geleneksel bankanın İslami pencere açması sonucunu doğurmuştur. Aracı kurum olarak bankalar, Sukuk ihraç sürecinde önemli görevler üstlenmektedirler. İhracın yatırımcılara tanıtılması, talep toplanması, ihraççı kuruluşa teknik destek sağlanması, periyodik ödemelerin transferi ve Sukuk sertifikalarının İslam’a uygunluğu konusunda fetva yayınlanması aracı kurumların üstlendiği görevlerden

bazılarıdır. Bu görevler arasında yatırımcı talebinin toplanması ve fetva çıkarılması görevlerinin özellikle zikredilmesi gerektiği düşünülmektedir. Yaygın uygulamaya göre, aracı bankaların kendi bünyelerinde oluşturdukları bir fetva kurulu bulunmaktadır. Bir ihraççı Sukuk ihraç etmek istediğinde aracı olarak kullanmak istediği bankadan ihraç modelinin tasarımı ve ihracın İslami kurallara uygunluğu konusunda danışmanlık hizmeti de almaktadır. Diğer görevleriyle birlikte bu danışmanlık hizmetleri karşılığında aracı bankalara ihraç miktarı üzerinden belirli bir oranda komisyon ödenmektedir. Komisyon oranı, sunulan hizmetin kapsamına ve ihraççının mali durumuna bağlı olarak değişkenlik arz etmektedir. Sukuk ihraç hacminin dünya genelinde artmasına bağlı olarak aracı kurumlar açısından bu ihraçlarda yer almak önemli bir gelir kaynağı olmuş ve bu alanda belli bir rekabeti doğurmuştur. Tablo 1.2’de uluslararası Sukuk ihraçlarında aracı olarak görev alan bankaların sıralaması yer almaktadır. Sıralama bankaların aracılık yaptığı toplam Sukuk ihraç büyüklüğüne göre ilk on bankayı kapsamaktadır.

Tablo 1.2: Aracı Bankalar Sıralaması (2018)

Sıra	Banka (Milyar ABD Doları)	Sıra	Banka (Milyar ABD Doları)
1	HSBC (3.4)	6	First Abu Dhabi (1.3)
2	Standard Chartered (3.2)	7	Abu Dhabi Islamic (1.1)
3	Dubai Islamic (2.4)	8	Emirates NBD (0.9)
4	JP Morgan (1.8)	9	Gulf International (0.8)
5	CIMB (1.4)	10	BNP Paribas (0.8)

Kaynak: Bloomberg, “Islamic Capital Markets League Tables”, 2018,
<https://data.bloomberglp.com/professional/sites/10/Bloomberg-Islamic-Capital-Market-League-2018-Prelim.pdf>

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE KAMU SUKUK İHRACI TECRÜBESİ

2.1 Kamu Sektörünün Sukuk İhracı Çalışmaları

Türkiye’de kamu Sukuk sertifikalarının ihracı için yapılan çalışmaların başlangıcı 2003 yılına tarihlenmektedir. 2007 yılından itibaren ABD merkezli gayrimenkul piyasası kaynaklı finans krizinin küresel bir krize dönüşmesi, Avrupa ve ABD finansal piyasalarını olumsuz etkilemiş ve bu piyasalardan tahvil ihracı yoluyla borçlanmak zorlaşmıştır. Özellikle, karşı taraf riskinin (credit risk) arttığı bu dönemde, kredi notu yatırım yapılabilir seviyelerde olmayan ülke ve şirketler kesiminin sermaye piyasalarında borçlanması ancak çok yüksek faiz ödemeye razı olunmasıyla mümkün olabilirken; bazı borçlanıcılar bu şekilde dahi borçlanma imkânı bulamamışlardır.

Asya ve Orta Doğu bölgelerinde finansal krizin etkisinin az olması ve bu bölgelerdeki petrol gelirlerinden oluşan servetin artışı bu bölgeleri fon ihtiyacı olan ülkeler açısından cazip konuma sokmuştur. Mezkûr bölgelerde faizsiz yatırım yapmak isteyen yatırımcıların ve bu yatırımcıların servetini yöneten fonların büyüklüğü İslami borçlanma aracı olan Sukuk sertifikalarına olan ilgiyi artırmış; ülkemizde de Kamu Hazinesi tarafından Sukuk ihracı için gerekli mevzuatın hazırlanması çalışmaları başlatılmıştır. 2012 yılında Kamu Hazinesi’ne Sukuk ihraç yetkisi veren bir kanun maddesi hazırlanarak Meclis onayına sunulmuştur. Bu maddenin 13 Haziran 2012 tarihinde yasalaşması ile birlikte Türkiye Cumhuriyeti adına Kamu Hazinesi Sukuk ihraç etme yetkisine kavuşmuştur. Söz konusu madde, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanuna 7/A Maddesi olarak eklenmiştir.

Devlet tarafından sermaye piyasalarında sertifika ihraç edilmesi piyasaların gelişimi açısından yadsınamaz bir öneme sahip bulunmaktadır. Ülkeler açısından yerel sermaye piyasalarının gelişmesinde kamu sektörü ihraçlarının önemini gösteren birçok çalışma yapılmıştır (bkz. Laeven, 2014). Öncelikle, devletlerin yerel para cinsinden tahvil

ve Sukuk ihraçları risksiz varlık kategorisini oluşturmaları nedeniyle önemli görülmektedir. Devletlerin, hükümlanlık göstergesi ve hakkı olarak para basma imkânının bulunması, basılan para cinsinden gerçekleştirilen devlet borçlanmalarında iflas riskini teorik olarak ortadan kaldırmakta ve bu nedenle kamu sektörü sertifikaları risksiz finansal varlıklar olarak kabul edilmektedir. Üzerinde temerrüt riski bulunmayan devlet tarafından ihraç edilen borç senetleri, ülke piyasalarındaki diğer borçlanıcıların temerrüt risklerini değerlendirmek açısından bir gösterge ya da çıpa vazifesi görmektedir. Diğer bir ifadeyle, sermaye piyasalarında kamu sektörü tarafından ihraç edilmiş sertifikaların bulunması, diğer borçlanıcıların ihraç ettikleri sertifikaların fiyatlarını ve getirilerini hesaplamakta baz olarak kullanılmaktadır. Kamu sektörü ihraçlarının yerel finans piyasalarının gelişimine bir diğer katkısı yatırım araçlarını çeşitlendirmek ve bu sayede yatırımcı tabanını genişletmektir. Bir ülkede, kamu sektörü tahvil ve Sukuk ihraçları risksiz kabul edildiği için uzun vadeli ve güvenli yatırım yapmak isteyen yatırımcıların ilgisini çekmektedir. Örnek olarak emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi yatırımcılar, yükümlülüklerini karşılamak için risksiz veya düşük riskli sabit getirili finansal varlıkları portföylerinde bulundurarak varlık-yükümlülük yönetimlerini gerçekleştirmektedirler. Ülkemizde kamu sektörünün Sukuk ihraçlarına başlamasıyla birlikte İslami finans piyasalarında önemli bir eşğin aşıldığı ve zikredilen kazanımların belirli ölçülerde elde edildiği düşünülmektedir.

2.1.1 4749 Sayılı Kanunun 7/A Maddesi

Kamu Hazinesi'nin Sukuk ihraçlarının yasal dayanağı olan 4749 sayılı Kanunun 7/A Maddesinin Kamu Hazinesi'ne hangi yetkileri verdiği, kapsamının ne olduğu, ne tür Sukuk ihraç modellerine izin verdiği gibi, maddenin bir nevi şerhine ihtiyaç duyan hususların incelenmesi, Türkiye'nin kamu Sukuk ihracı tecrübesini anlamak, yeni model önerisinde bulunmak ve gelecekte yapılacak akademik çalışmalara yol gösterici olmak adına gerekli görülmektedir.

2.1.2 7/A Maddesinden Önceki Durum

Mezkûr maddenin şerhine geçmeden önce, böyle bir hukuki düzenlemeye neden ihtiyaç duyulduğunu yani madde yasalaşmadan önce Kamu Hazinesi'nin Sukuk ihraç etmesinin önünde ne gibi engeller bulunduğunun açıklanmasının faydalı olacağı düşünülmektedir. Bu amaçla Kamu Hazinesi mevzuatında yapılan incelemeler neticesinde, Al-Suwailem (2015) tarafından kamu Sukuk ihraçları için genel olarak dile getirilen engellerin kısmen ülkemiz için de geçerli olduğu ve buna ilave olarak ülkemiz özelinde diğer bazı kısıtlayıcı hususların da bulunduğu tespit edilmiştir. Bu hususlar aşağıda özetlenmektedir.

- i. Yetkisizlik: Kamu varlıklarının kullanılması suretiyle borçlanma yapılması hususunda 4749 sayılı Kanunda açıkça zikredilen bir yetkinin o dönemde bulunmaması Kamu Hazinesi'nin Sukuk ihraç etmesi önündeki en önemli engel olarak değerlendirilmektedir. 4749 sayılı Kanunun 4 üncü maddesinde Hazine ve Maliye Bakanına verilen yetkiler, iç ve dış borçlanma yapma, Hazine alacaklarını yönetme, dış borçların ikrazı gibi genel yetkiler olarak tanımlanmaktadır. Sukuk ihracı için gerekli olan işlemler ise daha farklı yetkilere sahip olmayı gerekli kılmaktadır. Bu cümleden olarak, kamu varlıklarını iç ve dış borçlanma kapsamında kullanabilmek, borçlanmaya aracılık edecek şirketler kurabilmek, Sukuk modellerinin yapısına uygun olacak şekilde bir şeyi inşa ettirebilmek, emtia satın almak ve satmak gibi yetkilerin Sukuk ihracı için gerekli olan ancak 4749 sayılı Kanunda o dönemde yer almayan yetkiler olduğu değerlendirilmektedir.
- ii. Kamu varlıklarının ÖAŞ'ye satılması veya transfer edilmesi: Kamunun Sukuk ihracı önündeki bir diğer engelin ise kamu varlıklarının özel hukuk hükümlerine tabi olan bir şirkete münhasıran borçlanma işlemi için devredilememesi hususu olduğu anlaşılmaktadır. Kamu varlıklarının özelleştirme faaliyeti dışında bir başka tüzel kişiliğe satılmasını düzenleyen mevzuatın olmamasının kamu Sukuk ihracını imkânsız kıldığı düşünülmektedir. Kamu Sukuk ihraçlarında amaç kamu varlıklarını ekonomik bir değere dönüştürmek ancak onları nihai olarak kamu sahipliğinden ya da envanterinden çıkarmamaktır. Söz konusu varlıkların nihai

olarak kamu envanterinden çıkarılmaması, Sukuk ihraçları ile özelleştirme faaliyeti arasındaki en belirgin farklılık olarak göze çarpmaktadır. Özelleştirme işleminde kamu varlığı nihai olarak başka bir tüzel kişiliğe satılmakta ve elde edilen gelir bütçeye aktarılmaktadır. Sukuk ihraçlarında ise kamu varlıkları borçlanma amacı ile kullanılırken borçlanma vadesi sonunda bu varlıkların tekrar kamu envanterine dönmesi sağlanmaktadır.

- iii. Mülkiyetin devri hususu: Türkiye'nin hukuk sisteminde eşya hukuku, kıta Avrupası hukuk sistemine uygun olarak, mülkiyet ve diğer ayni hakların kanun ile sınırlı sayıda belirlenmesi ve bu haklardan taşınmazları ilgilendirenlerin de yine kanunda belirlenen istisnalar dışında tapu siciline tescil ile doğması prensiplerine göre tanzim edilmiştir. Sahiplerine doğrudan eşyanın kendisinden kaynaklanan ve bu haliyle başka bir işleme gerek kalmaksızın herkese ileri sürülebilen, sözleşmeden doğan haklara nazaran üstün yetkiler ve bu hakların korunmasını talep hakkı veren mülkiyet ve diğer ayni haklar kanun ile sınırlı sayıda düzenlenmişlerdir. Bu haliyle mevcut hukuk sisteminde kanunda düzenlenmeyen bir ayni hakkın tarafların iradesiyle ihdası mümkün olamamaktadır. Ayni hakların sahiplerine sağladığı üstün yetkiler sebebiyle diğer üçüncü şahısların haklı menfaatlerinin korunmasını teminen sayıları kanunla sınırlandırılmıştır. Aynı şekilde taşınmazlarda ayni hakkın tesisi, işlemin sonuçları hakkında tarafları düşünmeye sevk etmek için resmi senede ve aleniyeti teminen tapu siciline tescile bağlanmıştır.

Bununla birlikte, mevcut eşya hukuku sisteminin gelişen ekonomik koşullarda işlemlerin süratle ve güvenli biçimde tamamlanma ihtiyacına uyumlu çözümler sunmakta yetersiz kaldığı düşünülmektedir. Zira taşınmazlara ilişkin ayni hakları ilgilendiren tekil bir hukuki işlemde tapu siciline tescil zorluk içermese de binlerce taşınmazın varlık bütünlüğü temelinde finansal işleme konu edilmelerinde her bir taşınmaz için resmi senet ve tapuda işlem yapılmasının finansal işlemlerin mahiyeti açısından külfetli ve yavaşlatıcı etkisi olacağı değerlendirilmektedir. Özellikle taraflarının ilgili taşınmazlara sahip olmaktan ziyade, bu varlıkların

menfaatinden faydalanmayı amaçladıkları finansal işlemler için resmi şekil ve tescil şartlarının aleniyet sağlama ve tarafları düşünmeye sevk etme gibi amaçlarla uyumlu olmadığı düşünülmektedir.

Anglo-Sakson hukukunda bu sorunun Faydaya Özgü Mülkiyet (Beneficial Ownership) kavramı ile aşıldığı görülmektedir. Faydaya Özgü Mülkiyet, sahibine tapuda veya ilgili diğer resmi sicillerde üzerine kayıt olmasa bile kayıt sahibi gibi haklardan faydalanma hakkını vermektedir. Kayıt sahibi malik bu hakkı inançlı mülkiyet ilkesine göre faydaya özgü mülkiyet sahibinin menfaatine ve onun talimatlarına göre kullanmak zorunda olduğu gibi işlem konusu varlığın tahsis gayesine uygun olarak mevcudiyetini devam ettirmekle de sorumlu tutulmaktadır. Emanetçi (trustee) vasfındaki kayıt malikinin bu durumu, işlemin taraflarınca ve düzenleyici kurumlarca da bilinmektedir. Faydaya Özgü Mülkiyet sahibi, kayıt maliki olmadığından bu hakkını bir şekilde ya da kayıt esasına uymadan devredebilmektedir.

Faydaya Özgü Mülkiyet kavramının İslam hukukunda da tecviz edilebileceğine ilişkin görüşler yer almaktadır. Abdul Gani (2018) Faydaya Özgü Mülkiyet kavramının İslam hukukunda nasıl ele alındığını detaylandığı çalışmasında, bu tür bir mülkiyetin Malezya örneğinde olduğu gibi ilgili kanuni düzenlemelerle açığa kavuşturularak varlıklar üzerindeki gerçek sahipliği ifade etmesi nedeniyle İslami açıdan bir sorun teşkil etmediğini belirtmektedir. Tapu sicilinde mülk sahibi olarak yazılan ismin İslami açıdan varlık devrinin zorunlu bir şartı olmadığı ifade edilmekte ve esas olanın varlık sahiplerinin ne tür haklara sahip olduğunun tespit edilmesi olduğunu vurgulamaktadır. Abdul Gani (2018) çalışmasında yer alan görüşü, Faydaya Özgü Mülkiyet sahipleri ile tapu sicilinde ismi kayıtlı bulunan sahiplerin Malezya mahkemelerindeki anlaşmazlıklarının Faydaya Özgü Mülkiyet sahipleri lehine sonuçlanmasına ilişkin örneklerle desteklemektedir.

İngiliz hukukunda ihdas edilen Faydaya Özgü Mülkiyet kavramıyla işlemlerin süratle ve hukuki emniyet sağlayacak biçimde tesisi mümkün olmuştur. Böylece

kayıt maliki olmadan işlem yapmak isteyen yatırımcıya sistem kapatılmamış, haklarını koruyacak bir kavram ile hukuki emniyet sağlanmıştır. Kıta Avrupası'nın bir parçası olan eşya hukukumuzda Faydaya Özgü Mülkiyet tanımlanmamış ancak inançlı mülkiyet esasına 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda yatırım fonları tanımlanırken anılan kanun uygulaması bakımından işaret edilmiştir.

- iv. Vergilendirme: Kamu Sukuk ihraçlarının önündeki bir diğer engelin ise varlık devirleri, alım-satım gibi ihraç modeline özgü işlemlerin sonucunda ortaya çıkabilecek ilave vergi yükleri olduğu tespit edilmiştir. Kamu Hazinesinin Sukuk ihraçları bütçe finansmanı amacını taşıdığı ve vergilerin de bütçe gelirleri arasında olması nedeniyle, bu ihraçlardan ilave bir vergi geliri tahsil etmenin kamu sektörü açısından bir kazanım olmaması; buna karşın ihraç maliyetlerini artıran bir unsur olarak ortaya çıkması vergilendirme konusunda da bir düzenlemeye ihtiyaç bulunduğu işaret etmektedir.

2.1.3 7/A Maddesinin Analizi

2012 yılında 4749 sayılı Kanuna 7/A Maddesi olarak eklenen düzenlemenin 2013 ve 2019 yıllarında yapılan ilaveler ile birlikte mevcut hali ekler kısmında yer almaktadır.

Mevcut haliyle anılan maddenin yukarıda zikredilen sorunları ortadan kaldırdığı düşünülmektedir. Tablo 2.1'de sorunlara ve 4749 sayılı Kanunun 7/A Maddesinde bunları çözmek amacıyla yer alan düzenlemelere özet olarak yer verilmektedir.

Tablo 0.1: Kamu Sukuk İhracı Önündeki Engeller ve 7/A Maddesindeki Çözümler

Engeller	7/A Maddesindeki Çözümler
Yetkisizlik Varlıkların ÖAŞ'ye Devri	Sukuk ihracı için gerekli olan işlemler tek tek sıralanarak bu işlemleri yapmaya Bakan yetkili kılınmıştır. Ayrıca, Bakan'a ÖAŞ kurmak ve kurdurmak ile Sukuk kapsamındaki varlıkları ÖAŞ'ye devretmek yetkileri de verilmiştir.
Mülkiyetin Devri	Mülkiyet devri hususunun nasıl gerçekleştirileceği ilgili maddede açıklanmıştır.
Vergilendirme	Bu kapsamda kurulacak olan ÖAŞ'ler ve yapılacak işlemler için vergi ile ilgili yükümlülüklerden muafiyet sağlanmıştır.

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Gerek Tablo 2.1'de yer alan hususların çözümüyle alakalı olarak 7/A maddesinde yapılan düzenlemelerin gerekse de maddedeki diğer hususların incelenmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir. Maddenin kapsamına, maddede tanımlanan yetkilere ve diğer önemli hususlara ilişkin değerlendirmelere aşağıda yer verilmektedir.

- a) Kapsam: Maddenin kapsamı, Sukuk ihraçlarında Kamu Hazinesi tarafından kullanılabilecek varlıkları içermekte olup aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır:
 - i. Emtialar: Bir önceki bölümde detayları verilen Murabaha Sukuk ihraçlarına imkân tanımak üzere Madde kapsamına yurt içi ve yurt dışı borsalarda işlem gören emtia dâhil edilmiştir. Böylece, Kamu Hazinesi gerek ulusal borsalarda işlem gören emtiayı gerekse de Londra Metal Borsası ya da Malezya Emtia Borsası gibi uluslararası borsalarda işlem gören emtiaları kullanarak Sukuk ihraç etme imkânına kavuşmuş olmaktadır.
 - ii. Halka açık olmayan kurum ve kuruluşlara ait varlıklar: Madde kapsamında halka açık olmayan kurum ve kuruluşlara ait varlıkların Sukuk ihraçlarında kullanılmasına imkân tanınmaktadır. 4749 sayılı Kanunun kapsamı içerisinde yer aldığı halde halka açık olan kurum ve kuruluşlar 7/A maddesinin

kapsamından çıkartılmaktadır. Böylece, halka arz edilmiş kurum ve kuruluşlara ait varlıkların kamu Sukuk ihracına konu edilemeyeceğinin ve oluşabilecek nizaların önüne geçmenin amaçlandığı değerlendirilmektedir.

- iii. Menkul kıymetler: Bahsi geçen kurum ve kuruluşlara ait menkul kıymetlerin kamu Sukuk ihraçları kapsamında varlık olarak kullanılabilceğı belirtilmektedir. Bu ifade ile kapsam dâhilindeki bir kamu kuruluşunun bilançosunda bulunan Sukuk sertifikaları gibi İslam hukukuna uygun menkul kıymetlerin varlık olarak kullanılmasının önü açılmaktadır.
- iv. Taşınır ve taşınmaz varlıklar: Söz konusu kurum ve kuruluşlara ait iş makineleri, araçlar ve benzeri taşınırlar ile gayrimenkul gibi taşınmazlar da kapsama dâhil edilmektedir. Bu tür varlıklar fiziki varlıklar (tangible) olarak değerlendirilmektedir.
- v. Maddi olmayan soyut varlıklar: Bir önceki ifadede maddi varlıklar kapsama dâhil edilirken maddenin devamında bahse konu kurum ve kuruluşlara ait maddi olmayan (kullanma ve işletme gibi haklar) varlıklar da sayılarak kapsam genişletilmektedir.

Kanun maddesinin kapsamının oldukça geniş bir kamu varlık havuzunun Sukuk ihraçlarında kullanılabilmesine olanak tanıdığı gözlenmektedir. Böylece kamu Sukuk ihraçlarının, varlık yetersizliğı nedeniyle arz edilememesi riskinin ortadan kaldırılmasının amaçlandığı düşünülmektedir.

- b) Yetki: 4749 sayılı Kanunda yetkiler Hazine ve Maliye Bakanı'na (Bakan) verilmektedir. Kanunun incelenen 7/A maddesinde de bu yaklaşımın korunduğı görülmektedir. Bakan, varlıklarını Sukuk ihracında kullanmak istediğı kamu kurum ve kuruluşlarının görüşlerini almak suretiyle Kamu Hazinesi adına bu varlıklar üzerinde alım, satım, geri alım, kiraya verme, geri kiralama, bedelli veya bedelsiz devir, inşa etmek ve inşa ettirmek işlemlerine yetkili kılınmaktadır.

Maddede sayılan iş ve işlemler incelendiğinde, Kamu Hazinesi'ne farklı akitlere dayalı olarak Sukuk ihraç etme yetkisinin tanındığı anlaşılmaktadır. Alım ve satım yetkileri ile Murabaha Sukuk, kiralama ve geri kiralama yetkileri ile İcara Sukuk, inşa etmek ve inşa ettirmek yetkileri ile İstisna' Sukuk ihracının, geri alım yetkisi ile de bu ihraçların sonunda yatırımcılara anapara ödemesi yapılması ve varlıkların tekrar kamu envanterine dönüşünün sağlanmasının amaçlandığı değerlendirilmektedir. İfadede geçen bedelli ve bedelsiz devir işlemleri ise Kamu Hazinesi ile varlıkları kullanılacak kamu kurum ve kuruluşları arasındaki ilişkiyi düzenlemektedir. Bu maddeye dayanarak kamu iktisadi teşebbüslerinin bir varlığının kullanılması durumunda, bu teşebbüslerin ayrı bir tüzel kişiliği haiz olması sebebiyle, bedelli devir; merkezi idare bünyesindeki bir kurum veya kuruluşun varlığının kullanılması durumunda ise bedelsiz devir seçeneklerinin tercih edilmesinin daha uygun olacağı değerlendirilmektedir. Kamu Hazinesinin şimdiye kadar gerçekleştirdiği Sukuk ihraçlarında merkezi idare kapsamındaki varlıkların kullanıldığı tahmin edilmekte ve bu varlıkların bedelsiz devir yoluyla Bakanlığa devredildiği düşünülmektedir.

Bakanın mevcut yetkilerine ilave olarak bu madde kapsamında sayılan yetkilerle birlikte Kamu Hazinesi'nin Müşareke ve Mudaraba Sukuk ihracı da gerçekleştirebileceği anlaşılmaktadır. Bu husus, maddede sayılan işlemlere ilave olarak benzeri işlemlerin de yapılabilmesi yetkisinin Bakan'ın uhdesine verilmesiyle sağlamlaştırılmaktadır. Ayrıca, mevzuatta yer alan şekil kurallarına tabi olmaksızın anılan işlemlerin tesis edilmesi hükme bağlanmaktadır. Böylece, işlemlerin ihraçların mahiyetine uygun şekilde süratli ve ilave bürokratik hususlara takılmaksızın gerçekleştirilmesinin amaçlandığı değerlendirilmektedir.

Madde ile Bakana verilen bir diğer yetki ise varlık kiralama şirketleri kurmak ve kurdurmak yetkisidir. Varlık kiralama şirketleri, Sukuk ihraçlarında kilit

aktörlerden birisi olarak yer alan özel amaçlı şirketlerdir. Ülke mevzuatında “Sukuk” yerine “Kira Sertifikası(ları)” kavramının tercih edilmesine bağlı olarak “Özel Amaçlı Şirket(ler) (ÖAŞ)” ifadesinin de “Varlık Kiralama Şirket(ler)i (VKŞ)” olarak maddede yer aldığı anlaşılmaktadır. Burada dikkat çeken bir husus, Bakanın kuracağı veya kurduracağı VKŞ’lerin tesis edebileceği iş ve işlemlerin ve bunların nasıl gerçekleştirileceğinin de maddede hükme bağlanmış olmasıdır. Bu cümleden olarak, söz konusu VKŞ’ler, Bakana tanınan iş ve işlemleri yapma yetkilerinin aynısına sahip kılınmış ve bu iş ve işlemleri aynı usule göre gerçekleştirmesi hükme bağlanmıştır. Ayrıca, Sukuk ihraçlarında zaman alıcı bürokratik işlemlerin azaltılması mantığının bir tezahürü olarak Bakan tarafından kurulan VKŞ’ler, özel hukuk hükümlerine tâbi kuruluşlar olmalarına rağmen, Türk Ticaret Kanunun kuruluş, tescil, denetleme, sermaye, tasfiye ve işleyişe ilişkin hükümlerinden muaf tutulmuşlardır.

2019 yılında maddeye yapılan eklemelerle VKŞ’lere ilave yetkiler verilmiştir. Kamu Hazinesi’nin altyapı finansmanı amacıyla Sukuk ihraç etmeyi planladığı ve buna ilişkin yetkilerin VKŞ’lere verildiği anlaşılmaktadır. Özellikle kamu projelerinin finansmanının Sukuk ihraçları ile sağlanması amacıyla VKŞ’lere İstisna’ akdinin gereği olan iş ve işlemleri yapabilme imkânı tanınmıştır.

Madde içerisinde VKŞ’lerin kira sertifikası (Sukuk) ihracı yapabileceği de açıkça belirtilmektedir. Yapılacak ihraçlar neticesinde elde edilecek hasılatın Bakanlığa aktarılacağı ifade edilmekle VKŞ’lerin fonksiyonunun sadece yeddi eminlik olduğu teyit edilmektedir.

Özet olarak, madde ile Bakana Sukuk ihraçlarını gerçekleştirmek için belirli iş ve işlemleri yapmak ve VKŞ kurmak yetkileri tanınmaktadır. Bu madde kapsamında kurulan VKŞ’ler de Sukuk ihraçları için gerekli iş ve işlemleri yapmaya yetkili kılınmaktadır. 7/A Maddesinin kapsamından ve maddede tanımlanan yetkilerden Kamu Hazinesi’nin bu tezin Birinci Bölümde

açıklanan Sukuk ihraç modellerinin tamamını gerçekleştirebilmesinin mümkün olduğu değerlendirilmektedir.

- c) Diğer Önemli Hususlar: Maddede ihraç süreci ile ilgili diğer düzenlemeler de yer almaktadır. Bu düzenlemeler aşağıda özetlenmektedir.
- i. Sukuk ihraçlarında kullanılan kamu varlıklarının ihracın vadesi süresince ihraç koşullarını etkileyecek ve Sukuk yatırımcılarının hakkını zayi edecek bir uygulamaya konu edilmesinin önüne geçilmektedir.
 - ii. Varlık devirlerinin tapuda tescili konusu düzenlenmektedir. Ülke mevzuatında varlıkların mülkiyet devri tapu sicilinde değişiklik gerektirmektedir. Bu şekilde yapılan devirler ise İslam hukuku açısından en sağlam devir türü olarak kabul görmektedir. Maddede tapu sicilindeki değişikliklerin Bakanlığın yazılı başvurusu üzerine gerçekleştirilmesi hükme bağlanmaktadır.
 - iii. Sukuk ihraçlarına konu olan kamu varlıklarına ilişkin olarak onarım ve bakım gibi iş ve işlemlerin ilgili kurum ve kuruluşlar tarafından yapılmasına devam edilmesi hüküm altına alınmaktadır. Bu hükümle varlıkları kullanılan kamu kurum ve kuruluşlarının operasyonel faaliyetlerinin aksamaksızın devamının sağlanmasının ve Sukuk yatırımcısına ilave mali yük çıkartılmamasının amaçlandığı düşünülmektedir. Ancak, bu durum İslam hukuku açısından bazı eleştirileri de beraberinde getirmektedir. Mal üzerindeki bu çeşit tasarrufların malın mülkiyeti kime aitse onun tarafından karşılanması gerektiği ve bu haliyle bu yükümlülüklerin kiracı konumundaki kamu kurum ve kuruluşları üzerine devredilmesinin haksız risk transferi olması nedeniyle İslam'ın risk paylaşımı esasına aykırı olduğu ifade edilmektedir.
 - iv. Kamu Sukuk sertifikaları, kamu tarafından ihraç edilen diğer borçlanma senetleri ile aynı statüye kavuşturulmaktadır. Böylelikle, Bakanlık tarafından borçlanma amacıyla ihraç edilen enstrümanlar arasında statü farklılığının oluşması engellenmektedir.
 - v. Maddenin ikinci fıkrası, bu madde kapsamında kurulacak olan VKŞ'lere ilişkin çeşitli muafiyetler ve düzenlemeleri içermektedir. VKŞ'ler özel hukuk

hükümlerine tabi şirketler olmasına rağmen birçok maliyet artırıcı bürokratik iş ve işlemlerden muaf tutulmaktadır. Muafiyetlerle, kamu ihraçları için kurulan VKŞ'lerin sadece ihraç kapsamında iş ve işlemler yapmasının ve Sukuk ihraçlarının finansal piyasalarda etkili ve etkin bir şekilde gerçekleştirilmesinin amaçlandığı düşünülmektedir.

- vi. VKŞ'lerin denetimi ve kullanılan kamu varlıklarının statüsü de ikinci fıkra da yer almaktadır. Fıkraya göre VKŞ'lerin denetiminin Kamu Hazinesi denetimi çerçevesinde yapılması esas tutulmaktadır. Bu sayede VKŞ'nin kamu kurumu statüsünü haiz olduğunun vurgulandığı anlaşılmaktadır. İhraçlarda kullanılacak varlıkların ihraç vadesi boyunca kamu malı olma özelliğini muhafaza edeceği de fıkra ile hükme bağlanmaktadır. Böylece bu varlıkların ihraç vadesi süresince de kamu envanterinde kalmasının amaçlandığı değerlendirilmektedir.
- vii. İkinci fıkranın geri kalan hükümlerinde VKŞ'lerin ihraç amacına uygun olarak çeşitli mevzuat hükümlerinden muaf tutulduğu ve bu madde kapsamında ihraç edilecek kira sertifikalarının Bakanlık tarafından ihraç edilen diğer borçlanma araçlarının sahip olduğu nitelikleri haiz olduğu vurgulanmaktadır.

2.1.4 Genel Değerlendirme

4749 sayılı Kanuna 7/A maddesinin eklenmesiyle Bakanlık Sukuk ihraç edebilir konuma gelmiştir. Maddede yer alan yetkiler incelendiğinde tezde anlatılan tüm Sukuk ihraç modellerine dayalı sertifika ihraç edilebilmesinin mümkün olduğu değerlendirilmektedir. İhraçları yapmak üzere özel hukuk hükümlerine tabi VKŞ'ler kurmak ve kurdurmak yetkisi Bakana verilmiş olup bu VKŞ'lerin münhasıran ihraç için kurulduğu ve ihraç ile alakası olmayan başka iş ve işlemler yapmayacağı da hükme bağlanmaktadır. Ayrıca, ihraç da kullanılacak kamu varlıklarının ve ihraç edilecek sertifikaların kamu kaynaklı olduğu teyit edilmektedir. İhraçlar üzerinde ilave maliyet unsuru olabilecek her türlü mevzuat hükmünden muafiyet sağlanmaktadır. Böylece ihraçların yatırımcı nezdindeki cazibesinin artırılması ve Sukuk sertifikalarının Bakanlık tarafından ihraç edilen diğer borçlanma araçları ile paralel bir statüye kavuşturulması

amaçlanmaktadır. Kamu varlıklarının devrinin tapuda tescil edilmesinin şart koşulmasıyla İslam hukukunda alım-satım hükümlerine uygunluk sağlanmaktadır.

2.2 Kamu Sukuk İhraçlarının Değerlendirilmesi

4749 sayılı Kanunun 7/A maddesinin yasalaşmasını müteakip Kamu Hazinesi tarafından 17 Ağustos 2012 tarihinde Bakanlık Makamının onayı ile Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi kurulmuş olup ilk kamu Sukuk ihracı 2012 yılının Eylül ayında yurt dışı piyasalarda gerçekleştirilmiştir. Söz konusu ihracın özellikleri ve yatırımcı dağılımı Tablo 2.2’de gösterilmektedir.

Tablo 0.2: Kamu Sektörünün İlk Yurt Dışı Sukuk İhracı Bilgileri

Borçlu	Türkiye Cumhuriyeti adına Hazine Müsteşarlığı (Bakanlık)
İhraççı	Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi (HMKVKS)
İhraç Modeli	İcara Sukuk
İhraç Tarihi	26 Eylül 2012
İhraç Miktarı (Döviz)	1,5 Milyar ABD Doları
İhraç Vadesi	5,5 Yıl
Kira Oranı (Yıllık)	%2,803
Kira Ödeme Periyodu	6 Ay
Yatırımcı Dağılımı (Bölgesel)	Orta Doğu (%58); Avrupa (%13); Asya (%12); Türkiye (%9); ABD (%8)
Yatırımcı Dağılımı (Kuruluş Bazında)	Bankalar (%59); Varlık Yönetim Kuruluşları (%22); Uluslararası Kuruluşlar ve Merkez Bankaları (%10); Özel Bankalar (%5); Hedge Fonları (%4).

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, “Basın Duyuruları”, 2012, (Çevrimiçi), <https://www.hmb.gov.tr/>

Kamu Hazinesi yayımladığı ihraç sonuç duyurusunda, bu ihraç ile yatırımcı tabanının genişletildiğini ve yeni bir piyasaya erişim sağlandığını açıklamıştır. Türkiye’nin 2012 yılının Ocak ayında ihraç etmiş olduğu 1,5 milyar ABD Doları cinsi tahvilin tamamının Avrupa ve ABD merkezli yatırımcılara satıldığı belirtilmiş; aynı yıl

içerisinde ihraç edilen aynı miktartlı Sukuk ihracının ise %70'inin Orta Doğu ve Asya bölgelerindeki yatırımcılara satıldığı açıklanmıştır (Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2012).

İkinci olarak, Sukuk sertifikaları ihraç edildiği gün itibariyle ikincil piyasadaki benzer özelliklere sahip kamu Eurobond senetlerine göre daha yüksek fiyattan (yatırımcı için daha düşük getirili) satılmıştır. Bu durum, Kamu Hazinesi'nin borçlanma maliyetinin azalması anlamına gelmektedir. Söz konusu azalmanın hem yeni yatırımcı tabanına erişime hem de tasarlanan Sukuk modelinin İslami yatırımcılar tarafından kabul görmesine bağılı yüksek talep kaynaklı olduğu değerlendirilmektedir.

Son olarak, bu ihraçla birlikte uluslararası Sukuk piyasasında Türkiye varlıkları için bir fiyatlandırma gerçekleştirilmiş ve daha sonra yapılacak kamu ve özel sektör ihraçlarına değerlendirme bazı teşkil edilmiştir. Türk özel sektörünün yurt dışı piyasalarda Sukuk ihracı için de bir gösterge fiyat/getiri oluşturulmuştur. Türkiye bu ihracı ile birlikte küresel kamu Sukuk piyasalarında yerini almış olup devam edegelen yıllarda da ihraçlara devam edilmiştir.

Kamu Hazinesi, yurt dışı piyasadaki ilk Sukuk ihracının ardından 3 Ekim 2012 tarihinde bu kez yurt içi piyasada ilk kamu Sukuk ihracını gerçekleştirmiştir. Tablo 2.3'de bu ihraca ilişkin bilgiler yer almaktadır.

Tablo 0.3: Kamu Sektörünün İlk Yurt İçi Sukuk İhracı Bilgileri

Borçlu	Türkiye Cumhuriyeti adına Hazine Müsteşarlığı
İhraççı	Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi (HMKŞ)
İhraç Modeli	İcara Sukuk
İhraç Tarihi	3 Ekim 2012
İhraç Miktarı (Döviz)	1,6 Milyar TL
İhraç Vadesi	2 Yıl
Kira Oranı (Yıllık)	%3,70
Kira Ödeme Periyodu	6 Ay

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, "Basın Duyuruları", 2012, (Çevrimiçi), <https://www.hmb.gov.tr/>

Yurt içi piyasadaki kamu Sukuk ihracının ardından Türkiye kamu sektörü hem yurt dışı hem de yurt içi Sukuk piyasalarına erişim sağlamış ve her iki piyasada Türkiye özel sektörünün de Sukuk ihraçları yapabilmesinin önü açılmıştır. 2012 yılından itibaren Kamu Hazinesi tarafından yurt içi ve yurt dışı piyasalarda Sukuk ihraçlarına devam edilmiştir.

Her iki piyasada da ihraç edilen sertifikalar İcara Sukuk modeline dayalı olarak gerçekleştirilmektedir. Bakanlık tarafından yatırımcılar için yayımlanan bilgi notunda bu modelin işleyişine ilişkin detaylar kamuoyu ile paylaşılmıştır. Kamu Hazinesi tarafından tercih edilen İcara Sukuk modelindeki ihraçlar Kamu Hazinesi adına HMVKŞ tarafından yapılmaktadır. Elde edilen Sukuk gelirleri ile kamu varlıkları Kamu Hazinesi'nden satın alınmakta ve böylece ihraç gelirinin Bakanlık hesaplarına iletilmesi sağlanmaktadır. Bir sonraki aşamada ise HMVKŞ mülkiyetine geçmiş olan kamu varlıkları Bakanlığa kiralanmakta ve yatırımcılara periyodik nakit akışı sağlayacak olan kira ödemeleri oluşturulmaktadır. Bakanlık, ihraç vadesi sonunda varlıkları HMVKŞ'den geri alacağına dair bir taahhütname düzenlemekte ve ihraç vadesi sonunda bu taahhütnameye istinaden varlıkları ilk ihraç günündeki satış fiyatı üzerinden geri almaktadır. Geri alım bedeli olarak ödenen miktar Sukuk sahibi olan yatırımcılara iletilmekte ve sertifikalar itfa edilmektedir.

2.2.1 Yurt Dışı Piyasalarda Gerçekleştirilen Kamu Sukuk İhraçları

Kamu Hazinesi tarafından yurt dışı piyasalarda 2019 yılı Eylül ayı itibariyle ihraç edilmiş Sukuk sertifikaları ile toplam 8 milyar ABD Doları tutarında finansman sağlanmıştır. Tablo 2.4'de gösterilen ihraçların tamamı İcara Sukuk modeline göre gerçekleştirilmiş olup ABD Doları cinsindendir. İhraç miktarı ile ağırlıklandırılmış ortalama ihraç vadesi ise 5,4 yıldır.

Tablo 0.4: Kamu Sektörünün Yurt Dışı Piyasalardaki Sukuk İhraçları

İhraç Tarihi	İtfa Tarihi	Vade (Yıl)	Miktar (Milyon)	Döviz	Kira Oranı (%)
26.09.2012	26.03.2018	5,5	1.500	ABD Doları	2,803
10.10.2013	10.10.2018	5,0	1.250	ABD Doları	4,557
25.11.2014	25.11.2024	10,0	1.000	ABD Doları	4,489
08.06.2016	08.06.2021	5,0	1.000	ABD Doları	4,251
06.03.2017	06.04.2023	6,0	1.250	ABD Doları	5,004
21.02.2019	21.02.2022	3,0	2.000	ABD Doları	5,800

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, “Basın Duyuruları”, 2020, (Çevrimiçi), <https://www.hmb.gov.tr/>

2.2.2 Yurt İçi Piyasada Gerçekleştirilen Kamu Sukuk İhraçları

Kamu Hazinesi tarafından yurt içi piyasada ihraç edilen Sukuk sertifikaları incelendiğinde yapılan tüm ihraçların İcara Sukuk yapısında olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, yurt içinde ihraç edilen Sukuk sertifikalarının fiyatlama metotları farklılık arz etmektedir. Kamu Hazinesi tarafından sabit kira oranlı ve TÜFE’ye endeksli değişken kira oranlı kira sertifikaları ihraç edilmektedir. Ayrıca, ihraç döviz açısından da TL cinsi, altına dayalı ve Avro cinsi olmak üzere farklılaşmaya gidildiği tespit edilmektedir. Satış yöntemi açısından değerlendirildiğinde ise doğrudan ve perakende satış yöntemlerinin kullanıldığı görülmektedir. Yurt içi piyasada Kamu Hazinesi tarafından ihraç edilmiş Sukuk sertifikaları Tablo 2.5’de özelliklerine göre tasnif edilmektedir.

Tablo 0.5: Yurt İçi Piyasada İhraç Edilmiş Olan Sukuk Sertifikalarının Özellikleri

İhraç Modeli	Kira Ödemesi	Döviz	Satış Yöntemi	Fiyatlama Modeli
İcara Sukuk	Sabit	TL	Doğrudan Satış	Getiri Eğrisi Temelli
İcara Sukuk	Değişken	TL	Doğrudan Satış	TÜFE'ye Endeksli
İcara Sukuk	Sabit	Avro	Perakende Satış Doğrudan Satış	Getiri Eğrisi Temelli
İcara Sukuk	Sabit	Altın	Perakende Satış Doğrudan Satış	Getiri Eğrisi Temelli

Kaynak: Yazar tarafından Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerine dayanılarak oluşturulmuştur.

Tablo 2.5’de yer alan dört farklı Sukuk çeşidinin mahiyetlerinin ve ihraç istatistiklerinin detaylı olarak incelenmesi önem arz etmektedir.

- i. Sabit Kira Ödemeli Kira Sertifikası (Sukuk): Bu ihraçlarda kira oranı sabit bir oran olarak belirlenmekte ve Sukuk vadesi boyunca yatırımcılara bu oran kadar yıllık kira ödemesi yapılmaktadır. Tablo 2.6’da Kamu Hazinesi tarafından 2019 yılı Eylül ayı itibarıyla ihraç edilmiş TL cinsi sabit kira ödemeli Sukuk sertifikaları istatistikleri gösterilmektedir.

Tablo 0.6: Yurt İçi Piyasadaki Sabit Kira Ödemeli Sukuk İhraçları

İhraç Tarihi	Vadesi	İtfa Tarihi	Kira Oranı (%)	Miktar (Bin TL)
3.10.2012	2 Yıl	1.10.2014	3,70	1.624.483
20.02.2013	2 Yıl	18.02.2015	2,85	1.515.327
21.08.2013	2 Yıl	19.08.2015	4,50	1.817.300
19.02.2014	2 Yıl	17.02.2016	5,30	1.332.820
1.10.2014	2 Yıl	28.09.2016	4,84	1.839.964
18.02.2015	2 Yıl	15.02.2017	3,90	1.801.515
19.08.2015	2 Yıl	16.08.2017	4,98	1.588.784
17.02.2016	2 Yıl	14.02.2018	5,32	1.900.352
20.07.2016	5 Yıl	14.07.2021	4,70	907.500
28.09.2016	2 Yıl	26.09.2018	4,40	1.102.839
23.11.2016	2 Yıl	21.11.2018	5,08	1.285.000
15.02.2017	2 Yıl	13.02.2019	5,52	2.023.445
21.06.2017	2 Yıl	19.06.2019	5,36	503.000
16.08.2017	5 Yıl	10.08.2022	5,38	1.183.520
14.02.2018	2 Yıl	12.02.2020	6,36	1.876.205
26.09.2018	2 Yıl	23.09.2020	12,20	1.700.000
21.11.2018	2 Yıl	18.11.2020	8,95	3.240.870
13.02.2019	2 Yıl	10.02.2021	8,80	1.479.130
19.06.2019	2 Yıl	16.06.2021	10,55	1.605.960
21.08.2019	2 Yıl	18.08.2021	7,40	846.500

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, “Basın Duyuruları”, 2020, (Çevrimiçi),

<https://www.hmb.gov.tr/>

Tablo 2.6’ya göre 2012 yılından itibaren 20 tertip olmak üzere toplam 31,2 milyar TL tutarında sabit kira oranlı Sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. İhraçların 18 tanesi 2 yıl vadeli olup 2 tanesi 5 yıl vadelidir.

- ii. Enflasyona Endeksli Kira Sertifikası (Sukuk): Enflasyona endeksli senetler, fiyat endeksinde meydana gelen değişimlere karşı reel getiri garantisi sağlayan finansal araçlar olarak tanımlanmaktadır (Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2009). Bu senetler sabit getirili enstrümanlardan farklı olarak yatırımcısına sabit reel getiri elde etme imkânı sağlamaktadır. Sabit getirili enstrümanlar daha çok alım-satım amaçlı tercih edilirken, enflasyona endeksli senetler daha çok vade sonuna kadar elde tutulmaktadır. Ayrıca enflasyona endeksli senetler, özellikle kurumsal

yatırımcıların yükümlülüklerini dengelemek amacıyla aktiflerinde bulundurmaya ihtiyaç duyduğu enstrümanlar olarak bilinmektedir.

Kamu Hazinesi açısından bakıldığında ise enflasyona endeksli senetlerin, enflasyondaki belirsizliklerin fazla olduğu ve bu nedenle nominal getirili enstrümanların yüksek enflasyon risk primleri ile fiyatlandığı dönemlerde borçlanma maliyetlerinin düşürülmesinde önemli katkısı olduğu değerlendirilmektedir. Ülkemizde ilk defa 1994 yılında ihraç edilen enflasyona endeksli senetler, yüksek enflasyonun olduğu 1994-1998 dönemleri arasında farklı vadelerde (1-2 yıl) ve farklı tasarımlarda ihraç edilerek borçlanma maliyetinin düşürülmesinde kullanılmıştır.

Diğer taraftan, özellikle reel getiri oranlarının ekonominin potansiyel büyümesinin altında olduğu dönemlerde, Kamu Hazinesi tarafından bu senetlerin tercih edilmesi ilerleyen dönemlerde faiz yükünün bütçedeki payının görece olarak düşmesine yardımcı olmaktadır. Ayrıca enflasyona endeksli senetlerin, yatırımcı tabanın genişletilmesi, borçlanma araçlarındaki çeşitliliğin artırılması ve piyasa beklentilerinin izlenmesi gibi konularda önemli katkıları da bulunmaktadır.

Nakit akışlarının endekslemesi konusunda, anapara endeksli (Principal Linker) ve kupon endeksli (Coupon Linker) olmak üzere iki temel yaklaşım söz konusudur. Anapara endeksli senetlerde vade boyunca anapara enflasyona endeksli bir şekilde değişirken reel kupon oranı sabittir. Kupon endeksli senetlerde ise enflasyondaki değişimden kaynaklanan anapara değerlemesi kupon ödemeleriyle birlikte yapılmakta ve böylelikle anaparanın değerlendirilmesi vade sonuna bırakılmadan yazılı değer üzerinden yapılmaktadır.

Kamu Hazinesi tarafından enflasyona (TÜFE'ye) endeksli Sukuk ilk olarak 2016 yılında ihraç edilmiştir. Bakanlık tarafından yayımlanan Yatırımcı Kılavuzu'nda, kira ödemelerinin 6 aylık reel kira getirisi olacağı ifade edilmiştir. Bu oranın ihraç öncesi yapılacak duyurularda yer alacağı ve sertifikanın vadesi boyunca sabit kalacağı belirtilmiştir. Kamu Hazinesi'nin tercih ettiği enflasyona endeksleme modeli

anaparanın endekslenmesidir (Principal Linker). Böylece Sukuk vadesi sonunda ödenecek olan varlık geri alım bedeli enflasyona endekslenmiş olmakta ve ihraç süresince yatırımcının aleyhine gerçekleşen enflasyon farkı anaparaya yansıtılarak telafi edilmektedir.

Yatırımcı Kılavuzu'nda (Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2017) TÜFE'ye endekslenen anapara ödemesinin aşağıdaki formüle göre yapılacağı ifade edilmiştir.

$$1. \text{ Kira Sertifikasının Bedeli} = \left(\frac{\text{Referans Endeks}_{\text{İtfa Tarihi}}}{\text{Referans Endeks}_{\text{İhraç Tarihi}}} \right) \times 100$$

Periyodik kira ödemeleri ise nominal 100 TL değerli sertifika için aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır.

$$2. \text{ Kira Ödemesi} = \left(\frac{\text{Referans Endeks}_{\text{Kira Tarihi}}}{\text{Referans Endeks}_{\text{İhraç Tarihi}}} \times 100 \right) \times \text{Reel Kira Getirisi}$$

Hem anapara hem de dönemsel kira ödemelerinin hesaplanmasında kullanılan referans endeks ise aşağıdaki yöntem ile hesaplanmaktadır.

3. “a” ayının “g” günü için,

$$\text{Günlük Referans Endeks}_g = \text{TÜFE}_{a-3} + \frac{g-1}{AG} \times (\text{TÜFE}_{a-2} - \text{TÜFE}_{a-3})$$

TÜFE_{a-2} : a-2 ayına ait TÜFE değeri

TÜFE_{a-3} : a-3 ayına ait TÜFE değeri

g : Ay başından itibaren geçmiş gün sayısı

AG : Ay içerisindeki toplam gün sayısı

Bakanlık tarafından açıklanan yukarıdaki hesaplama yönteminin adımları ve örnek bir uygulaması aşağıda yer almaktadır.

İşlem Adımları:

(1) Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından 2003 yılı baz alınarak hesaplanan aylık Tüketici Fiyat Endeksi değerlerinin alınması,

- (2) Bu değerlere dayanılarak gelecek üç aylık TÜFE değerlerinin günlük bazda (3) numaralı formüle göre hesaplanması,
- (3) Sukuk sertifikasının bu dönem içerisinde düşen bir kira ödemesi varsa bu kira ödemesinin (2) numaralı formüle göre hesaplanması,
- (4) Sukuk sertifikasının bu dönem içerisinde itfası söz konusu ise itfa bedelinin (1) numaralı formüle göre hesaplanması.

Örnek olarak, itfa tarihi 25 Ekim 2019, reel kira oranı %2 ve ihraç tarihindeki referans endeks değeri 339 olan TÜFE'ye endeksli bir kira sertifikasının itfa tarihindeki son kira ödemesi ve itfa bedeli şu şekilde hesaplanmaktadır:

- (1) TÜİK verilerine göre ihtiyaç duyulan aylık TÜFE değerleri Temmuz ve Ağustos aylarına ait olmaktadır. Bu değerler Temmuz ayı için 419,24 ve Ağustos ayı için 422,84'tür. Dikkat edilirse, Bakanlık tarafından açıklanan hesaplama modeline göre her ayın ilk günü için açıklanan referans endeks değeri üç ay öncesinin TÜFE değeri olmaktadır. Buna göre, Temmuz ayı TÜFE değeri, 1 Ekim 2019 tarihinin; Ağustos ayı TÜFE değeri ise 1 Kasım 2019 tarihinin günlük referans endeksidir.
- (2) 25 Ekim 2019 tarihine ait referans endeks değeri, (3) numaralı formüle göre şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Günlük Referans Endeks}_{25} = 419,24 + \frac{24}{31} \times (422,84 - 419,24) = 422,02710$$

a : 10 (Ekim ayı 10. ay olmaktadır)

$TÜFE_8$: 422,84 (Ağustos ayı TÜFE değeri)

$TÜFE_7$: 419,24 (Temmuz ayı TÜFE değeri)

g : 25 (İtfa günü)

AG : 31 (Ekim ayı içerisindeki gün sayısı)

- (3) 25 Ekim 2019 tarihinde gerçekleştirilecek 100 nominal değer üzerinden kira ödemesi (2) numaralı formüle göre hesaplanır.

$$\text{Kira Ödemesi} = \left(\frac{422,02710}{339} \times 100 \right) \times 0,02 = 2,4898 \text{ TL}$$

100 nominal değere sahip bir sertifikanın itfa tarihinde ödemesi gereken kira oranı yaklaşık olarak 2,49 TL olmaktadır.

(4) 25 Ekim 2019 tarihinde gerçekleştirilecek 100 nominal değer üzerinden itfa bedeli ödemesi (1) numaralı formüle göre şu şekilde hesaplanır.

$$\text{İtfa Bedeli Ödemesi (Anapara Ödemesi)} = \left(\frac{422,02710}{339} \times 100 \right) = 124,4918 \text{ TL}$$

100 nominal değere sahip bir sertifikanın itfa tarihinde ödemesi gereken anapara tutarı dönem içindeki enflasyonun da eklenmesiyle yaklaşık olarak 124,49 TL olmaktadır.

Kamu Hazinesi tarafından ihraç edilmiş TÜFE'ye endeksli Sukuk sertifikalarına ilişkin istatistiki bilgiler Tablo 2.7'de yer almaktadır.

Tablo 0.7: TÜFE'ye Endeksli Sukuk İhraçları

İhraç Tarihi	Vadesi	İtfa Tarihi	Kira Oranı (%)	Miktar (Bin TL)
28.09.2016	5 Yıl	22.09.2021	1,12	1.066.565
18.10.2017	5 Yıl	12.10.2022	1,40	550.000
13.06.2018	5 Yıl	7.06.2023	1,58	436.600

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, "Basın Duyuruları", 2020, (Çevrimiçi), <https://www.hmb.gov.tr/>

Tablo 2.7'ye göre üç tertip olmak üzere toplam 2,05 milyar TL tutarında TÜFE'ye endeksli Sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. İhraçların tamamı 5 yıl vadelidir.

- iii. Avro Cinsi Kira Sertifikası: Kamu Hazinesi tarafından 2018 yılında İcara Sukuk ihraç modeline dayanan sabit kira ödemeli Avro cinsi kira sertifikası ihracına başlanmıştır. İhraç hem doğrudan satış yöntemi ile bankalara hem de talep toplama yöntemi ile bireysel yatırımcılara perakende satış şeklinde gerçekleştirilmiştir. Yurt içi piyasada ihraç edilmesine rağmen Avro cinsi nakit akışı sağlayan bu sertifikaların, özellikle Türkiye'deki katılım bankalarının Avro cinsi varlıklarını değerlendirmelerine imkân sunması açısından önemli olduğu düşünülmektedir.

Tablo 2.8’de Kamu Hazinesi tarafından gerçekleştirilen Avro cinsi Sukuk ihraç istatistikleri yer almaktadır. Tabloya göre 2018 ve 2019 yıllarında yapılan ihraçlarla toplam 2,4 milyar Avro tutarında finansman sağlanmıştır.

Tablo 0.8: Yurt İçi Piyasadaki Avro Cinsi Sukuk İhraçları

İhraç Tarihi	İtfa Tarihi	Vadesi	Kira Oranı (Dönemsel) (%)	Miktar (Avro)	Satış Yöntemi
19.09.2018	18.09.2019	364 gün	1,10	255.000	Bireysel Yatırımcıya Perakende Satış
26.09.2018	25.09.2019	364 gün	1,10	1.366.000	
03.10.2018	2.10.2019	364 gün	1,10	2.173.000	
10.10.2018	9.10.2019	364 gün	1,10	2.773.000	
17.10.2018	16.10.2019	364 gün	1,10	3.918.000	
			TOPLAM	10.485.000	
24.12.2018	21.12.2020	728 gün	1,55	555.080.000	Bankalara Doğrudan Satış
08.02.2019	05.02.2021	728 gün	1,45	835.000.000	
31.05.2019	29.05.2020	364 gün	1,50	1.001.950.000	
			TOPLAM	2.392.030.000	

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, “Basın Duyuruları”, 2020, (Çevrimiçi), <https://www.hmb.gov.tr/>

- iv. Altına Dayalı Kira Sertifikası: Kamu Hazinesi tarafından 2017 yılında altına dayalı kira sertifikası ihraçlarına başlanmıştır. Bu ihraçlar da diğer Kamu Hazinesi ihraçları gibi İcara Sukuk modeline dayanmakla birlikte kaydi para yerine altın karşılığında kurumsal ve bireysel yatırımcılara kira sertifikası satışı gerçekleştirilmektedir. Kamu Hazinesi tarafından bir yenilik olarak piyasaya ihraç edilen altına dayalı kira sertifikaları, yatırımcısına altı ayda bir kere kira geliri sağlamak ve bu kira bedeli altın fiyatlarına endeksli olarak Türk Lirası cinsinden yatırımcı hesaplarına aktarılmaktadır. Vade sonunda gerçekleştirilen anapara ödemesi için yatırımcının üç farklı alternatiften birisini tercih etmesi gerekmektedir. Bu alternatifler i) gram altın olarak vadesiz altın mevduat hesaplarına aktarım, ii) Çeyreklik Cumhuriyet Ziynet Altını olarak fiziki geri ödeme ve iii) vade sonuna denk gelecek şekilde ihraç edilecek yeni seri altına dayalı kira sertifikası alımı şeklindedir (Hazine ve Maliye Bakanlığı, t.y.).

Altına dayalı sertifikaların alım bedeli olarak kabul edilecek altınların standartları da Kamu Hazinesi tarafından belirlenmiş olup “*külçe altınlar, Cumhuriyet/Darphane Altınları (çeyrek, yarım, tam, Ata Lira vb.) ile gerekli şartları sağlayan 22 ayar ve 24 ayar altınlar*” bu kapsamda sayılmaktadır (Hazine ve Maliye Bakanlığı, t.y.).

Tablo 2.9’da Kamu Hazinesi tarafından gerçekleştirilen ve tamamı iki yıl vadeli olan altına dayalı kira sertifikası ihraç istatistik ve bilgileri 2019 yılı Eylül ayı itibarıyla yer almaktadır. Gerçekleştirilen altına dayalı kira sertifikası ihraçları ile yaklaşık 36,5 ton altın toplanmıştır. Altına dayalı bu ihraçlar ile borçlanma araç çeşitliliğinin artırılması, atıl olarak tutulan altınların ekonomiye kazandırılması ve ülke rezervlerinin güçlendirilmesi amaçlanmaktadır.

Tablo 0.9: Yurt İçi Piyasadaki Altına Dayalı Sukuk İhraçları

İhraç Tarihi	İtfa Tarihi	Kira Oranı (Dönemsel) (%)	İhraçta Kabul Edilen Altın Miktarı (1000/1000 safılık) (Gram)	Satış Metodu
11.10.2017	9.10.2019	1,20	171.854,055	Bireysel Yatırımcıya Perakende Satış
18.10.2017	16.10.2019	1,20	297.892,267	
25.10.2017	23.10.2019	1,20	322.772,912	
01.11.2017	30.10.2019	1,20	526.022,386	
04.04.2018	1.04.2020	1,20	197.341,350	
11.04.2018	8.04.2020	1,20	214.832,848	
18.04.2018	15.04.2020	1,20	311.782,044	
25.04.2018	22.04.2020	1,20	389.469,962	
19.09.2018	16.09.2020	1,20	190.660,454	
26.09.2018	23.09.2020	1,20	193.587,511	
03.10.2018	30.09.2020	1,20	176.683,422	
10.10.2018	7.10.2020	1,20	187.354,798	
17.10.2018	14.10.2020	1,20	185.824,786	
24.10.2018	21.10.2020	1,20	158.065,911	
31.10.2018	28.10.2020	1,20	179.928,005	
26.12.2018	23.12.2020	1,20	100.215,651	
02.01.2019	30.12.2020	1,20	90.186,847	
09.01.2019	6.01.2021	1,20	93.694,296	
16.01.2019	13.01.2021	1,20	97.949,448	
23.01.2019	20.01.2021	1,20	64.562,801	
30.01.2019	27.01.2021	1,20	86.378,972	
06.02.2019	3.02.2021	1,20	77.337,883	
		TOPLAM	4.314.398,609	
27.02.2019	24.02.2021	1,00	24.172.530,00 0	Bankalara Doğrudan Satış
21.06.2019	18.06.2021	1,00	7.969.950,000	
		TOPLAM	32.142.480,00 0	
	GENEL	TOPLAM	36.456.878,60 9	

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, “Basın Duyuruları”, 2020, (Çevrimiçi),

<https://www.hmb.gov.tr/>

2.2.3 Kamu Sukuk İhraçlarının İslam Hukuku Açısından Değerlendirilmesi

Kamu Hazinesi tarafından gerçekleştirilen Sukuk ihraçlarının İslam hukukuna uygunluğu konusunda çeşitli görüşler bulunmaktadır. Bir Sukuk ihracının İslam hukukuna uygunluğunun akit teorisi ve fiyatlama modeli açılarından değerlendirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Kamu Hazinesi tarafından gerçekleştirilen Sukuk ihraçlarının tamamı akit teorisi kapsamında İcara akdine dayalı olarak yapılmış olup fiyatlama modelleri açısından sabit oranlı kira ödemeli, TÜFE'ye endeksli kira ödemeli (değişken oranlı kira ödemeli) ve altına dayalı sabit oranlı kira ödemeli olduğu tespit edilmiştir. Söz konusu değerlendirmeler akit teorisi kapsamında modele ilişkin ve fiyatlama metodu kapsamında fiyatlamaya ilişkin olarak tasnif edilmektedir.

2.2.3.1 Modele ilişkin değerlendirmeler

Kamu Hazinesi tarafından gerçekleştirilen ilk Sukuk ihracının yurt dışı piyasalarda olması nedeniyle talep toplama işlemi aracı bankalar vasıtasıyla gerçekleştirilmiştir. Bu ihraç da talep toplamaya yetkili aracı bankalar HSBC Amanah, Citibank, Kuwait Finance House iştiraki olan Liquidty House olmuştur (Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2012). Uluslararası piyasalarda gerçekleştirilen Sukuk ihraçlarının İslam hukukuna uygunluğuna ilişkin fetvalar aracı bankaların Fetva Kurulu (Shariah Board) tarafından yayımlanmaktadır. Bu teamüle uygun olarak, Kamu Hazinesi'nin 2012 yılında başlattığı ve sonrasında da değiştirmeden kullandığı İcara Sukuk modeli için ihraç da görev alan ve yukarıda isimleri verilen üç bankanın fetva kurulları tarafından İslam Hukuku'na uygunluk fetvası yayımlanmıştır. Her Sukuk ihracından önce aracı bankalar yatırımcılar için bu fetvaları yayımlamakta ve İslam Hukuku açısından mevcut haliyle İcara modelinin uygunluğu tescil edilmektedir.

Yurt içi piyasadaki Sukuk ihraçlarına ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) aracılık etmektedir. Gerek Bakanlık gerekse de TCMB yurt içi Sukuk ihraçlarının İslam Hukuku'na uygunluğuna ilişkin bir fetva yayımlamamaktadır. Esasen

bu durumun yatırımcı açısından önem arz ettiği değerlendirilmekte ve talep gösteren yatırımcıların güvendikleri fetva kurullarından bu fetvaları almaları beklenmektedir.

İcara Sukuk modelinin İslam Hukuku'na uygunluğu konusunda farklı görüşler mevcuttur. Karaman (2016) İcara Sukuk modelinin “Bey-i bi'l Vefa (geri alma şartıyla satım işlemi)” ve “Bey-i bi'l İstiğlal (kiralama şartıyla satım işlemi)” kapsamında değerlendirilmesi gerektiğini ve bu işlemin de Mecelle'de (madde 118, 119. ve 396-403) yer aldığını ifade etmektedir. Bu işlemlerin asırlardır tartışmalara konu olmasına rağmen caiz diyenlerin görüşünün ağır bastığı belirtilmektedir (Karaman, 2017).

Diğer taraftan Bayındır (2012), kira sertifikalarının rehin gösterilen varlıklar karşılığında borç toplamaktan ve “Bey-i bi'l İstiğlal” uygulamasının günümüze uyarlanmasından ibaret olduğunu ifade etmektedir. “Bey-i bi'l İstiğlal” uygulamasının caiz olmadığını ifade eden ulemanın görüşlerine atıf yapan, kira sertifikası ihraç işlemlerinin şeklen caiz olmasına rağmen İslam Hukuku'nun esas maksatlarına yani iktisadi bir katma değer oluşturma ve ticari bir işlem olma esaslarına aykırı olduğunu ifade eden Bayındır (2012) bu sertifikaları faizli bir menkul kıymetleştirme işlemi olarak görmektedir.

Kamu Sukuk ihraçlarının İslam hukukuna uygunluğu konusunun yukarıdaki atıflardan da anlaşılacağı üzere tartışmalı olduğu değerlendirilmektedir. Bayındır (2012) ve diğer İslam Hukuku uzmanlarının kamu Sukuku'nun İslam Hukuku'na uygun olmadığını ifade ederken dayandıkları temel gerekçeler özetle şunlardır:

- i. Mülkiyet Devrinin Gerçekleşmemesi: Bayındır (2012), Kamu Sukuk ihraçlarında varlıkların mülkiyetinin VKŞ'ye devredilmesinin gerçek bir devir olmadığını ifade etmekte ve buna delil olarak da VKŞ'nin bu varlıklar üzerinde mülk sahipliğinden gelen tasarruf haklarını kullanmasının sözleşmeler aracılığıyla imkânsız hale getirildiğini göstermektedir.
- ii. Nominal Bedel Üzerinden Geri Satım Taahhüdü: İcara Sukuk modeli hakkında AAOIFI (2003) 17 numaralı standardın 5/2/2 maddesinde sertifikaların nominal değeri ile geri satın alınacağı vaadinde bulunmanın câiz olmayacağını hükme

bağlamış, piyasa değeri üzerinden geri satın almanın ise bir mahzuru olmayacağını belirtmiştir. Sukuk sertifikalarının itfasının, nominal bedel üzerinden gerçekleştirilmesi nedeniyle bu kurala aykırı bir durum olduğu iddia edilmektedir.

- iii. Kiralama Süresince Risklerin Kiracı Üzerinde Kalması: Akit teorisinde yer alan meşru kira akdine göre, kiracının kasıt ve kusuru olmamak şartıyla kira konusu malın bütün riskleri mal sahibine ait olmak durumundadır. İcara Sukuk sertifikası ihraçlarında ise genellikle bu tür risklerin kiracının üzerinde kaldığı gerekçe gösterilerek bu durumun kira işleminin şeklen ihdas edildiğini ve asıl amacın malı kiralayıp onun menfaatini elde etmek yerine borç verilen para karşılığında getiri sağlamak olduğunu gösterdiği ileri sürülmektedir.
- iv. Ekonomik Bir Artı Değer Oluşmaması ve Atıl Varlıkların İhraçlarda Kullanılması: Kira sertifikalarına yönelik bir diğer fıkhi eleştiri ise bu ihraçlarda kullanılan varlıkların atıl duran ve herhangi bir ekonomik getirisi olmayan varlıklar olmasıdır. Diğer taraftan, varlıkların aktif kullanılan varlıklar olması durumunda dahi yapılan işlemin herhangi bir ekonomik artı değer oluşturmaması ve sadece finansal piyasalarda gerçekleşen işlemler olup reel ekonomiden kopuk bir mahiyet arz etmesi eleştirilmektedir.

Bu eleştiriler kapsamında Türkiye'deki kamu Sukuk ihraçlarının değerlendirilmesi gerekmektedir. Söz konusu değerlendirmeler maddeler halinde aşağıda özetlenmektedir.

- i. Kamu Hazinesi ihraçlarında mülkiyetin devrinin tapuya tescil ettirilmekle gerçekleşmesi nedeniyle tam anlamıyla bir devrin söz konusu olduğu düşünülmektedir. Bu açıdan bakıldığında, mülkiyet devrinin gerçekleşmediği iddiası Kamu Hazinesi ihraçları açısından geçerli görülmemektedir. Bununla birlikte, VKŞ bu varlıklara yatırımcılar adına sahip olmakta ve yatırımcıların zararına olabilecek herhangi bir tasarrufta bulunamamaktadır.

Bir diğer eleştiri de devredilen varlıkların aslında rehin olarak VKŞ'de tutuluyor olması ve bu nedenle rehin hükümlerinin geçerli olması gerektiğidir. Hâlbuki rehin hükümlerinin uygulanabilmesi için vade sonunda geri alım taahhüdünün

gerçekleşmemesi durumunda; varlıkların mülkiyetinin yatırımcıya geçmemesi ve yatırımcının varlıkları paraya çevirdiğinde fazla tutar kalırsa kaynak kuruluşa iade etmesi; eksik tutar olursa kaynak kuruluşun diğer mal varlıklarına müracaat etmesi gerekmektedir (Halaçoğlu, 2016).

Kamu Hazinesi ihraçlarında Bakanlık temerrüde düşmesi yani sözleşmelerden kaynaklanan mali yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda Sukuk ihracına konu olan varlıkların piyasaya satılması mümkün olmamaktadır. Bu husus ihraç dokümanlarındaki veya mevzuattaki hükümler ile sınırlandırılmış bulunmaktadır. Temerrüt durumunda yatırımcının zararının karşılanması ancak ihraç varlıklarının Bakanlığa satılması suretiyle olmaktadır. Kamu varlıklarının stratejik mahiyetini göz önüne alan bazı İslam hukukçuları sadece kamu Sukuk ihraçları için bu tür bir sınırlamaya cevaz vermektedirler.

- ii. Kamu Hazinesi ihraçlarını düzenleyen 4749 sayılı Kanunun 7/A Maddesinde nominal bedel üzerinden geri alıma ilişkin herhangi bir ifade bulunmamaktadır. Ayrıca, Bakanlık tarafından yayımlanan Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu'nda da varlıkların nominal bedel üzerinden geriye alınacağına ilişkin bir ifade yer almamaktadır. Örnek vermek gerekirse, TÜFE'ye endeksli kira sertifikalarının geri alım bedeli nominal değerinden farklı olmak zorundadır. Zira bu bedel üzerinde ihraç vadesi boyunca gerçekleşen enflasyon düzeltilmesi de yer almaktadır.
- iii. Kiralama süresi boyunca riskin kiracı üzerinde kalması hususundaki eleştiri Kamu Sukuk ihraçları açısından değerlendirildiğinde bu durumun mevzuat kaynaklı bir zorunluluk olarak ortaya çıktığı anlaşılmaktadır. 4749 sayılı Kanunun 7/A Maddesinde kiracı olarak kamu varlıklarını kullanan ilgili kamu kurum ve kuruluşlarının, aslında mal sahibinin üstlenmesi gereken mali külfetlerin bir kısmını da uhdesine almak zorunda bırakıldığı görülmektedir. Kamu Hazinesi'nin Sukuk ihraçlarında kullandığı kamu varlıklarının ağırlıklı olarak Ankara ve

İstanbul illerinde yer alan ve hâlihazırda başka kamu kurum ve kuruluşlarına tahsisli bulunan gayrimenkuller olduğu dikkate alındığında 7/A Maddesinde yer alan ifadenin mevcut işleyiş düzenini korumak ve ilgili kamu kurum ve kuruluşlarını ihraç işlemine dâhil etmeyerek gereksiz bürokrasiyi engellemek gibi zorunluluklardan kaynaklandığı değerlendirilmektedir.

Diğer taraftan, mülk sahibi sıfatıyla VKŞ'nin ve dolayısıyla yatırımcıların bu mali külfetleri üstlenmesi durumunda ihraç maliyetlerine bu yükleri yansıtmaları da söz konusu olabilecektir. Bu durum ise Kamu Hazinesi için ihraç maliyetinin artması demektir. Bu külfetleri kiracı sıfatıyla Kamu Hazinesinin üstlenmesini, bir kiracının mülk sahibi adına belirli masrafları yüklenip bu masrafları ödemesi gereken kira tutarından düşmesi olarak yorumlamak da mümkün görünmektedir.

- iv. İcra Sukuk ihraçlarının ekonomik bir katma değer oluşturmaması hususunun Kamu Sukuku açısından geçerli olmadığı değerlendirilmektedir. Kamu Sukuk ihraçları ile elde edilen fon genel bütçe giderlerini karşılamak için kullanılmaktadır. Bütçe gelirleri ile finanse edilen kamu hizmetlerinin ekonomik artı değer oluşturduğu ise tartışmasız bir gerçek olarak kabul edilmektedir. Ayrıca, kamu Sukuk ihraçlarında kullanılan varlıklar atıl varlıklar olmayıp yukarıda da belirtildiği gibi ağırlıklı olarak Ankara ve İstanbul illerinde yer alan ve hâlihazırda başka kamu kurum ve kuruluşlarına tahsisli bulunan gayrimenkuller olduğu dikkate alındığında bu eleştirinin de Kamu Sukuk ihraçları açısından geçerli olmadığı düşünülmektedir.

2.2.3.2 Fiyatlamaya ilişkin değerlendirmeler

Kira sertifikası ihraçlarına yöneltilen bir diğer eleştiri konusu bu ihraçların fiyatlanması esnasında piyasa faizinin gösterge oran olarak kullanılmasıdır. İslam dini faizin her çeşidini kesin bir şekilde yasaklamış olmasına rağmen İslami finansal ürünlerin piyasa faizlerini temel alarak fiyatlanmasının İslami finansın ruhuna aykırı olduğu belirtilerek bu tür bir uygulamanın İslami olamayacağı dile getirilmektedir.

Söz konusu eleştiriye karşı olarak fiyatlama konusunda konvansiyonel finansın parametrelerini (faiz gibi) kullanmanın işlemin fikhî durumunu etkilemeyeceğini ifade eden görüş genel kabul görmektedir. Bu kapsamda İslam Hukukçusu Taqî Usmani (1998) yayımladığı fetva ve görüşlerinde işlemlerin akit teorisi çerçevesinde meşru olması durumunda piyasa faizinin bir gösterge oran olarak Sukuk fiyatlamalarında kullanılmasının bir sakıncası olmayacağını dile getirmekte ve bu konuyu bir mecaz yardımıyla açıklamaktadır. Mecaza göre komşu iki satıcı düşünülmekte ve bunlardan birisinin İslam’a göre haram olan içkileri, diğersinin ise helal olan içecekleri sattığı farz edilmektedir. İkinci satıcının, içki satan komşusunun kâr oranı kadar kâr elde etmek istemesinin herhangi bir mahzuru bulunmadığı vurgulanmaktadır. Birinci satıcının içki satışı haram, ikinci satıcının helal meşrubat satmasının ise helal olduğu belirtilerek meşrubat satıcısının haram içki satan komşusunun kâr oranı kadar kâr elde edip onunla rekabet edebilmesinin önünde bir engel bulunmadığı değerlendirilmesine yer verilmektedir. Bu mecaz yardımıyla, konvansiyonel finansa bir alternatif olarak piyasada yer alan İslami finansın da rekabetçi durumunu korumasını ve yatırımcıların da bu durumdan bir zarar görmemesini temin edecek şekilde Sukuk fiyatlamalarında piyasa faiz oranlarını çıpa veya gösterge olarak kullanmanın meşru olduğu hükmüne varılmaktadır.

Kamu Hazinesi’nin ihraç etmiş olduğu TÜFE’ye endeksli senetler konusunda da genel kabul enflasyon oranı kadar bir oranın baz alınarak üzerine sabit bir oranda kira ödemesi yapılmasının İslami açıdan caiz olduğudur (bkz. Karaman, 2008). Zira, ödenen bedel kâr değil kiradır ve bu oran geçmiş ayların enflasyon farkını esas almaktadır. Diğer bir ifadeyle bir sonraki kira ödemesi döneminde ödenecek oran sabit ve belirli olmaktadır. TÜFE’ye endeksli kira sertifikası ihraç eden katılım bankaları da bu ihraçlar için kendi fetva kurullarından onay almış durumdadırlar (bkz. Kuveyt Türk Katılım Bankası, 2016).

Kamu Hazinesi’nin ihraç ettiği altına dayalı kira sertifikası konusunda da farklı görüşler mevcuttur. Bayındır (2017), altına dayalı kira sertifikalarının modele ilişkin gerekçeler nedeniyle caiz olmadığını ifade etmektedir. Karaman (2017) ise altına dayalı kira sertifikasının, devlet tarafından satılan varlıkların kâğıt para yerine altın kullanılarak

Sukuk aracılığıyla satın alınması imkânı verdiğini ve altının da kâğıt para olarak kullanılmasının caiz olduğunu belirtmektedir.

Sonuç olarak fiyatlama modeline ilişkin fıkhi değerlendirmeler modele ilişkin değerlendirmelere nispeten daha hafif kalmakta ve piyasa faizini gösterge kullanmanın uygun olmadığından öteye gitmediği anlaşılmaktadır. Bu noktada Taqi Usmani (1998) tarafından beyan edilen görüşün uluslararası kabul gördüğünü; bununla birlikte, piyasa faizi haricinde İslam'ın esaslarına da uygun gösterge oranlar için birçok önerinin bulunduğunu belirtmek gerekmektedir. Nitekim tezin bir sonraki bölümünde tanıtılan Sukuk ihraç modelinde piyasa faizi yerine reel ekonominin gerçeklerine uygun bir fiyatlama usulü önerilmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GSYH'YE ENDEKSLİ KAMU SUKUK İHRACI MODELİ ÖNERİSİ

Kamu Hazinesi tarafından 2012 yılında ihracına başlanan kira sertifikaları, o tarihten itibaren her yıl iç ve dış piyasalarda ihraç edilerek bütçe finansmanının standart bir aracı konumunu almış bulunmaktadır. Nitekim Bakanlık tarafından her yıl açıklanan borçlanma stratejisi dokümanlarında ilgili yıl için iç piyasada ihraç edilmesi planlanan kira sertifikaları da yer almaktadır. Kamu finansmanının olağan bir enstrümanı haline gelen kira sertifikaları İcara Sukuk modeline dayanılarak çeşitli fiyatlama metotlarında yatırımcıların taleplerine ve Kamu Hazinesi'nin ihtiyaçlarına göre ihraç edilegelmektedir.

Bu aşamada model ve amaç bakımından farklılığa gidilmesi gerektiği düşünülmektedir. Bir sonraki alt başlıkta listelenen faydalar ve gerekçeler kapsamında ve Kamu Hazinesi'nin alternatif Sukuk ihraçlarına olan ihtiyacının giderilmesine yönelik olarak bu tez çerçevesinde “Gayri Safi Yurt içi Hâsıla (GSYH)’ya Endeksli Kamu Altyapı Finansman Sukuku” ihracı önerilmektedir.

Modelin detaylarına geçilmeden önce önerinin ismi üzerinden birkaç temel özelliğinin belirtmesinde fayda görülmektedir. Öncelikle, bu modelde kullanılacak fiyatlama metodu nominal GSYH verisini esas almaktadır. Bir önceki bölümde fiyatlama metotlarına yönelik eleştiriler arasında piyasa faizinin esas alınmasının temel eleştiri noktası olduğu belirtilmiştir. Önerilen modelde ülkenin ekonomik faaliyetlerinin toplu bir göstergesi olan nominal GSYH verisi piyasa faizlerinin yerine ikame edilmekte ve böylece söz konusu eleştiri ortadan kaldırılmaktadır.

Modelin bir diğer hususiyeti ise ihraç amacının kamu altyapı yatırımlarının finansmanı olmasıdır. Mevcut Kamu Hazinesi Sukuk ihraçlarının amacı bütçe finansmanı iken önerilen modelde altyapı yatırımlarının finansmanı hedeflenmekte ve bu sayede reel ekonomi ile finans piyasaları arasındaki bağ güçlendirilmekte ve görünür kılınmaktadır.

İslami finansın amaçlarına uygun olarak kamu yararı olan projelerin Sukuk ihracı ile finansmanı amaçlanmaktadır.

Önerilen modelin açıklanması amacıyla i) modelden umulan faydaların ve önerinin gerekçelerinin, ii) kamu altyapı yatırımlarına ilişkin genel bilgilerin ve mevcut durum değerlendirmesinin, iii) modelin ana yapısını oluşturan akitlerin ve işlem adımlarının ve iv) modelde kullanılan fiyatlama metodunun detaylarının alt başlıklar halinde ele alınması gerekli görülmektedir.

3.1 Gerekçe ve Fayda Analizi

Yeni tasarımlarla ihraç edilecek kira sertifikalarının birçok açıdan gerekli ve faydalı olacağı değerlendirilmektedir. Bu kapsamda önemli görülen gerekçeler ve faydalar şunlardır:

- i. Kamu Hazinesi'nin borçlanma araç çeşitliliğinin artırılması: Yeni tasarımlar ile ihraç edilecek kira sertifikaları mevcut sertifikalardan farklı risk ve getiri profiline sahip olacağı için kamu borç yönetimi çerçevesinde yeni bir araç statüsünü oluşturacağı düşünülmektedir.
- ii. Kamu Hazinesi'nin yatırımcı tabanının genişletilmesi: Farklı kira sertifikası ihraçlarının yurt içi ve yurt dışı piyasalardaki farklı yatırımcılara ulaşmayı mümkün hale getirebileceği öngörülmektedir. İslami hassasiyeti daha fazla olup mevcut kira sertifikalarına yatırım yapmaktan imtina eden bireysel ve kurumsal yatırımcılar ile mevcuttan farklı risk ve getiri portföyü arayışında olan fon sahiplerinin ilgisini çekmenin bu sayede mümkün olabileceği düşünülmektedir. Özellikle yurt dışı piyasalarda fırsatçı yatırım (opportunistic investment) olarak tabir edilen alanlara yatırım yapmak isteyen özelleşmiş fonlar bulunmaktadır. Örnek olarak yenilenebilir enerji projelerini ya da sosyal etkili projeleri finanse etmek isteyen yatırımcı grupları fırsatçı yatırımcılar arasında sayılmaktadır. Kamu Hazinesi'nin bu tür yatırımcıların ilgisini çekmesinin yatırımcı tabanını genişleteceği değerlendirilmektedir.

- iii. Kamu Hazinesi'nin borç yönetimi işlemlerinin etkin ve etkili kılınması: Farklı tasarımlarla ihraç edilen kira sertifikaları sayesinde borçlanma araç çeşitliliği ve yatırımcı tabanının genişletilmesinin doğal bir sonucu olarak daha etkin ve etkili bir borç yönetimi gerçekleştirilmesi beklenmektedir. Yatırımcı tabanının genişlemesinin rekabetçi fiyatlamayı beraberinde getirerek etkinliği artıracığı umulmaktadır.
- iv. İstanbul Finans Merkezi Projesi kapsamında yer alan İslami finansı geliştirme çalışmalarına destek olunması: İstanbul'un finans merkezi olarak cazip hale getirilmesini teminen yürütülen çalışmalar içerisinde İslami finansın geliştirilmesi de yer almaktadır. Türkiye'nin jeopolitik konumu ve tarihsel mirası düşünüldüğünde İslami finans piyasalarının merkezi olması hedefi gayet makul olarak değerlendirilmektedir. Bu kapsamda, Kamu Hazinesi'nin farklı Sukuk türlerini ihraç ederek İslami yatırımcılar açısından İstanbul'un bölgesel ve küresel cazibesini artırmasının bu hedefe ulaşmada önemli katkılar sunacağı düşünülmektedir.
- v. Mevcut Kamu Hazinesi ihraçlarına yönelik fıkhi eleştirilerin ortadan kaldırılması: Bir önceki bölümde yer alan kira sertifikası ihraçlarına yönelik eleştirilerin giderilmesi açısından yeni tasarımlara ihtiyaç olduğu düşünülmektedir. Bu çerçevede, fıkhi anlamda eleştirilere yer vermeyecek modellerin Türkiye'yi diğer ülkelerin İslami finans piyasalarından farklılaştırarak marka haline getirebileceği ve İslami finans için küresel bir merkez olma hedefini destekleyeceği değerlendirilmektedir. Küresel piyasalarda İslami finans merkezi olduğu dile getirilen Malezya'ya yönelik en önemli eleştirilerin başında bu ülke piyasalarında gerçekleştirilen işlemlerin önemli bir kısmının faizli işlem statüsünü haiz olması gelmektedir. Orta Doğu merkezli İslami yatırımcılar ve İslam hukukçuları tarafından Malezya piyasalarına temkinli bir yaklaşım söz konusudur. Türkiye'nin bu alandaki boşluğu doldurması açısından fıkhi açıdan sorunsuz yeni Sukuk tasarımları geliştirmesi ve uygulamaya geçirmesi stratejik önemi haiz bir adım olarak görülmektedir.

- vi. Reel ekonomi ile finans piyasaları arasındaki bağıın belirgin hale getirilmesi ve güçlendirilmesi: Kamu Hazinesi'nin proje ve altyapı yatırımlarının finansmanı gibi doğrudan ekonomik katma değer üreten faaliyetleri Sukuk ihracı kapsamına almasının bu hususa yönelik eleştirilerin ortadan kaldırılması ve reel ekonomi ile finans piyasaları arasındaki bağıın kuvvetlendirilmesi için gerekli olduğu değerlendirilmektedir.
- vii. İslami Hukukunun maksatlarına uygun olarak finansal piyasaların geliştirilmesi: İslam ekonomik ve finansal sisteminde riskin paylaşımı esas olarak kabul edilmektedir. Bununla birlikte, yatırım faaliyetlerinde toplumun tamamını ilgilendiren altyapı, eğitim, sağlık gibi alanların önemi ve önceliğı bulunmaktadır. Dolayısıyla İslami finansın bu iki husus göz ardı edilmeksizin geliştirilmesi gerektiğı düşünülmektedir. Diğer bir ifadeyle, finansal işlemlerin reel ekonomi ile doğrudan bağılı ve ona hizmet eder yapıda risk paylaşımını esas alması gerektiğı savunulmaktadır. Kamu Hazinesi'nin alternatif Sukuk modellerini hayata geçirmesinin İslam Hukuku'nun esaslarına ve ruhuna daha uygun olacağı değerlendirilmektedir.
- viii. İslami finans uygulamaları hakkında farkındalığın artırılması: Farklı model tasarımları ile ihraç edilecek Sukuk yapılarının gerek yurt içi gerek yurt dışı piyasalarda ilgi göreceğı ve bu konudaki akademik çalışmalarda, sosyal medya platformlarında, görsel ve yazılı medyada kendine yer bulabileceğı öngörülmektedir. İslami finansın daha görünür kılınması ve bu alandaki farkındalığın artırılması açısından yeni model tasarımlarının önemli olduğu düşünülmektedir.

3.2 Türkiye'de Kamu Altyapı Yatırımları

Yatırım kavramı sermaye stokunda zaman içinde meydana gelen artışı göstermekte olan bir akım değişkeni ifade etmektedir (Özdemir, 2007). Sabit sermaye ve altyapı yatırımları olarak tasnif edilebilen yatırım kavramı öznesine göre kamu ve özel

olarak da ikiye ayrılmaktadır. Bu tez kapsamında, kamu altyapı yatırımları merkezi konumda bulunmaktadır.

Kamu altyapı yatırımları, toplumun genel refah seviyesini artırıcı, üretim kapasitesini ve imkânlarını yükseltici, ekonomik kalkınmayı takviye edici ve yüksek maliyeti olan yatırımlardır. Literatürde kamu altyapı yatırımları ekonomik ve sosyal olarak iki başlık altında ele alınmaktadır. Tablo 3.1’de ekonomik ve sosyal altyapı yatırımlarının kapsamı gösterilmektedir.

Tablo 0.1: Altyapı Yatırımlarının Sınıflandırılması

Ekonomik Altyapı			Sosyal Altyapı
Ulaşım	Enerji	İletişim	Sosyal
Otoyollar	Gaz Dağıtım ve Depolama	Kablo Ağları	Hastaneler
Köprüler	Elektrik Dağıtım ve Depolama	Uydu Sistemleri	Okullar
Tüneller	Yenilenebilir Enerji	Baz İstasyonları	Lojmanlar
Limanlar	Su Artırma ve Dağıtım		Mahkemeler
Havaalanları	Atık Yönetimi		Ceza ve Tevkif Evleri
Raylı Sistemler			Stadyumlar
Deniz Ulaşımı (Feribotlar, Vapurlar)			

Kaynak: Watson, T., W.: “Infrastructure Investment: Challenges and Opportunities for Social Security Reserve Funds”, **ISSA**, 2019, (Çevrimiçi), <https://www1.issa.int/sites/default/files/documents/publications/2-Infrastructure%20investment-258560.pdf>, 4 Mart 2020.

Ekonomik altyapı yatırımları genellikle kullanıcı ödemeli ve bu nedenle gelir üreten buna karşın sosyal altyapı yatırımları devletlerin fonksiyonları gereği yerine getirmek zorunda oldukları, kullanıcı ödemesi olmayan, giderleri bütçeden karşılanan ve sosyal etkileri olan yatırımlar olarak tanımlanmaktadır (Watson, 2019).

Kamu altyapı yatırımlarının finansmanı gelişmekte olan ve tasarruf açığı bulunan ülkeler için ekonomi politikasının önemli bileşenlerinden birisi konumundadır. Yüksek

maliyetli bu yatırımlar için kaynak bulmak ve bu kaynağı etkin ve etkili şekilde kullanmak bu ülkeler açısından güncelliğini sürekli muhafaza eden bir husus olarak göze çarpmaktadır. Altyapı yatırımlarının finansmanında genellikle başvurulacak kaynaklar bütçe imkânları, bütçe dışı krediler ve kamu-özel işbirliği yöntemleri olmaktadır.

Türkiye’de altyapı yatırımlarının finansmanı incelendiğinde 1980’li yılların ortalarına kadar hemen tamamının kamu sektörü tarafından bütçe gelirleri ile karşılandığı görülmektedir (Doğan, 2012). Liberal politikaların hâkim olduğu 1980’li yıllar ile birlikte sürdürülebilir altyapı yatırımlarının finansmanı için gerekli olan kaynak ihtiyacı, hem dünyada hem de Türkiye’de yaşanan ekonomik, sosyal ve teknolojik gelişmelerle orantılı olarak giderek artmış ve bütçe gelirleri haricinde alternatif kaynak ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bütçe dışı kaynakların ilk akla gelenleri banka kredileri ve sermaye piyasası aracılığıyla ihraç edilen tahviller olmuştur. Kamu Hazinesi açısından bütçe dışı kaynaklar dış piyasalardan sağlanan finansman imkânlarını ifade etmektedir. Bakanlığın bu imkânlarından yararlanması yurt dışından sağlanan kaynakların kamu kurum ve kuruluşlarına kullandırılması (İkraz) ve altyapı yatırımları olan kamu kurumlarının Bakanlık garantili ve/veya garantisiz olarak doğrudan yurt dışından finansman sağlaması şeklinde iki usul ile olmaktadır. Altyapı yatırımlarının finansmanında kamu kaynaklarının yetersiz kalması bu alanda özel sektör kaynaklarına da müracaat etmeyi gerekli kılmış ve liberalleşen piyasaların etkisiyle özel sektörün altyapı finansmanına katılımının arttığı gözlenmiştir. Kamu projelerine özel sektörün katılımıyla gerçekleştirilen Kamu-Özel İşbirliği (KÖİ) finansman yöntemleri ülkemizde de istimal edilmekte ve birçok büyük projenin bu yöntem ile finanse edildiği gözlemlenmektedir.

Özellikle son yıllarda büyük ölçekli kamu projelerinin KÖİ yöntemi ile finanse edildiği gözlenmektedir. KÖİ yönteminde finansman sağlayıcı konumunda olan özel sektör şirketlerinin söz konusu finansmanı krediler ve öz sermaye ile karşılaması beklenmektedir. Mer’i mevzuatta Yap-İşlet-Devret (YİD) projelerinde yüklenici firmaların öz sermaye katkısının önerilen toplam sabit yatırım tutarının en az yüzde yirmisi olması hükme bağlanmaktadır (Kalkınma Bakanlığı, 2015). Bağlayıcı bu hükme

rağmen, YİD projelerinde özel sektör şirketlerinin öz sermaye katkısı tutarının bir kısmı dâhil finansmanın büyük bir oranını banka kredileri ile karşılamakta olduğu tahmin edilmektedir. Söz konusu orana ilişkin veriler ticari sır kapsamında yer aldığından banka finansmanının net tutarını tespit etmek mümkün olamamaktadır. Finansmanın tek kaynağa bağımlı yapısının oluşturduğu risklere ve finansman kaynaklarının sermaye piyasası araçlarını içerecek şekilde çeşitlendirilmesi gerekliliğine 2019-2023 yıllarını kapsayan On Birinci Kalkınma Planı Özel İhtisasa Komisyonu Raporu (2018)'nda da dikkat çekilmektedir.

Türkiye'nin son yıllarda yaşanan bölgesel dinamikler kaynaklı göç alan bir ülke olması nüfusun ve sosyal ihtiyaçların artmasına sebep olmaktadır. Ayrıca dünya genelinde yaşanan teknolojik ilerleme ve ekonomik gelişmeler ülkemiz üzerinde de etkisini göstermektedir. Bu gelişmelere uyum sağlamak amacıyla Türkiye'nin de altyapı yatırım ihtiyacı giderek artmaktadır. G20 ülkeleri tarafından kurulan Global Infrastructure Hub (2016) kuruluşunun tahminlerine göre 2016-2040 arası dönem için Türkiye'nin altyapı finansman ihtiyacı 975 milyar ABD Doları ve öngörülen finansman açığı 405 milyar ABD Doları'dır. Bu açığın kapatılması açısından yeni ve alternatif kaynaklara erişim önem kazanmaktadır. İslami sermaye piyasalarının bu finansman açığını kapatmakta kullanılabilecek kaynaklardan birisi olduğu değerlendirilmektedir. Gerek proje finansmanı kavramının İslami finans ilkelerine uyumu gerekse de ülkemizin altyapı finansman ihtiyacı göz önüne alındığında İslami sermaye piyasalarının bu amaçla kullanılmasının önemli katkılar sağlayacağı düşünülmektedir. Bu çerçevede önerilen GSYH'ye endeksli altyapı finansmanı amaçlı Sukuk ihracının Türkiye'nin alternatif finansman kaynaklarından birisi olacağına inanılmaktadır. Sukuk modellerinin tasarımına göre altyapı yatırımları tamamen kamu tarafından ya da kamu-özel işbirliği ile gerçekleştirilebilmektedir. Model tasarımıdaki bu esnekliğin de kamu otoritesine tercih imkânı tanınması açısından önemli olduğu değerlendirilmektedir.

3.3 Modelin Yapısı ve İşleyişi

Altyapı yatırımları inşaat ve faaliyet olmak üzere iki dönem içermektedir. İnşaat sürecinde söz konusu altyapı inşa edilmekte ve faaliyet kazanabilmesini teminen her türlü çalışma tamamlanmaktadır. Altyapının fiziki olarak tamamlanmasının ardından faaliyet süreci başlamakta ve söz konusu altyapı hizmete alınmaktadır. Bahse konu altyapı eğer ekonomik altyapı ise faaliyet sürecinde artık gelir üretmeye başlamaktadır. Sosyal altyapı yatırımlarında ise genellikle gelir üretimi sağlanmamakta fakat toplumun ihtiyacı olan bir hizmet bu sayede görülmüş olmaktadır.

Kamu altyapı yatırımlarının Sukuk ihracı ile finansmanı bir sermaye piyasası finansmanı olup banka finansmanından farklılık arz etmektedir. Menkul kıymet ihracı suretiyle sağlanan finansmanın önemli bir özelliğinin bu menkul kıymetin yatırımcılarına düzenli bir nakit akışı sağlaması olduğu düşünülmektedir. Aksi takdirde menkul kıymete olan talebin azalması söz konusu olmaktadır. Konvansiyonel finansal araçlardan olan faizli tahviller ya da proje tahvilleri bu amaçla kullanılan araçlar olarak göze çarpmaktadır. Bu tarz araçların düzenli nakit akışı sağlaması periyodik olarak yatırımcılara ödenen faiz ile olmakta ve bu faiz ödemeleri proje sürecinin ilerleyişinden bağımsız bir şekilde gerçekleştirilmektedir. Diğer bir ifadeyle konvansiyonel finans araçlarının kullanılması durumunda bir borç ilişkisi oluşturulmakta ancak bu ilişki finansmanı sağlanan projeden tamamen bağımsız bir şekilde kurulabilmektedir. Sukuk ihraçlarında ise yatırımcıların elde edeceği periyodik nakit akışlarının proje ile alakalı olması ve bu ilişkinin akitler aracılığıyla tesis edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, Sukuk ihracı ile gerçekleştirilen altyapı yatırımlarının finansmanında hem İslam hukukunun gereklerini yerine getirmek hem de yatırımcıların taleplerine cevap vermek adına birkaç İslami akit bir arada kullanılmaktadır.

Sukuk ihraçlarında, yatırımcılara yapılan ödemeler ile finansmanı gerçekleştirilen projenin arasında bir bağ olması şartı, özellikle, inşaat süreçlerinde bu periyodik ödemelerin nasıl gerçekleştirileceği konusunu tartışmalı hale getirmektedir. Ekonomik altyapı yatırımlarında inşaat sürecinin tamamlanmasını takiben proje gelir üretebilen bir

konuma geçtiğinden sadece inşaat sürecinde yatırımcılara yapılacak periyodik ödemelerin kaynağı tartışmalı iken; aynı tartışma gelir üretemeyen sosyal altyapı yatırımları için projenin hem inşaa hem de faaliyet dönemi için söz konusudur.

Modelin yapısını kurmak ve işlem adımlarını belirlemek için finansmanı yapılacak altyapı yatırımının bazı özelliklerini tespit etmek gerekmektedir. Öncelikle belirtmek gerekir ki burada önerilen model, bazı ayarlamalar yapılmak suretiyle farklı altyapı yatırımlarının ya da projelerin finansmanı amacıyla da kullanılma özelliğine sahip bulunmaktadır. Tez kapsamında sosyal altyapı yatırımı olarak değerlendirilen ve gelir üretmeyen projelerin finansmanı merkeze alınmaktadır.

Tezin Birinci Bölümü’nde İslami akitlerin Sukuk ihraçlarında nasıl kullanılacağı detaylı olarak gösterildiğinden bu bölümde önerilen modelin yapısı ve işleyişi örnek bir sosyal altyapı finansmanı çerçevesinde ele alınmaktadır. Bu kapsamda, Sağlık Bakanlığı tarafından gerçekleştirilen Şehir Hastaneleri projesi model için örnek olarak kullanılmaktadır. Belirtmek gerekir ki başka altyapı projelerinin finansmanı da önerilen model ile mümkün olup projenin hangi kurum veya kuruluş uhdesinde olduğu fark etmemektedir.

Altyapı yatırımlarının finansmanı amacıyla Sukuk ihracından kastedilen inşaat sürecinin finansmanıdır. Faaliyet sürecinde ekonomik altyapı yatırımları gelir üretmeye başlayacağı için bu durumda finansman ihtiyacı söz konusu olmamaktadır. Ancak bir tercih olarak geleceğe sâri bu gelirlerin menkul kıymetleştirilerek satılması söz konusu olabilir ki bu konu tezin kapsamı içerisinde yer almamaktadır. Sosyal içerikli projeler için faaliyet sürecinin Sukuk ihraçlarına konu edilmesinin Kamu Hazinesi’nin mevcut İcara Sukuk ihraçları ile mümkün olabileceği değerlendirilmektedir. Bu nedenlere dayanarak önerilen modelde Sukuk ihraç vadesinin inşaat sürecini finanse edeceği düşünülerek inşaat süresi kadar olması tercih edilmektedir.

Modelde inşaat sürecinde yatırımcılara düzenli nakit akışı sağlanması için İleri Vadeli Kiralama Akdi (İVKA) kullanılmaktadır. Ayrıca, inşa edilecek bir altyapı yatırımının finanse edildiği varsayıldığı için inşa sürecinin İstisna’ akdine dayalı olarak

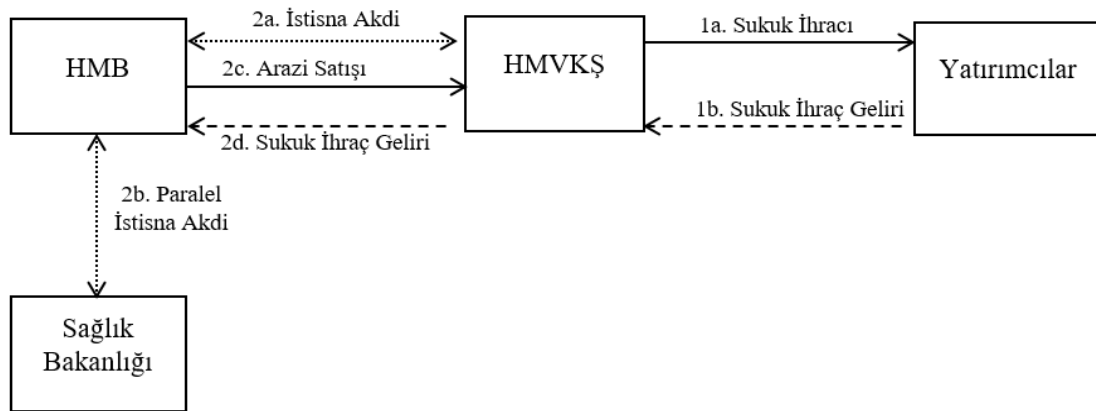
gerçekleştirilmesi önerilmektedir. Proje faaliyet dönemine geçtikten sonra eğer gelir ürettiyse, farklı akitlerle bu gelirlerin yatırımcıya aktarılması; eğer gelir üretmiyor ise, İcara veya Vekâlet akitleri ile yatırımcısına nakit akışı sağlanması mümkün görünmektedir.

Modelin işleyişi ve yapısını gösterir örneğe ilişkin diğer varsayımlar aşağıda özetlenmektedir:

- ✓ Sağlık Bakanlığı'nın belirli özellikteki şehir hastanesinin inşası için finansmana ihtiyacı olduğu düşünülmektedir. Hazine ve Maliye Bakanlığı (HMB) bu amaçla Sukuk ihraç etmektedir.
- ✓ Projeye ilişkin bütün detaylar Sağlık Bakanlığı tarafından netleştirilmiş olup sözleşmelerde belirsizlik unsuru olabilecek herhangi bir husus bulunmamaktadır.
- ✓ Hastanenin inşası için öngörülen süre 3 yıldır.
- ✓ Hastanenin inşa edileceği arazi parselleri belirlidir ve kamu arazisidir.
- ✓ İnşa sürecinin sonunda Şehir Hastanesinin mülkiyeti HMB'ye intikal edecek olup Sağlık Bakanlığı'na tahsis edilecektir.

Söz konusu varsayımlar altında şehir hastanesinin finansmanı için İstisna' akdine ve İVKA'ya dayalı modelin işleyişi Şekil 3.1, Şekil 3.2 ve Şekil 3.3'te gösterilmiştir.

Şekil 0.1: Sukuk İhraç Aşamaları



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 3.1’de yer alan işlemler aşağıda özetlenmektedir:

1a. HMKVKŞ, 3 yıl vadeli Sukuk ihraç etmektedir.

1b. Sukuk ihraç gelirleri HMKVKŞ’ye iletilmektedir.

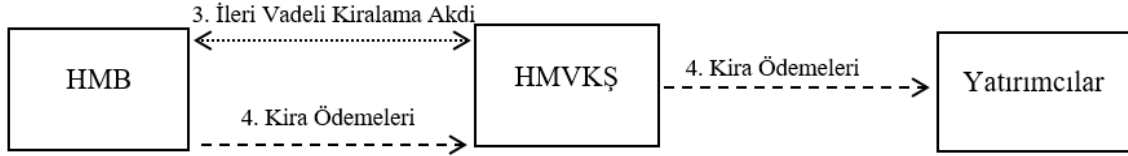
2a. HMKVKŞ ile HMB arasında İstisna’ akdi imzalanmakta ve HMKVKŞ, HMB’yi yüklenici olarak atamaktadır. İş, özellikleri belirlenmiş olan şehir hastanesinin inşasıdır.

2b. HMB ise paralel bir İstisna’ akdi ile Sağlık Bakanlığını alt yüklenici olarak atamaktadır.

2c. HMB, Hastanenin yapılacağı araziye HMKVKŞ’ye satmaktadır.

2d. HMKVKŞ, hem arazi bedeli hem de İstisna’ akdinde öngörülen işin bedeli olmak üzere Sukuk ihraç gelirini HMB’ye iletmektedir.

Şekil 0.2: Periyodik Nakit Akımları Aşaması (İleri Vadeli Kiralama Akdi)

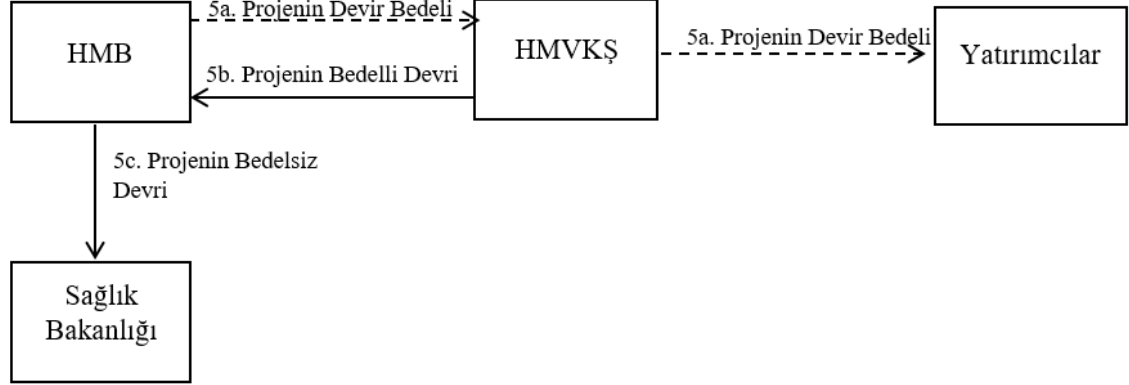


Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

3. HMKVKŞ, sahibi olduğu proje ve araziye HMB’ye İVKA ile 3 yıllık süre için kiralamaktadır.

4. HMB tarafından periyodik kira ödemeleri gerçekleştirilmektedir.

Şekil 0.3: İtfa Aşaması



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

5a. HMB, inşası tamamlanmış olan şehir hastanesini HMKŞ'den satın almakta ve alım bedeli yatırımcılara iletilerek Sukuk itfası gerçekleştirilmektedir.

5b. HMKŞ, şehir hastanesini bedeli karşılığında HMB'ye devretmektedir.

5c. HMB, şehir hastanesini Sağlık Bakanlığı'na bedelsiz devretmek suretiyle Paralel İstisna' Akdini sonlandırmaktadır.

Şekil 3.1, Şekil 3.2 ve Şekil 3.3 ile işleyişi ve işlem adımları gösterilen modelde, Sağlık Bakanlığı'nın üç yıllık bir süre sonunda şehir hastanesine sahip olması amaçlanmaktadır. Bu kapsamda, Sağlık Bakanlığı detaylı bir şekilde ihtiyaç duyulan hastanenin projesini hazırlamakta ve finansman amacıyla HMB'ye başvurmaktadır. Bakanlığın süreçteki rolü sadece finansman sağlamak olup projeye ilişkin herhangi bir tasarrufu söz konusu olmamaktadır. Bu durum, başka kurumlara ait projeler için de geçerlidir. Örneğin, Sukuk ihracı ile finansmanı sağlanacak bir otoyol ya da köprü yatırımında ilgili ve sorumlu kuruluş Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı olacaktır. Böylece, kamu kurumları arasındaki yetki alanlarının korunması ve Bakanlığın aslî vazifesi olan finansman sürecine odaklanması hedeflenmektedir. Kamu altyapı yatırımlarının finansmanı için önerilen modelde rol oynayan tarafların sayısı en aza indirilmeye çalışılmıştır. Bu suretle, bürokratik zaman kaybını önleme ve finansal piyasalarda etkinlik sağlanması amaçlanmaktadır.

Modelde yer alan İstisna' akdi inşaat dönemi açısından en uygun İslami akit olması nedeniyle tercih edilmiştir. Söz konusu akdin sağladığı imkân ile HMKŞ yatırımcılardan toplamış olduğu Sukuk ihraç gelirlerinin bir kısmını HMB'ye peşin olarak aktararak projeyi vadeli olarak teslim alabilecektir. Bu akit ile HMKŞ projenin sahibi unvanı ile HMB'yi yüklenici olarak atamaktadır. HMB ise projenin asıl faydalanıcısı olan Sağlık Bakanlığı ile ikinci bir İstisna' akdi tesis etmekte ve Sağlık Bakanlığını alt yüklenici olarak görevlendirmektedir. Bu görevlendirmenin amacı projenin gerçek kullanıcısı olarak Sağlık Bakanlığı'nın inşaa sürecini takip ve kontrolünü sağlamak, ihtiyaç duyulan Şehir Hastanesinin projeye uygun olarak tamamlanmasını garanti etmektir. Sağlık Bakanlığı ise projeyi inşa edecek bir firmadan müteahhitlik hizmeti alacaktır.

Yatırımcılara periyodik nakit akışının sağlanması için İVKA devreye sokulmaktadır. Proje, inşaa süreci içerisinde herhangi bir gelir üretmediği için yatırımcılara doğrudan projeden kaynaklı bir gelirin transferi mümkün olamamaktadır. Ancak, melez bir akit olarak kullanılan İVKA'nın, inşaa sürecinde yatırımcılara periyodik nakit akışı sağlanmasını mümkün kılabileceği değerlendirilmektedir. İVKA, klasik İslami akitler olan Selem ve İcra akitlerinin bir nevi birleşiminden oluşmakta olup kiralanmış şey fiziki bir varlık olmayıp sadece kullanım hakkıdır. Diğer bir ifadeyle İVKA, bir kullanım hakkı üzerine tesis edilmiş bir Selem akdi olarak değerlendirilmektedir (Lahsasna ve Rubi, 2017). Selem akdinde bedel peşin iken mal/kullanım hakkı vadeli olarak değiştirilmektedir. İVKA'da ise projeden elde edilmesi öngörülen faydanın peşin bedel karşılığı vadeli olarak teslim edilecek varlık statüsünü haiz olduğu düşünülmektedir. Kullanım hakkı ya da öngörülen fayda, fiziki varlıktan kaynaklanabileceği gibi bir hizmetten de kaynaklanması mümkündür (Lahsasna ve Rubi, 2017). İVKA'nın bir nevi Selem akdi kapsamında değerlendirilmesi nedeniyle projenin niteliklerinin herhangi bir belirsizlik içermeyecek şekilde akde kaydedilmesi gerekmektedir.

İVKA ile söz konusu projenin nakit akışının sağlanması mümkün olmakla birlikte önerilen modelde sadece gerçekleşmemiş ve henüz inşaat halinde olan bir altyapı yatırımının bu akde konu edilmesi yeterli görülmemekte; buna ek olarak projenin, üzerine

inşa edileceği Hazine arazisi de varlık havuzuna dâhil edilmektedir. Böyle bir tercih iki sebebe dayanmaktadır:

i) İVKA'ya dayalı periyodik ödemelerin kira konusu olan proje ve somut bir varlık olan araziye esas almasının fıkhi açıdan daha tatminkâr olacağı değerlendirilmektedir.

ii) AAOIFI (2003) tarafından Sukuk için yayımlanan 17 numaralı standardın 5/2/8 Maddesi uyarınca, İVKA konusu projenin inşaat süreci tamamlanıp fayda elde edilene kadar bu akde dayanan Sukuk sertifikalarının ikincil piyasada işlem görmesi faizli muamele hükmünde olup caiz görülmemektedir. AAOIFI (2003) tarafından yayımlanan 21 numaralı standart ise melez akit yapısına dayanan Sukuk ihraçlarının ikincil piyasada işlem görebilmesi için varlık havuzunun en az %30 oranında fiziki varlık içermesi şartını öngörmektedir. İVKA melez bir akit yapısı sergilediğinden önerilen modelde toplam finansmanın en az %30'una denk gelecek şekilde Hazine arazisinin varlık havuzuna dâhil edilmesi uygun görülmektedir. Böylece ihraç edilen Sukuk ile arazi bedelinin en az üç katı kadar finansman sağlanması ve bu sertifikaların ikincil piyasada işlem görebilmesi amaçlanmaktadır.

Önerilen model ile bir altyapı yatırımının inşaat süreci finanse edilmekte ve finansal yatırımcılar için periyodik nakit akışı sağlanmaktadır. Kamu Hazinesi'nin tercihine bağlı olarak Sukuk ihracının vadesinin inşaat sürecinden daha uzun olması da mümkündür. Örneğin inşaat sürecinin üç yıl olup İstisna' akdine dayanması ve Sukuk ihracının vadesinin beş yıl olup İVKA'ya dayanması durumunda; HMB'nin İVKA akdinin gereği olarak HMKŞ'ye beş yıl boyunca kira ödemesi yapması söz konusu olacaktır. İnşaat ise İstisna' akdinde belirtildiği üzere üç yıl içerisinde tamamlanarak HMKŞ'ye teslim edilmiş olacaktır. HMB, beşinci yılın sonunda hastaneyi satın alarak Sağlık Bakanlığına devredebilecektir.

Modelin işleyişine ilişkin olarak değinilmesi gereken bir diğer husus da ihraç gelirinin peşin olarak ihraç günü HMB'ye iletilmesine rağmen inşaat süreci boyunca alt yüklenici firmalara yapılan ödemelerin hak edişler şeklinde gerçekleştirilmesidir. Kamu yatırımlarında alt yüklenicilere hak edişler şeklinde ödemelerin yapılması rutin bir

uygulamadır. Önerilen modelde de aynı uygulamanın devam edeceği varsayımı altında ihraç gelirinin bir proje özel hesabına aktarılmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir. Proje özel hesabına ihracın hemen ardından aktarılan ihraç miktarının, inşaat süreci boyunca nemalandırılması hususunun Kamu Hazinesi tarafından dikkate alınması gerektiği düşünülmektedir. Söz konusu miktarın, alt yüklenicilere yapılacak hak ediş ödemelerinden önemli ölçüde fazla olması nedeniyle proje özel hesabında atıl vaziyette fon tutulmasının iktisadi anlamda etkin bir uygulama olmayacağı değerlendirilmektedir. Söz konusu fonun değerlendirilmesi için yine İslami finans araçları ve varlıkları kullanılmak durumundadır. Örnek olarak, anılan fon ile katılım bankalarının kâr payı sistemine ortak olunabileceği ve bu suretle ülkemizdeki katılım bankacılığına da destek sağlanabileceği öngörülmektedir. Proje özel hesabındaki fonun nasıl nemalandırılacağı hususu da ihracın İslam hukukuna uygunluğu kapsamında fetva kurullarınca değerlendirilmektedir. Bu nedenle, konvansiyonel finans sistemi içerisinde söz konusu fonun değerlendirilmesi ihracın İslam hukukuna uygunluğunu ortadan kaldırabilecek bir risk unsuru olarak göze çarpmaktadır.

3.4 Fiyatlama Metodu

3.4.1 Tanım ve Tarihsel Süreç

İhraç edilecek Sukuk sertifikalarının fiyatlamasında nominal GSYH'ye endeksleme metodunun kullanılması önerilmektedir. GSYH'ye endeksleme metodu konvansiyonel tahviller için de kullanılan ve finans piyasalarında dönem dönem cazibesi artan bir fiyatlama usulü olarak dikkat çekmektedir. Endeksleme işlemiyle finansal araçların nakit akışlarının başka bir finansal veya ekonomik göstergeye bağlı olarak gerçekleşmesi kastedilmektedir. Borcun endekslenmesi ise borçlanıcı tarafından tahvil ihraçlarından doğan yükümlülüklerin enflasyon endeksinin ya da benzeri bir endeks değerinin değişimine bağlı olarak yerine getirilmesini ifade etmektedir.

Finansal piyasalarda GSYH'ye endeksli tahvil ihraçlarının genel olarak bazı ülkeler tarafından mevcut borçların yeniden yapılandırılması amacıyla gerçekleştirildiği

bilinmektedir. İlk olarak 1989 yılında Latin Amerika ülkelerinin borçlarının yeniden yapılandırılması amacıyla uygulamaya konulan Brady Planı¹¹ kapsamında bazı ülkeler tarafından ihraç edilen GSYH'ye endeksli tahviller, 2005 yılında Arjantin, 2012 yılında Yunanistan ve 2015 yılında Ukrayna tarafından borç yeniden yapılandırması kapsamında kullanılmıştır (Bowman ve Naylor, 2016). Söz konusu ihraçların tamamında GSYH'ye endeksli tahviller, mevcut borç yükünün azaltılması ve bu ülkelerin hızlı bir toparlanma sürecine girecekleri beklentisine bağlı olarak cazip ihraç primleri ile ihraç edilmiştir. Gerek bahse konu ülkelerin tecrübeleri gerekse de ihraç sürecine yönelik pratik endişeler nedeniyle, GSYH'ye endeksli tahvillerin ihracı belirli bir çerçeve içerisinde kalmış görünmektedir. Ülke tecrübeleri, bu tahvillerin daha ziyade kriz dönemlerinde borç yeniden yapılandırması gayesiyle ihraç edildiğini göstermekte ve fiyatlama modelinin hem ihraççı hem de yatırımcı açısından cazip kılınmasındaki zorluklar da pratik endişelerin kaynağını oluşturmaktadır.

3.4.2 Literatür Taraması

Ekonomik büyümeye endeksli tahvil ihraçları konusu finansal iktisat yazınında tartışılmaktadır. Özellikle küresel finansal kriz dönemlerinde kamu borcunun krizlerle olan ilişkisinin gündeme gelmesiyle birlikte etkin kamu borç yönetimi uygulamaları kapsamında ekonomik büyüme endeksli tahvillerin işlevselliği bu tartışmaların merkezinde yer almaktadır.

Kamu borç servisinin ekonomik büyümeye endekslenmesi fikrinin en önemli savunucularından birisi olarak Shiller (1993) borç geri ödemelerinin ülkelerin ekonomik performansına bağlı olması görüşünü ileri sürmektedir. Shiller (1993) her ne kadar GSYH'ye endeksli bir tahvil tasarımı yer vermese de kamu borcu oluşturan ve vadesi olmayan devlet tahvilleri ihracından bahsetmektedir. Şirketlerin hisse senedi ve tahvil olmak üzere iki farklı finansman aracı olmasına rağmen kamu sektörünün sadece borç ile

¹¹ Brady Planı, 1989 yılında Amerika Birleşik Devletleri Hazine Bakanı Nicholas F. Brady tarafından gündeme getirilen ve Latin Amerika ülkelerinin borçlarının yeniden yapılandırılması için bir dizi prensip içeren plandır.

finansmanı kullanmasının ulusların kamu borcunun artmasına sebep olduğu ve şirketlerin hisse senedi ihracına benzer bir şekilde kamu sektörünün de ekonomik büyümeye endeksli senetler çıkarmasının kamu borç yönetiminde etkinliğin sağlanmasına yardımcı olacağı ve kamu borcundaki aşırı artışın önüne geçeceği ifade edilmektedir (Shiller, 2012).

Griffith-Jones ve Sharma (2006) GSYH'ye endeksli tahvil ihracının yatırımcılar ve ihraççılar açısından faydalarını sıralamaktadır. GSYH'te endeksleme metodunun her iki taraf açısından da belirgin faydaları olduğuna dikkat çekilmektedir. Piyasalarda henüz bir ihraç gerçekleştirilmemesinin sebebi olarak da bu senetlerin sistemik faydasının tekil yatırımcılara olan faydasından daha baskın olması gösterilmektedir. Arjantin tarafından ihraç edilen GSYH varantlarının örnek olarak incelendiği makalede doğrudan GSYH'ye endeksli bir tahvil tasarımına yer verilmemektedir.

Lashgari ve Kamal (2012), ABD Hazine tahvillerinin GSYH'ye endeksli olarak ihraç edilmesi durumunun borçlanma maliyetleri ve yatırımcılara getirisi üzerindeki etkisini incelemek için geriye dönük simülasyon uygulamasına yer vermektedirler. 1947-2010 döneminin verileriyle yapılan çalışmada farazi GSYH'ye endeksli ABD Hazinesi tahvilinin ilgili dönemde ihraç edilmiş olan ABD Hazine tahvillerine göre risk-getiri profilinin daha üstün bir performans gösterdiği tespit edilmektedir. Özellikle uzun dönemli yatırımlar dikkate alındığında söz konusu üstünlüğü daha belirgin olduğuna dikkat çekilmektedir. GSYH'e endeksli tahvillerin üstün performansına ilişkin diğer çalışmalarda da aynı sonuçlar teyit edilmektedir. Schroeder, Heinemann, Kruse ve Meitner (2004) GSYH'ye endeksli tahvil simülasyonlarında GSYH'deki beklenmeyen yükseliş dönemlerinde yatırımcıların diğer tahvillere göre daha yüksek getiri elde ettiğini vurgulamaktadır. Ruban, Poon ve Vonatsos (2008) ise Monte Carlo simülasyon tekniği ile yaptıkları çalışmada GSYH endeksli tahvil tasarımları arasında nominal GSYH'ye endekslemenin en uygun yöntem olduğu sonucuna ulaşmaktadır.

İslami finans piyasaları açısından mevcut durum değerlendirildiğinde GSYH'ye endeksli Sukuk ihracı konusunda sınırlı sayıda da olsa akademik yazın ve çeşitli ihraç modeli önerileri bulunmaktadır. Tezin dayandığı teorik çerçevenin faize bağımlılıktan

kurtulmayı esas alması nedeniyle ex-post olarak GSYH endeksinin Sukuk fiyatlamasında kullanılması önem arz etmektedir. Bu durumun, İslam'ın teşvik ettiği risk paylaşımı anlayışına da uygun olduğu düşünülmektedir. Bacha ve Mirakhor (2013), ekonomik büyümeye endeksli Sukuk ihraçlarının kamu projelerinin finansmanı amacıyla kullanılmasını önermekte ve makro değişkenlere endeksli Sukuk ihraçlarının az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin kalkınma finansmanlarına destek sağlama potansiyeline vurgu yapmaktadır.

Diaw, Bacha ve Lahsasna (2014) ise doğrudan GSYH'ye endeksli Sukuk ihracı önerisinde bulunmaktadır. Makalede Müşareke modeline dayalı bir ihraç modeli öngörülmekte ve anaparanın vade sonunda tek seferde ya da azalan Müşareke yöntemi ile ihraç vadesi süresince taksitler halinde itfa edilmesi önerisinde bulunmaktadır. Anaparanın tek seferde ödenmesi durumunda anaparanın GSYH'ye endekslenerek periyodik ödemelerin yapılması; azalan Müşareke yönteminin kullanılması durumunda ise Sukuk vadesi kadar eşit hisseye bölünen anapara tutarının GSYH'ye endekslenerek ödenmesi tavsiye edilmektedir.

Rizvi ve Arshad (2015) kamu borcunun GSYH'ye endekslenmesinin ülkeler için faydalarını analiz ettikleri makalede Malezya, Türkiye, Endonezya ve İran'ı incelemektedirler. Geçmişe dönük simülasyon yönteminin kullanıldığı çalışmada, ülkelerin borcunun GSYH'ye endekslenmiş olması varsayımı altında 1985-2010 döneminde kamu borcunun GSYH'ye oranının ve finansmanın ortalama maliyetinin ne olacağı tespit edilmektedir. Herhangi bir model tasarımı önerisinde bulunmayan makale Müşareke temelli bir Sukuk finansmanını esas alarak simülasyon yapmakta ve GSYH'ye endeksleme metodunun borcun milli gelire oranında ve ortalama finansman maliyetinde düşüşe sebep olduğu sonucuna varmaktadır. Türkiye için araştırma dönemi olan 25 yıl boyunca ortalama faiz oranının yıllık %6,83 olduğu belirtilmekte ve GSYH'ye endeksli Sukuk ihraç edilmiş olması durumunda kamu sektörü açısından borçlanmanın maliyetini gösteren yıllık kâr oranının %4,77 seviyesinde kalmış olacağı tespit edilmektedir.

GSYH'ye endekli tahvil ve Sukuk ihraçlarına ilişkin yazında endeksleme metodunun kamu borç yönetimine esneklik ve etkinlik sağlayacağı ortak nokta olarak vurgulanmakta ve bu durumun teorik gerekçeleri çeşitli simülasyon teknikleri ile ispata çalışılmaktadır. Dünya uygulamasında henüz GSYH'ye endekli bir senedin ihraç edilmemiş olmaması mevcut yazının iddialarını gerçek bir uygulamaya dayalı olarak test etmek imkânını sunmamaktadır. Bununla birlikte, endeksleme metodunun bahse konu faydalarının teorik olarak sağlam olması umulan faydaların elde edileceği kanaatini pekiştirmektedir. İlgili literatürde dikkat çeken bir diğer husus GSYH'ye endekslemenin faydalarının üzerinde yoğunlaşılması ancak endeksleme metoduna ilişkin tasarım ve model önerisine pek değinilmemesidir. Tez, bu alandaki açığı doldurmak iddiasıyla GSYH'ye endekli bir Sukuk ihracı tasarımı önermektedir. Öner, endekslemenin matematiksel boyutunu ve modelin İslami akit teorisi açısından tasarımını içermesiyle yazına katkı sunmak amacını taşımaktadır.

3.4.3 Gerekçe ve Fayda Analizi

Tez kapsamında GSYH'ye endekli Sukuk ihracının önerilmesinin hem İslami hem de iktisadi-finansal gerekçeleri bulunmaktadır. İslami gerekçelerin en başında Sukuk sertifikalarının fiyatlanması ve nakit akışı profilini konvansiyonel piyasa faizinden kurtarmak yani teorik çerçevede belirtildiği üzere faize bağımlılıktan kurtulmak gelmektedir. Ex-ante bir gösterge olarak faizin haramlığı ve bu konudaki eleştirilerin varlığı düşünüldüğünde, kamu borcunun ex-post (gerçekleşen) bir gösterge ve reel ekonomik faaliyetlerin doğrudan bir ölçüsü olan GSYH verisine endekslenmesinin İslam hukukuna ve İslam'ın öngördüğü risk paylaşımı esasına dayalı ekonomik sisteme daha uygun olduğu değerlendirilmektedir. Diğer bir gerekçe ise altyapı yatırımlarının reel ekonomik büyümeye doğrudan katkı sağlaması nedeniyle bu yatırımların finansmanının ülkenin büyüme oranı ile ilişkilendirilmesinin daha adil bir yöntem olacağının düşünülmektedir. Bu sayede faizin bir çıpa olarak kullanılmasından vazgeçilmekte olduğu ve finans piyasalarının doğrudan reel ekonomik aktiviteyle ilişkilendirildiği değerlendirilmektedir.

GSYH'ye endeksleme metodunun, ihraç edilen senetlerin tahvil ya da Sukuk olmasından bağımsız olarak, hem ihraççılara hem de yatırımcılara sunduğu bazı avantajlar bulunmaktadır. Tez kapsamında kamu ihraçları değerlendirildiği için GSYH'ye endeksleme metodunun kamu borç yönetimine potansiyel katkıları dikkate alındığında göze çarpan ilk avantajın, borç geri ödemelerinin ülkenin ödeme kabiliyetine endekslenmesi olduğu düşünülmektedir. Teorik olarak GSYH ile ülkelerin kamu borcunu ödeme kabiliyetleri pozitif ilişkiye sahip bulunmaktadır. Bu ilişkinin, ülke büyümesinin oluşturacağı gelir artışı ve buna bağlı olarak kamu vergi gelirlerinin artmasıyla kurulduğu değerlendirilmektedir. Kamu Hazinesi'nin borç yükümlülüklerini yerine getirirken başvurduğu ilk kaynak olan vergi gelirlerinin, ülke büyürken artması vergi oranlarının artması ile karıştırılmamalıdır. Buradaki gelir artışı, vergi mükellefi olan gerçek ve tüzel kişilerin ülke ekonomisinin büyümesine bağlı olarak vergi matrahlarının artması neticesinde ortaya çıkmaktadır. Diğer taraftan, GSYH'ye endeksli senetler, ülke ekonomisi küçülürken daha düşük miktarlarda faiz, kira ya da kâr olarak periyodik nakit akışı ve vade sonunda anapara geri ödemesi öngörmektedir. Dolayısıyla, küçülen ülke ekonomisine bağlı olarak azalan vergi gelirlerine orantılı olarak kamu kesiminin borç yükü de azalmış olmaktadır. Bu şekildeki bir fiyatlama modeli ile borçlunun ödeme kabiliyetine göre borç geri ödemesi talep edilmiş olmaktadır ki bunun da İslam hukukuna uygun adil bir yöntem olduğu değerlendirilmektedir.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin altyapı yatırım açıklarının yüksek düzeylerde olması göz önüne alındığında bu açığın finansmanı için sabit faizli tahviller ya da sabit kira oranına dayanan Sukuk modellerinin doğru bir tercih olmayacağı ortadadır. Sabit orana dayalı olarak gerçekleştirilen senet ihraçları, borçlunun ödeme kabiliyetini dikkate almamakta ve iş çevrimleri nedeniyle kriz dönemlerinde borç geri ödemelerini borçlu ülkeler açısından sorunlu hale getirmektedir. Bu durum, İslam Konferansı Örgütü (İKÖ) üyesi ülkeler açısından daha trajik sonuçlar doğurmaktadır. Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından yayımlanan bir çalışmaya göre 57 üyesi bulunan İKÖ'nün 21 üyesi Yüksek Borçlu Fakir Ülkeler (YBFÜ) kategorisinde yer almaktadır (IMF, 2019). Ayrıca, ülkelerin borçluluğunun GSYH'ye oranı da bir ülke ekonomisinin sağlığı açısından

önemli göstergelerden birisidir. Anılan oranın yükselmesi ülkelerin borç krizine sürüklenmesini netice verebilmektedir. Böyle bir durumda borç yükümlülüklerinin karşılanması için kamu kesiminin tasarruf tedbirleri uygulaması gerekmekte ve alınan önlemlerin başında vergi oranlarının artırılması ve ülkedeki düşük gelir gruplarına yönelik transfer ödemelerinin azaltılması gelmektedir. Tasarruf tedbirleri kapsamındaki diğer önlemler de ağırlıklı olarak toplumların orta ve düşük gelir gruplarına mensup hanehalklarını olumsuz etkilemekte ve sosyal uyumu zedelemektedir. İslam'ın ekonomi tasavvurunda toplumun uyum içinde yaşaması, sınıflar arası gelir dağılımı adaletsizliğinin olabildiğince azaltılması hedeflenmekte ve bu amaçla sadaka ve zekât benzeri mali ibadetler büyük öneme sahip bulunmaktadır. Sabit oranlı ve ekonomik gerçeklerden uzak ödeme yükümlülüğü doğuran borçlanma senetleri bu nedenle hem borçlu ülkelerin mevcut ekonomik imkânlarını sınırlandırmakta hem de İslam'ın hedeflediği toplumsal uyumu zedelemektedir. GSYH'ye endeksleme metodu ise bu endişeleri tanımlı gereği gidermektedir. Borensztein ve Mauro (2004) tarafından 1995 yılındaki Tekila Krizi esnasında Meksika'nın toplam kamu borçlarına ilişkin yapılan analiz, toplam kamu borcunun yarısının GSYH'ye endeksli senetlerden oluşmuş olması durumunda krizin etkisinin nasıl değişeceğini incelemektedir. Çalışmanın sonucuna göre, söz konusu varsayım altında, Meksika'nın GSYH'sinin %1,6'sı oranında daha az faiz ödemesi yapmış olacağı tespit edilmektedir. Elde edilen bu ek kaynağın da sosyal harcamalardan daha az kesinti anlamına geleceği değerlendirilmektedir.

Borçlu açısından GSYH'ye endeksli senedin varlığı borç yönetiminde de otomatik istikrarlandırıcı etkisi göstermektedir. Borç geri ödemeleri ekonomik performansa göre değişmekte; büyüme dönemlerinde daha fazla ödeme yapılırken, durgunluk dönemlerinde ya çok düşük ya da hiç ara ödeme (faiz, kira veya kâr) yapılmamaktadır. Teorik olarak değerlendirildiğinde bir ülkenin borçlarının tamamı GSYH'ye endekslediği zaman temerrüt riski de ortadan kalkmaktadır.

Yatırımcılar açısından değerlendirildiğinde de GSYH'ye endeksli senetlerin cazibesini koruduğu düşünülmektedir. Ekonomik büyümenin beklenenden hızlı

gerçekleşmesi durumunda ilave getiri imkânları sunması ve fiyatlama açısından farklı bir varlık grubu teşkil etmesi nedeniyle GSYH'ye endeksli senetler risk yönetimi kapsamında da faydalı olabilecek bir enstrüman olarak değerlendirilmektedir. Diğer taraftan yatırımcılar açısından olumlu beklentilere sahip oldukları ülke ekonomilerinin riskini bir bütün olarak alma imkânı sunmaktadır. Ayrıca, bu metot ile temerrüt riski azaltılmakta olduğundan hem ilgili ülke finansal sisteminin hem de küresel finans sisteminin şoklara karşı dayanıklılığı artmaktadır. Bu sayede, yatırımcı için, temerrüt durumuna düşen bir ülkenin borç yeniden yapılandırması esnasında önemli oranlarda borç silme işlemine maruz kalma riski de azalmaktadır.

3.4.4 Riskler ve Zorluklar

GSYH'ye endeksleme metodunun zikredilen avantajlarına rağmen finansal piyasalarda henüz yeterince yaygın olarak kullanılmayışının arkasında uygulamaya dönük zorluklar yatmaktadır. GSYH'ye endeksleme metodunun uygulanması önündeki engelleri ve potansiyel riskleri beş başlık altında toplamak mümkündür.

- i. Ters Seçim Problemi: Bir finansal ürününün ihracı esnasında alıcı veya satıcı tarafından sahip olunan asimetric bilgi kaynaklı bir problem olarak GSYH'ye endeksleme metodunda, ihraççı kamu otoritesinin ülkenin büyüme projeksiyonları hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olması ve bu bilgiyi kendi avantajına kullanmak istemesi ile ortaya çıkabileceği düşünülmektedir. Bu durum, ülkenin geleceğe dönük büyüme beklentilerinin düşük olması durumunda GSYH'ye endeksli senet ihraç etmeyi daha fazla isteyeceği varsayımına dayanmaktadır. Yatırımcıların da bu durumdan kuşkulayıp ülke hakkındaki büyüme beklentilerini daha da kötüleştirmesine bağlı olarak GSYH'ye endeksli senetlerden talep edilen risk priminin artabileceği öngörülmektedir (Bowman ve Naylor, 2016).
- ii. Ahlaki Riziko Problemi: Ahlaki riziko probleminin, ihraççı kamu otoritesinin büyüme oranlarını kendi avantajına olacak şekilde açıklaması durumunda ortaya çıkabileceği değerlendirilmektedir. Borç geri ödemelerini azaltmak amacıyla

GSYH istatistiklerinde gerçek ile bağdaşmayan değişiklikler yapılarak kamuoyuna açıklanması durumunda söz konusu olacağı belirtilmektedir (Bonfim ve Pereira, 2018). Ahlaki rizikonun bir diğer türü de ülkenin daha az borç ödemesi gerçekleştirmesi için büyümeyi yavaşlatıcı ekonomik politikaların uygulanması durumudur ki bu durumda makroekonomik dengelerin de bozulması söz konusu olacağından bir ülke açısından bu şekilde bir anlayışın benimsenmesi olası görülmemektedir.

- iii. İlk İhraç Maliyetinin Yüksekliği: GSYH'ye endeksli senetlerin ilk ihracında ülkenin mevcut getiri eğrisi üzerinde bir oranla fiyatlandırılması, yani ihraççıya maliyetinin mevcut borçlanma senetlerine göre daha fazla olması beklenmektedir. İlave risk priminin kaynağının, bu senetlerin getirilerinin GSYH'ye büyümesine bağlı olarak dalgalı bir seyir izlemesi olabileceği değerlendirilmektedir. Diğer bir ifade ile getiri açısından aşağı yönlü riskleri barındırmasına bağlı olarak ortaya çıkması beklenmektedir. Böyle bir senedin yatırımcı açısından cazip olabilmesi için ilk ihraç priminin (Novalty Premium) mevcut getiri eğrisi üzerine eklenmesi gerektiği literatürde geniş bir şekilde tartışılmaktadır. Barr, Bush ve Pienkowski (2014), Borensztein and Mauro (2004) tarafından yapılan bir çalışmaya atıfla, bahse konu ilave ihraç priminin Arjantin tahvilleri için 100 baz puan (%1) olduğunu ifade etmektedir. Yine aynı raporda, ABD Hazinesi tarafından yapılacak benzeri bir ihracın, standart ABD Hazine tahvillerine göre 150 baz puan ilave primle fiyatlanmasının mümkün olabileceği Kamstra and Shiller (2009) tarafından yapılan çalışmaya atıfla yer almaktadır. İlk ihraç priminin yüksek olması nedeniyle birçok ihraççının GSYH'ye endeksleme metoduna mesafeli bir duruş sergilemesi söz konusudur.
- iv. Kredi Notu Değerlendirmesi: GSYH'ye endeksli senetlerin ihracı önündeki bir diğer engelin ise bu senetlere kredi notu verilmesindeki zorluk olduğu düşünülmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları açısından bir ülkenin kredi notu değerlendirilirken esas alınan kriter ilgili ülkenin borcunu ödeme kabiliyeti ve isteğinin olup olmamasıdır. Bir ülke borç servisi yaparken herhangi bir

yükümlülüğünü yerine getiremediği durumda temerrüde düşmüş olmaktadır. GSYH'ye endeksleme metodu ile ihraç edilen senetler açısından böyle bir temerrüt durumu teknik olarak söz konusu olmadığı için bu tür senetlere kredi notu tayin etmek mümkün görünmemektedir (IFN, 2013). GSYH büyümesinin sıfır ya da negatif olması durumunda, endeksleme metoduna bağlı olarak, herhangi bir ödeme yükümlülüğü ortaya çıkmayacağı için söz konusu durum teknik bir temerrüt olmamaktadır.

- v. Piyasa Kaynaklı Sorunlar: Piyasa kaynaklı sorunların temelini GSYH endeksli senetlerin mevcut piyasasının ve Sukuk sertifikalarının küresel finans sistemi içerisindeki payının çok sınırlı olması teşkil etmektedir. GSYH'ye endeksli bir Sukuk, iki sınırlı piyasayı birleştirdiği için yatırımcılar açısından nevi şahsına münhasır riskleri (idiosyncratic risks) standart sertifikalara oranla daha yüksek olan bir yatırım aracı olmaktadır (IFN, 2013). Bu durumun, yatırımcıların beklenen getirisini artırmakta ve ihraççılar açısından bu senetleri daha maliyetli borçlanma araçları konumuna sokmakta olduğu değerlendirilmekte ve bu senetlerin cazibesini azalttığı düşünülmektedir.

3.4.5 Kamu Hazinesi Açısından Risklerin Değerlendirilmesi

Kamu Hazinesi'nin, GSYH'ye endeksli Sukuk ihracı ile anılan avantajlardan yararlanma imkânına kavuşacağı öngörülmektedir. Ancak, önerilen modelin hayata geçirilebilmesi açısından bir önceki başlık altında zikredilen risklerin ve zorlukların aşılması gerekmektedir. Bu kapsamda, Kamu Hazinesi açısından yukarıdaki risklerin ve zorlukların gözden geçirilmesinin gerekli olduğu düşünülmektedir.

Ters seçim problemi hususunun Kamu Hazinesi ve tezde önerilen model açısından önemli bir risk unsuru olmadığı değerlendirilmektedir. Bahse konu riskin önemli olabilmesi için, GSYH'ye endeksli senetlerin toplam kamu borcu içerisinde önemli bir paya sahip olması gerekmektedir. Hâlihazırda, Kamu Hazinesi tarafından GSYH'ye endeksli senet ihraç edilmemiş ve Sukuk ihraçlarının da sınırlı ölçekte olduğu göz önünde alındığında ters seçim probleminin söz konusu olmayacağı düşünülmektedir.

Ahlaki riziko probleminin Kamu Hazinesi açısından sorun teşkil etmesi beklenmemektedir. Veri manipölasyonuna dayanan ahlaki riziko probleminin, Türkiye'nin birçok uluslararası kuruluş ile olan veri şeffaflığı ve doğruluğu taahhütleri ve IMF, Dünya Bankası gibi kuruluşların ülke ekonomisine ilişkin düzenli olarak yayınladıkları inceleme raporları sayesinde bertaraf edilebileceği öngörülmektedir. Ahlaki rizikonun diğer bir türü olan borç servisini azaltmak amacıyla yavaşlatıcı ekonomi politikası uygulamanın ise hemen hemen hiçbir ülke açısından kabul edilebilir bir politika seçeneği olmadığı değerlendirilmektedir. Ekonomik büyümenin yavaşlatılmasının hem mevcut borç servisini daha da zorlaştırıcı hem de makroekonomik dengeleri bozucu etkileri nedeniyle tercih edilebilir bir uygulama olamayacağı anlaşılmaktadır.

İlk ihraç maliyetinin yüksekliği konusunun tartışmaya açık olduğu ve literatürdeki sınırlı sayıda çalışmanın bu görüşü desteklemek için yeterli olmadığı; bununla birlikte ilk ihraç primi söz konusu olsa dahi bu primi ödemenin haklı ve makul gerekçeleri oldukça bir sorun teşkil etmemesi gerektiği düşünülmektedir. Kamu Hazinesi açısından GSYH'ye endeksli Sukuk ihracı ile elde edilmesi öngörülen avantajlar incelendiğinde ve bu ihracın toplam borç miktarı içerisindeki payının ihmal edilebilir derecede küçük olacağı değerlendirildiğinde ilk ihraç priminin ödenmesinde bir sakınca olmayacağı öngörülmektedir. Ayrıca, Bowman ve Naylor (2016) tarafından yapılan çalışmada da yer aldığı gibi ilk ihraç priminin zaman içerisinde kaybolması ve GSYH'ye endeksli senetlerin de ihraççı tarafından ihraç edilen diğer standart senetlerle aynı getiri eğrisine oturması beklenmektedir. Uzun vadede ortadan kaybolması öngörülen ilk ihraç priminin ödenerek yeni bir piyasanın açılmasının ve küresel İslami finans piyasalarında yeni bir varlık segmentinin öncülüğünün yapılmasının Kamu Hazinesi açısından önemli kazanımlar olacağı değerlendirilmektedir.

Kredi notunun tespit edilmesindeki zorluk konusunun fiyatlamada kullanılacak matematiksel model ile yakından ilişkili olması beklenmektedir. Ayrıca, son tahlilde bu senetlerin Kamu Hazinesi tarafından ihraç edilmesi ülke kredi notunun bu senetler açısından da pek tabii geçerli olabileceği anlamını taşıdığı düşünülmektedir. GSYH'ye

endeksli senetler ülke ekonomisindeki toplam faaliyeti dikkate aldığı ve bir endekse bağlı olarak değiştiği için hisse senedi özelliği de göstermektedir. Tam bir borçlanma senedi gibi riski sadece borç alana transfer etmek yerine borç alan ve veren arasında paylaştırdığı için kredi notu değerlendirmesinde tam anlamıyla bir borçlanma enstrümanı olarak değerlendirilmesinin uygun olmayacağı düşünülmektedir. İlave olarak, risk paylaşımını bu şekilde önceleyen bir metodun İslami finansın maksatlarına tam uyum arz etmesinin de gözden kaçmaması gerektiğine inanılmaktadır.

Son olarak, sığ piyasa problemi konusunda Kamu Hazinesi'nin elinde bazı imk nların bulunduğu ve bu imk nların değerlendirilmesi ile bu problemin ülke özelinde  z lelebileceği öngörülmektedir. Sığ piyasaların yatırımcılar açısından en büyük dezavantajı ikincil piyasa işlemleri esnasında ortaya çıkmaktadır. Söz konusu senede yönelik talebin hangi tür yatırımcılardan geleceğine göre bu hususun önem arz edeceği düşünülmektedir. Senetleri birincil piyasadan alıp vadesi sonuna kadar hesaplarında tutmak isteyen yatırımcılar açısından piyasanın sığlığının bir sorun teşkil etmemesi; buna karşın senetleri ticari hesaplarında tutmak için satın alan ve vadesinden önce ikincil piyasadaki işlemlerinde kullanmak isteyen yatırımcılar açısından hacimli ve derin piyasanın varlığı gerekli görülmektedir. Bu nedenle, sığ piyasaların tüm yatırımcılar açısından değil de bir kısım yatırımcılar açısından problem olabileceği belirtilmek istenmektedir. Bununla birlikte, Kamu Hazinesi'nin ikincil piyasa likiditesini artırmak amacıyla uygulamaya koymuş olduğu Piyasa Yapıcılığı Sistemi d hilinde bu sorunun  z lelebileceği değerlendirilmektedir. Piyasa yapıcılığı sisteminde  ye bankaların Kamu Hazinesi tarafından belirlenen senetlere ikincil piyasada kotasyon verme ve alım satım yapma gibi yükümlülükleri bulunmaktadır. GSYH'ye endeksli senedin de bu kapsama dâhil edilerek ikincil piyasa likiditesi sağlanması mümkün görünmektedir. Bu senetlerin  l t miktar kabul edilen bir tutarda ihraç edilmesinin de likiditeyi destekleyecek bir uygulama olacağı düşünülmektedir.  l t miktar ile gerçekleştirilen ihraçlar sayesinde ikincil piyasada yeterli miktarda sertifika bulunması garanti edilmiş olmakta ve arz kaynaklı likidite sıkışıklığının önünde geçilmiş bulunmaktadır.

Sonuç olarak Kamu Hazinesi açısından yukarıda belirtilen risk ve sorunların böyle bir ihracın gerçekleşmesine engel olabilecek boyutlarda olmadığı ve bir kısmının da çözüme kavuşturularak ortadan kaldırılmasının mümkün olduğu değerlendirilmektedir.

3.4.6 Endeksleme Metodu

GSYH'ye endeksli Sukuk ihracı gerçekleştirmek için bu endekslemenin nasıl yapılması gerektiğinin ortaya koyulmasının ve bu amaçla yol gösterici prensiplerin tespit edilmesinin bağlayıcı bir şart olduğu düşünülmektedir. Uluslararası kuruluşlar, bankalar, merkez bankaları ve diğer finansal piyasa aktörleri tarafından GSYH'ye endeksli senetlerin tasarlanması sürecinde yol gösterici olması gereken bazı prensipler Londra Ön Protokolü (London Term Sheet) olarak adlandırılan dokümanda belirlenmiştir.

Londra Ön Protokolü, iktisat ve finans alanında uzman akademisyenler, yatırım bankacıları, hukukçular ve diğer bazı ilgili paydaşların katılımıyla 2015 yılında gerçekleştirilen ve GSYH'ye endeksli menkul kıymet tasarımının nasıl yapılması gerektiğini konu edinen çalıştayın sonucunda ortaya çıkan bir gösterge GSYH'ye endeksli tahvil ihraç dokümanıdır. Kamu Hazinesi'nin endeksleme metodunun tasarımında etkin bir karar vermesi için Londra Ön Protokolü'nden de istifade etmesi gerekli görülmektedir. Buna protokole göre GSYH'ye endeksli senetlerin tasarımında göz önünde bulundurulması gereken temel prensipler şunlardır (BOE, 2017):

- i. Basitlik: Fiyatlama metodunun yatırımcılar tarafından anlaşılabilir olması ve uygulamanın şüphelere yer verilmeyecek şekilde kamuoyu ile paylaşılmasını öngörmektedir. 2002 yılında Arjantin tarafından ihraç edilen GSYH varantlarının finansal piyasalar tarafından yeterli ilgiyi görmemesinin gerekçelerinden birisi olarak bu varantların hesaplama metodunun anlaşılması zor bir yapıda olması gösterilmektedir (Shiller, 2018).
- ii. Tanınırlık: Tercih edilecek metodun küresel piyasalardaki uygulamalarla örtüşmesini ifade etmektedir. Daha önce hiç denenmemiş ve karmaşık finansal teknikler içeren bir metodun yatırımcı ilgisini azaltacağı düşünülmektedir.

- iii. Simetri: GSYH'ye endeksli senetlerin yatırımcı ile ihraççı arasında adaletli bir risk paylaşımını netice vermesi esasını göstermektedir. Sabit getirili senetlerde olduğu gibi risklerin ihraççı üzerine transferinden kaçınılması önem arz etmektedir. İhraççı ve yatırımcılar açısından aşağı ve yukarı yönlü risklerin simetrik yapıda olması sayesinde GSYH'ye endeksleme metodunun riskin adaletli paylaşımı amacına hizmet edeceği düşünülmektedir.
- iv. Şeffaflık: GSYH verilerinin gerçeğe uygun olarak açıklanmasını ve uluslararası standartlara uygunluğunun garanti edilmesini ifade etmektedir.
- v. Esneklik: Fiyatlama metodunun, daha sonra yapılacak aynı tür ihraçlarda da uygulanabilir olmasını ve bu anlamda değişik tasarımlara imkân tanıyabilir şekilde kurgulanmasını sağlamak olarak tanımlanmaktadır.

Endeksleme metoduna karar verilmeden önce yukarıdaki prensiplerin de dikkate alınması suretiyle üzerinde durulması gereken bazı hususlar da bulunmaktadır. Bu tez kapsamında, ihraççı olarak Kamu Hazinesi'nin aşağıda yer alan hususlardaki kararlarının da fiyatlama metodunun belirlenmesinde gerekli olduğu değerlendirilmektedir (Joy, 2018):

- a) Endekslemenin nominal veya reel GSYH verileri kullanılarak yapılması,
- b) Endekslemenin yerli para birimi cinsinden veya yabancı para birimi cinsinden Sukuk ihraçlarında kullanılması,
- c) Endekslemede büyüme oranı veya GSYH seviyesinin kullanılması,
- d) Endeksleme için uygun vadenin seçimi,
- e) Veri yayımlama takvimi ve veri revizyonlarının dikkate alınması,
- f) Endeksin gecikme zamanının belirlenmesi,
- g) GSYH ölçümünde metodoloji değişikliğine gidilmesi durumunda yapılması gerekenlerin tespiti,
- h) Çeyreklik veya yıllık veri kullanılması,
- i) Anapara veya kira oranının veya her ikisinin de GSYH'ye endekslenmesi.

Londra Ön Protokolü'nde farazi bir gelişmekte olan ülkenin GSYH'ye endeksli bir menkul kıymet ihraç etmesi durumunda hem yatırımcılar hem de ihraççı ülke açısından en etkin tasarımın tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Protokoldeki varsayımlara göre ihraççı ülke emtia ithalatçısı olup imalat ve hizmet sektörlerinde büyüme gösterebilen gelişmekte olan bir ülkedir. Ayrıca, farazi ülkenin uluslararası piyasalarda konvertibl bir yerel para birimi olduğu, kurumlarının güvenilir bir yapıda bulunduğu ve istatistik kurumunun IMF'nin Özel Veri Açıklama Standartlarını benimsediği varsayılmaktadır. Bu varsayımların tamamının Türkiye için de geçerli olduğu görülmektedir. Bu nedenle, Protokol'de yer alan ve katılımcıların üzerinde uzlaştığı tasarımın Türkiye'de de uygulanabilir özellikte olduğu düşünülmektedir. Protokolde yer alan en uygun tasarımın başlıca özellikleri Tablo 3.2'de yer almaktadır.

Tablo 0.2: GSYH'ye Endeksli Senet Tasarımına İlişkin Öneriler

Senedin Özellikleri	Öneri / Tercih
Vade	Süresiz olmaması ve ihraç edilmeden önce vadenin belirli olması
Kur	Ülkenin yerel para birimi cinsinden olması
İtfa Şekli	Vade sonunda anapara geri ödemesi bulunması
Referans Endeks	Cari fiyatlarla hesaplanan (nominal) GSYH seviyesi
Endeks Değişkeni	Anapara ve periyodik ödemeler

Kaynak: Allen & Overy LLP, Indicative Term Sheet — GDP Bonds, October 2017, (Çevrimiçi), https://www.icmagroup.org/assets/documents/Resources/GDP_Bond_Termsheet_Oct.-2017-Version-060318.pdf, 10 Mart 2020.

Tablo 3.2'de yer alan tasarım unsurlarını çerçevesinde, tezde ihracı önerilen Sukuk sertifikaları belirli bir vadeye sahip olup itfa şekli de vade sonunda projenin Kamu Hazinesi tarafından HMKŞ'den satın alınması suretiyle alım bedeli (anapara) karşılığında gerçekleştirilmektedir. İhraç edilecek sertifikaların Türk Lirası (TL) cinsinden olması önem arz etmektedir. Türkiye, dış finansman kaynaklarına olan ihtiyacı ve kronikleşmiş cari işlemler açığı nedeniyle kur şoklarına karşı hassas bir ülke konumundadır. Kamu borcunun GSYH'ye endekslenmesi ülkenin ödeme gücü ile yükümlülükleri arasında bir uyum sağlanmasını amaçlarken kur riskinin de bertaraf

edilmesi gerekmektedir. Kur riskinin ortadan kaldırılarak, GSYH'ye endeksleme metodundan azami faydanın sağlanmasının ancak ülkenin yerel para birimi cinsinden Sukuk ihracı ile mümkün olabileceği değerlendirilmektedir. Aksi takdirde, olumsuz bir kur şoku (ülke parasının, yabancı para birimleri karşısında değer kaybetmesi) ile birlikte ülke ekonomik olarak daralırken dış borç yükünün TL karşılığının artması, GSYH'ye endekslemeden elde edilmesi beklenen faydanın kısmen ya da tamamen ortadan kalkmasını netice verebilecektir. Tablo 3.2'de yer alan diğer hususlar ise kullanılacak gösterge endeks ve endekslenecek nakit akışlarıdır. Londra Ön Protokolü'nde önerildiği üzere endekslemede nominal GSYH seviyesinin kullanılması, bu tezde ihraç edilmesi önerilen Sukuk sertifikalarının fiyatlanması açısından da uygun olarak değerlendirilmektedir. Shiller (1993) nominal GSYH seviyesinin, toplam borcun GSYH'ye oranının istikrarı açısından en uygun gösterge olduğunu belirtmektedir.

Tablo 3.2'de yer alan bir diğer tasarım unsuru endeks değişkenidir. GSYH'ye endekslenecek nakit akışının periyodik kira ödemeleri, vade sonundaki alım-satım bedeli (anapara) veya her ikisi birden olması mümkündür. Literatürdeki çalışmalar incelendiğinde, Shiller (1993) ve Borenzstein ve Mauro (2004) sadece periyodik kupon ödemelerinin; buna karşın Barr, Bush ve Pienkowski (2014) ise hem anapara hem de kupon ödemelerinin endekslenmesi önerisinde bulunmaktadır. Cabrillac, Gauvin ve Gosse (2016) ise sadece anapara ödemesinin endekslenmesini önerirken, bu yöntemle periyodik kupon ödemelerinin de anaparaya bağlı olarak GSYH'ye endekslenmiş olacağını savunmaktadır.

Endeks değişkeninin anapara ya da kira ödemeleri üzerinde olmasının İslami finans açısından bir sorun teşkil etmediği düşünülmektedir. Riskin yatırımcılar ile ihraççı arasında paylaşımının esas olması nedeniyle hem kira ödemelerinin hem de anaparanın endekslenmesi en uygun yöntem olarak görünse de Londra Ön Protokolü'nde yatırımcıların anapara koruması talep ettiğinin dikkate alınmasının önemli olduğu değerlendirilmektedir. Bu tez kapsamında Kamu Hazinesi'ne önerilen modelde de anapara koruması sağlanması esas teşkil etmektedir. Anaparanın da endekslenmesi

halinde Sukuk vadesi içerisinde ülke ekonomisinin küçülmesi durumunda yatırımcının anaparasında kayıp söz konusu olabilecektir. Yatırımcının bu enstrümana olan ilgisini azaltacağı ya da ihraççı için ihraç maliyetini artıracığı düşünülen anapara endekslemesinin, Kamu Hazinesi açısından tercih edilebilir bir alternatif olmadığı değerlendirilmekte ve önerilen Sukuk ihraç modelinde sadece periyodik kira ödemelerinin GSYH'ye endekslenmesi esas alınmaktadır.

Periyodik ödemelerin GSYH'ye endekslenmesinde Kamu Hazinesi'nin TÜFE'ye endeksli Sukuk ihraçlarında izlenen metoda benzer bir yöntemin kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir. Basitlik ve Tanınırlık prensipleri dikkate alındığında, yatırımcıların mevcut durumda bilgi sahibi oldukları böyle bir metodun kullanılmasının Sukuk sertifikalarının cazibesini artıracığı öngörülmektedir.

Periyodik kira ödemeleri GSYH'ye endekslenerek değişken oranlı Sukuk ihracı gerçekleştirilmiş olmaktadır. Söz konusu kira oranının belirlenmesinde iki faktörden maksimum değere sahip olanın esas alınması önerilmektedir. Bu faktörlerden ilki taban kira oranı olup GSYH'ye büyümesinden bağımsız olarak sabit bir oranı ifade etmektedir. İkinci faktör ise GSYH'ye endekslenmiş orandır. Sabit bir taban oranının kullanılması, yatırımcılara yapılan ödemenin kira akdine dayanması nedeniyledir. Yatırımcılar sahibi oldukları projeyi ve araziye Kamu Hazinesi'ne kiralamakta olduklarından belirli bir kira geliri elde etmeleri gerekmektedir. GSYH'nin dönemsel olarak daralması durumunda yatırımcıların kira ödemesi almaması ya da negatif bir getiri ile karşılaşması söz konusu olabileceği için sabit bir taban oran belirlenmesinin gerekli olduğu değerlendirilmektedir. Modelin Müşareke veya Mudaraba akitlerine dayalı olması durumunda periyodik nakit akışı kâr getirisi olmakta ve kârın belirli bir sabit oranla ex-ante şekilde ifadesi faiz kapsamına girmektedir. Önerilen modelde periyodik nakit akışlarının kirâ geliri olmasının sabit bir taban oranı belirlenebilmesi açısından önem arz ettiği düşünülmektedir.

GSYH'ye endeksli Sukuk için periyodik kira ödemesinin en genel formülü aşağıdaki şekilde tasarlanmaktadır:

$$(1) \text{ Periyodik Kira Oranı} = \max\{\text{Taban Kira Oranı}; \text{GSYH Endeksleme Oranı}\}$$

Kamu Hazinesi'nin taban kira oranını Sukuk ihraç günündeki piyasa koşullarına ve kira akdinin bir unsuru olan arazinin rayicine göre belirlemesi gerektiği düşünülmektedir. Bununla, söz konusu oran belirlenirken piyasadaki mevcut Sukuk ihraçlarının ikincil piyasadaki getiri oranlarının ve yatırımcı taleplerinin önemi vurgulanmaktadır.

Formülde yer alan ikinci faktör GSYH endekslemesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu oranın hesaplanmasında çeşitli yöntemler kullanılabilmektedir. Tez kapsamında önerilen metot nominal GYSH verilerine dayanan bir endeksin oluşturulması ve endeksteği değişimlerin dikkate alınmasıdır. Nominal GSYH'nin endekslenmesi Londra Ön Protokolünde de önerilen bir yöntem olup borcun GSYH'ye oranı hesaplanırken nominal GSYH verisinin kullanılması nedeniyle GSYH'ye endekslemenin mantığına doğrudan hizmet etmektedir. Bu sayede, GSYH'ye endekslenmiş borç geri ödemelerinin borç istatistikleri üzerinde doğrudan istikrar sağlayıcı etkisinden faydalanmak mümkün olmaktadır.

GSYH verilerinin üçer aylık dönemler için yayımlandığı ve Sukuk sertifikalarının da genel olarak altı ayda bir ödeme yaptığı dikkate alındığında, periyodik ödemelere esas teşkil edecek GSYH verilerinin altı aylık bir gecikmeyle hesaplanmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir. Söz konusu gecikme ile GSYH verilerindeki düzeltmelere de imkân tanınmış olduğu düşünülmektedir. TÜİK tarafından üçer aylık büyüme verileri Tablo 3.3'deki takvime göre açıklanmaktadır.

Tablo 0.3: GSYH Verileri Açıklanma Takvimi

Veri Kapsamı	Açıklanma Tarihi
1. Çeyrek (Ocak-Mart)	10 Haziran
2. Çeyrek (Nisan-Haziran)	10 Eylül
3. Çeyrek (Temmuz-Eylül)	10 Aralık
4. Çeyrek (Ekim-Aralık)	31 Mart

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu, Ulusal Veri Yayımlama Takvimi, (Çevrimiçi), www.tuik.gov.tr, 10 Mart 2020.

Nominal GSYH verileri için herhangi bir endeks açıklanmamaktadır. Bu nedenle, nominal GSYH'ye endeksli Sukuk sertifikası ihracı için nominal GSYH verilerini kullanarak oluşturulan bir endekse ihtiyaç bulunmaktadır. Bu amaçla oluşturulacak endeks için referans yıl tespiti gerekmektedir. Küresel piyasalarda 2007 yılında başlayan finansal krizin ülkemize ve diğer gelişmekte olan ülkelere yayılması nedeniyle krizin etkisinin hissedildiği 2008 ve 2009 yıllarının referans yıl olarak kullanılmaması; 2010 yılının ise Türkiye açısından krizden çıkış ve toparlanma yılı olarak kabul edildiği için baz alınmaması gerektiği düşünülmektedir. Belirtilen gerekçeler de göz önünde alındığında, nominal GSYH endeksi için 2011 yılının referans alınması uygun görülmektedir.

Nominal GSYH endeksi oluşturulurken referans yıla ait çeyreklik nominal GSYH verilerinin aritmetik ortalaması alınarak diğer çeyreklik veriler bu ortalama bölünmekte ve çıkan sonuç 100 ile çarpılmaktadır. Bu sayede, 2011 yılı için ortalama endeks değeri 100 olurken, takip eden diğer yılların da çeyreklik endeks değerlerine ulaşılmaktadır. Diğer bir ifadeyle referans endeks, çeyreklik bazda aşağıdaki formüle göre oluşturulur:

$$(2) \text{ Referans Endeks}_s^t = \frac{\text{Nominal GSYH}_s^t}{\text{Ortalama Nominal GSYH}^{2011}} \times 100$$

$t = \text{Referans endeksi hesaplanan yıl}$

$s = \text{Referans endeksi hesaplanan çeyreklik}, s \in \{1,2,3,4\}$

2011 yılı nominal GSYH seviyeleri, endeks değerleri ve ortalamaları Tablo 3.4'de yer almaktadır. Endeks değerleri Kamu Hazinesi'nin TÜFE'ye endeksli senetler için açıkladığı gibi virgülden sonra beş basamak olacak şekilde gösterilmektedir.

Tablo 0.4: 2011 Referans Yılı Endeks Değerleri

Dönem (2011)	Nominal GSYH (Milyon TL)	Endeks Değeri
1. Çeyrek	290.610.290,52	83,36036
2. Çeyrek	336.234.139,95	96,44737
3. Çeyrek	381.898.595,37	109,54603
4. Çeyrek	385.734.139,69	110,64624
Ortalama	348.619.291,38	100,00000

Kaynak: Temel İstatistikler, Türkiye İstatistik Kurumu, (Çevrimiçi), www.tuik.gov.tr, 10 Mart 2020.

Örnek olarak 2017 yılının ikinci çeyreğine ilişkin referans endeks değeri formüle göre şöyle hesaplanır:

$$\begin{aligned}
 (3) \text{ Referans Endeks}_2^{2017} &= \frac{\text{Nominal GSYH}_2^{2017}}{\text{Ortalama Nominal GSYH}^{2011}} \times 100 \\
 &= \frac{735.280.547,65}{348.619.291,38} \times 100 = 210,91218
 \end{aligned}$$

Yukarıdaki formül ile 2011 yılından 2019 yılı ikinci çeyreğine kadar hesaplanan referans endeks değerlerinde dönemsellik etkisi görülmektedir. Her yıl için ilk çeyrek nominal GSYH'sinde bir önceki yılın son çeyrek nominal GSYH seviyesine göre düşüş gözlenmektedir. Bu durum mevcut endeksin fiyatlamada kullanılmasına engel teşkil etmekte ve endeks üzerinde bir düzeltme yapılması ihtiyacını ortaya koymaktadır. Söz konusu düzeltme için referans endeks formülünün paydası aynı şekilde kalırken pay kısmında ilgili dönemi dördüncü çeyrek olarak kapsayan yıllık hareketli ortalama verisi kullanılmasının uygun olduğu değerlendirilmektedir. Böylece her yılın ilk çeyreklerindeki düşüşlerin etkisi azaltılmaktadır. Düzeltilmiş referans endeks aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır.

$$(4) \text{ Düzeltilmiş Referans Endeks}_s^t = \frac{\text{Yıllık Hareketli Ortalama Nominal GSYH}_s^t}{\text{Ortalama Nominal GSYH}^{2011}} \times 100$$

Düzeltilmiş referans endeks formülüne göre 2017 yılı ikinci çeyreği için endeks değeri, ilgili dönemi (2017-2Ç) ve kendisinden önceki üç çeyreği (2016-3Ç, 2016-4Ç ve

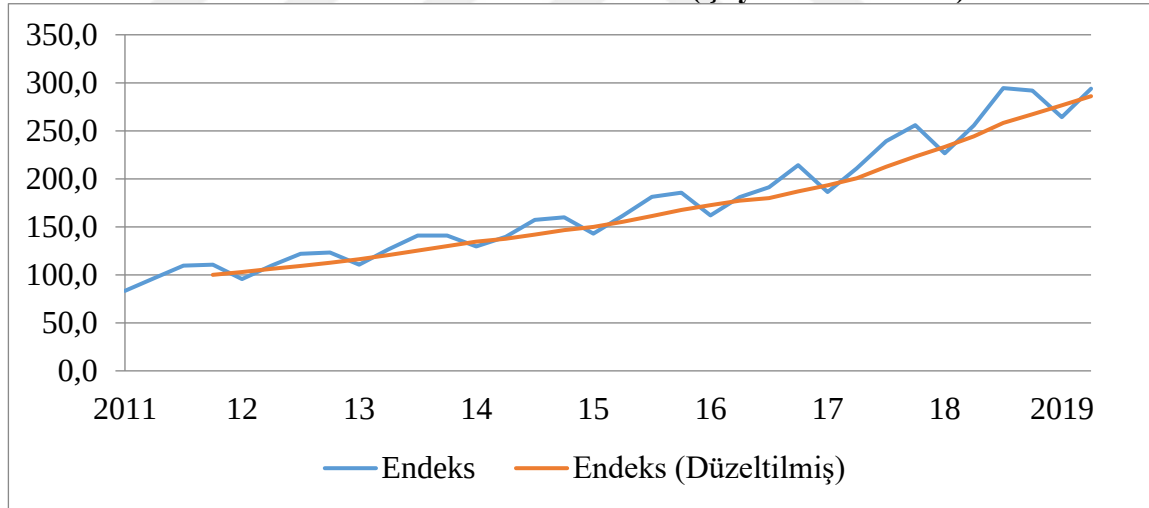
2017-1Ç) kapsayan yıllık ortalama nominal GSYH verisinin 2011 yılı ortalama nominal GSYH verisine bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Buna göre;

$$(5) \text{ Düzeltilmiş Referans Endeks}_2^{2017} = \frac{(\text{Nominal GSYH}_3^{2016} + \text{Nominal GSYH}_4^{2016} + \text{Nominal GSYH}_1^{2017} + \text{Nominal GSYH}_2^{2017})}{4 \times \text{Ortalama Nominal GSYH}^{2011}} \times 100 =$$

$$\frac{699.529.400,90}{348.619.291,38} \times 100 = 200,65711$$

2011'den itibaren düzeltmeden önceki ve sonraki nominal GSYH endeksinin gösterimi Grafik 3.1'de yer almaktadır. Grafikten de anlaşılacağı üzere düzeltilmiş endeks verilerinin pürüzsüz bir seyir izlemesi nedeniyle periyodik nakit akışlarında kullanılmaya daha elverişli olduğu düşünülmektedir.

Grafik 0.1: Nominal GSYH Endeksi (Çeyreklik Frekans)



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Nominal GSYH verileri çeyreklik frekansta açıklandığı için oluşturulacak endeks de çeyreklik bazda olmak durumundadır. Ancak, Sukuk ihraç, kira ödeme ve itfâ tarihleri yıl içerisindeki herhangi bir güne denk gelebileceği için çeyreklik bazda oluşturulan endeks değerlerinden günlük referans endeks değerlerine ulaşılması gerekmektedir. Günlük referans endeks değerlerinin tespiti için doğrusal interpolasyon ve ekstrapolasyon tekniklerinin kullanılması önerilmektedir. Kamu Hazinesi'nin TÜFE'ye endeksli senetlerinin ihracında da günlük referans endeks değerleri bu teknikler kullanılarak

hesaplanmaktadır. Dolayısı ile bu tekniklerin nominal GSYH endeksi oluşturmak amacıyla kullanılmasının uygulamada birliği sağlayacağı düşünülmektedir.

Düzeltilmiş nominal GSYH endeksinden doğrusal interpolasyon tekniği ile mevcut veriler arasındaki günlere ilişkin, ekstrapolasyon tekniği ile gelecek üç aylık dönem için referans endeks değerlerinin aşağıdaki formül ile hesaplanması önerilmektedir.

(6) “Ç” çeyreğinin “g” günü için,

$$\text{Günlük Referans Endeks}_g = NGE_{\text{Ç}-4} + \frac{g-1}{\text{ÇG}} \times (NGE_{\text{Ç}-3} - NGE_{\text{Ç}-4})$$

$NGE_{\text{Ç}-3}$: Ç çeyreğinden üç çeyrek önceki döneme ait Nominal GSYH Endeks (NGE) değeri

$NGE_{\text{Ç}-4}$: Ç çeyreğinden dört çeyrek önceki döneme ait NGE değeri

g : Çeyrek başından itibaren geçmiş gün sayısı

ÇG : Çeyrek içerisindeki toplam gün sayısı

Tablo 3.3'teki GSYH verileri açıklama takvimine göre çeyreklik GSYH verileri üç aylık gecikmeyle açıklanmaktadır. Ayrıca, bu verilerde revizyon olması söz konusu olduğundan günlük referans endeks hesaplanırken altı aylık gecikmenin dikkate alınması uygun görülmektedir. Günlük referans endeksi formülünde de altı aylık gecikme göz önünde bulundurularak interpolasyona baz oluşturacak çeyrek verisi Ç-4 şeklinde ifade edilmiştir.

Örnek olarak 13 Ocak 2016 tarihine ait günlük referans endeks değeri (6) numaralı formülle şu şekilde hesaplanmaktadır:

- i. 13 Ocak 2016, 2016 yılının birinci çeyreğindedir.
- ii. TÜİK tarafından açıklanmış en son veri 10 Aralık 2015 tarihinde 2015 yılının üçüncü çeyrek verisidir.

- iii. $NGE_{\zeta-3}$: 2016 yılının birinci çeyreğinden üç çeyrek geri gidilmesi ile 2015 yılının ikinci çeyrek verisine işaret etmektedir. (5) numaralı formüle göre hesaplanan endeks değeri 155,37583'tür.
- iv. $NGE_{\zeta-4}$: 2016 yılının birinci çeyreğinden dört çeyrek geri gidilmesi ile 2015 yılının birinci çeyrek verisine işaret etmektedir. (5) numaralı formüle göre hesaplanan endeks değeri 149,94034'tür.
- v. g : 2016 yılının birinci çeyreğinin on üçüncü gününü işaret etmektedir.
- vi. ζG : 2016 yılının birinci çeyreğindeki gün sayısıdır. Toplam gün sayısı 91 olmaktadır.

Değerler (6) numaralı formüle yerleştirildiğinde 13 Ocak 2016 tarihinin endeks değeri hesaplanmaktadır.

(7)

$$\begin{aligned}
 & \text{Günlük Referans Endeks}_{16} \\
 &= 149,94034 + \frac{13 - 1}{91} \times (155,37583 - 149,94034) \\
 &= 150,65710
 \end{aligned}$$

(7) numaralı hesaplama ile mevcut GSYH verilerinden yola çıkılarak geçmişteki günler için endeks değeri elde edilmektedir. Sukuk ihraçları söz konusu olduğunda henüz veri açıklaması olmayan ileri tarihler için de endeks değerleri oluşturulmalıdır. (6) numaralı formül kullanılarak bu ileri vadeli endeks değerlerini de elde etmek mümkündür. Örnek olarak 12 Aralık 2019 tarihinin endeks değerinin ekstrapolasyon tekniği ile (6) numaralı formüle göre hesaplanması aşağıda gösterilmektedir.

- i. 12 Aralık 2019, 2019 yılının dördüncü çeyreğindedir.
- ii. TÜİK tarafından açıklanmış en güncel veri 10 Eylül 2019 tarihinde 2019 yılının ikinci çeyrek verisidir.

- iii. $NGE_{\zeta-3}$: 2019 yılının dördüncü çeyreğinden üç çeyrek geri gidilmesi ile 2019 yılının birinci çeyrek verisine işaret etmektedir. (5) numaralı formüle göre hesaplanan endeks değeri 276,47193'tür.
- iv. $NGE_{\zeta-4}$: 2019 yılının dördüncü çeyreğinden dört çeyrek geri gidilmesi ile 2018 yılının dördüncü çeyrek verisine işaret etmektedir. (5) numaralı formüle göre hesaplanan endeks değeri 267,08131'dir.
- v. g : 12 Aralık tarihi 2019 yılının dördüncü çeyreğinin 73 üncü gününe denk gelmektedir.
- vi. ζG : 2019 yılının dördüncü çeyreğindeki gün sayısıdır. Toplam gün sayısı 92 olmaktadır.

$$(8) \text{ Günlük Referans Endeks}_{73} = 267,08131 + \frac{73-1}{92}x(276,47193 - 267,08131) \\ = 274,4305$$

Modelde altı aylık gecikme esas alındığı için TÜİK tarafından en son açıklanan GSYH verisi kullanılarak altı aylık dönem için ekstrapolasyon yapılabilmektedir. Yatırımcıların bir sonraki altı aylık dönemde elde edecekleri kira oranı bu sayede belirlenmektedir.

Günlük referans endekslerin de oluşturulmasından sonra (1) numaralı formülde yer alan GSYH'ye endeksli faktörü (GSYH Endeks Oranı) hesaplamak mümkün hale gelmektedir. Sadece periyodik kira ödemelerinin GSYH'ye endekslendiği modele göre GSHY Endeks Oranı hesaplanırken aşağıdaki formülün kullanılması önerilmektedir.

$$(9) \text{ GSYH Endeks Oranı}_k = \left(\frac{\text{Referans Endeks}_k}{\text{Referans Endeks}_{k-1}} - 1 \right) x 100$$

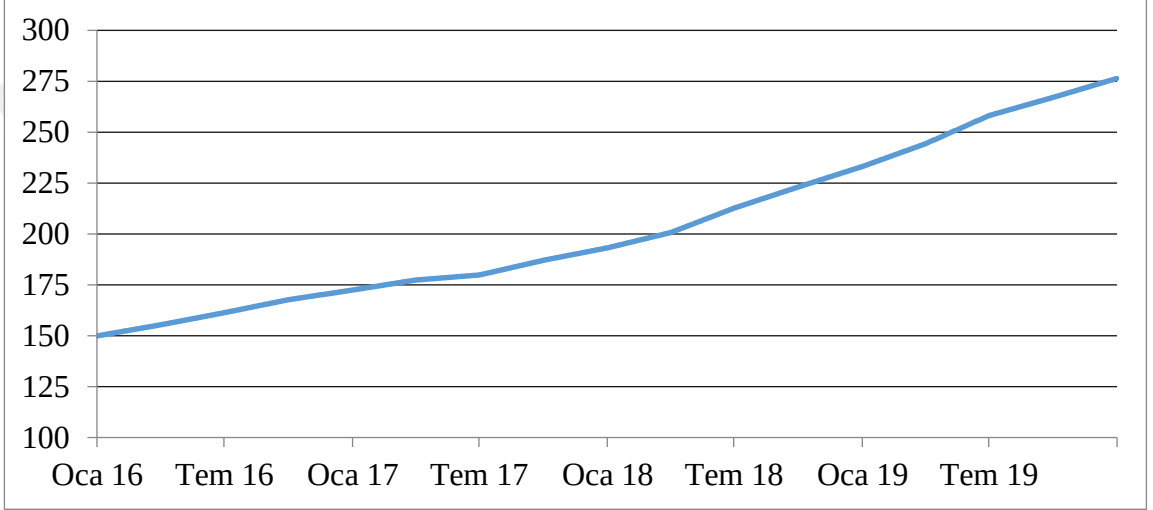
k = Kira ödeme tarihi

$k - 1$ = Bir önceki kira ödeme tarihi

Örnek olarak, 13 Ocak 2016 tarihinde ihraç edilmiş olan nominal GSYH'ye endeksli ve 3 yıl vadeli Sukuk sertifikalarının altı ayda bir defa kira ödemesi yaptığı farz

edildiğinde GSYH Endeks oranının hesaplanması için günlük referans endeks oranları belirlenmelidir. (6) numaralı formülde gösterildiği şekilde doğrusal interpolasyon ve ekstrapolasyon yöntemleri kullanılarak 01.01.2016 – 31.12.2019 arası dönem için elde edilen günlük referans endeks değerlerini gösterir grafik aşağıda yer almaktadır.

Grafik 0.2: Günlük Referans Endeks Değerleri (01.01.2016-31.12.2019)



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Kira ödeme tarihleri, bu tarihlere denk gelen günlük referans endeks değerleri ve (9) numaralı formüle hesaplanan GSYH Endeks Oranları Tablo 3.5'deki gibi olmaktadır.

Tablo 0.5: Temsili Sukuk İhracı Ödeme Takvimi ve Endeks Değerleri

İşlem	Tarih	Referans Endeks	GSYH Endeks Oranı (%)
Sukuk İhracı	13.01.2016	150,65710	
1. Kira Ödemesi	13.07.2016	162,15297	$\left(\frac{162,15297}{150,65710} - 1\right) * 100$ = 7,63
2. Kira Ödemesi	11.01.2017	172,99948	$\left(\frac{172,99948}{162,15297} - 1\right) * 100$ = 6,69
3. Kira Ödemesi	12.07.2017	180,70166	$\left(\frac{180,70166}{172,99948} - 1\right) * 100$ = 4,45
4. Kira Ödemesi	10.01.2018	193,94183	$\left(\frac{193,94183}{180,70166} - 1\right) * 100$ = 7,33
5. Kira Ödemesi	11.07.2018	213,80121	$\left(\frac{213,80121}{193,94183} - 1\right) * 100$ = 10,24
6. Kira Ödemesi (İtfâ)	09.01.2019	234,14655	$\left(\frac{234,14655}{213,80121} - 1\right) * 100$ = 9,52

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

GSYH Endeks Oranları altı aylık dönem için geçerli olmaktadır. Böylelikle GSYH'ye endeksli Sukuk sertifikası ihraç önerisinin kira ödeme tarihlerindeki kira oranları tespit edilmiştir. Söz konusu oranların, Kamu Hazinesi tarafından belirlenecek sabit kira oranından daha fazla olduğu varsayımı altında kira ödeme tarihlerindeki kira ve yatırımcı açısından yıllık getiri oranları Tablo 3.6'da gösterilmektedir.

Tablo 0.6: Temsili Sukuk İhracı Kira Oranları

İşlem	Tarih	Kira Oranı (%) (Dönemsel)	Yıllık Getiri (%) (Yıllık Basit)	Yıllık Getiri (%) (Yıllık Bileşik)
Sukuk İhracı	13.01.2016	-	-	-
1. Kira Ödemesi	13.07.2016	7,13	14,26	14,77
2. Kira Ödemesi	11.01.2017	6,69	13,38	13,83
3. Kira Ödemesi	12.07.2017	4,45	8,9	9,10
4. Kira Ödemesi	10.01.2018	7,33	14,66	15,20
5. Kira Ödemesi	11.07.2018	10,24	20,48	21,53
6. Kira Ödemesi	09.01.2019	9,52	19,04	19,95

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Nominal GSYH'ye endeksli Sukuk ihracının Kamu Hazinesi tarafından hâlihazırda ihraç edilmiş Sukuk ve tahviller ile karşılaştırılmasının yapılarak nakit akışlarının nasıl değişebileceğini tespit etmenin, ihracı önerilen bu enstrümanın daha iyi anlaşılmasına katkı sunacağı düşünülmektedir. Bu amaçla, nominal GSYH'ye endeksli Sukuk ile Kamu Hazinesi tarafından ihraç edilmiş TÜFE'ye endeksli Sukuk ve tahvil karşılaştırılması yapılmasının uygun olduğu değerlendirilmektedir. TÜFE'ye endeksli senetler, fiyatlar genel düzeyindeki artışa (enflasyon) karşı yatırımcısına koruma sağlamaktadır. Nominal GSYH'ye endeksli senet de aynı özelliğe sahiptir. Nominal GSYH, reel büyümeyi ve enflasyonu kapsamakta ve yatırımcısını TÜFE'ye endeksli senetler gibi fiyatlar genel düzeyindeki artışa karşı korurken reel büyüme oranı kadar da ilave getiri sunmaktadır (aşağı yönlü risklerin de söz konusu olduğu unutulmamalıdır). Enflasyona karşı koruma sağlayan bu iki senet türünün birbirleriyle karşılaştırılmasının nakit akışları konusunda fikir vermesi amaçlanmaktadır.

Söz konusu karşılaştırma, Kamu Hazinesi tarafından 2016 yılı içerisinde ihraç edilmiş ve tezin yazım tarihi itibarıyla vadesi henüz dolmamış TÜFE'ye endeksli bir Sukuk ve bir tahvil ihracının, ihraç günü itibarıyla nominal GSYH'ye endekslenmesi durumunda kira ödeme tarihlerinde nasıl bir değişiklik olacağını göstermek üzere

kurgulanmaktadır. 2016 yılının seçilmesi, 2016 yılından itibaren günlük referans nominal GSYH endeksinin hesaplanmış olması nedeniyledir. Günlük referans endekslerinin hesaplanmış olduğu farklı tarih aralıklarının da tercih edilmesi mümkündür. Karşılaştırma amacıyla Kamu Hazinesi tarafından 28.09.2016 tarihinde %1,2 sabit dönemsel kira oranı ile beş yıl vadeli olarak ihraç edilmiş TÜFE'ye endeksli Sukuk ile 17.07.2016 tarihinde %1,5 sabit dönemsel kira oranı ile beş yıl vadeli olarak ihraç edilmiş TÜFE'ye endeksli tahvil seçilmiştir. TÜFE'ye endeksli Sukuk ve tahvil için günlük referans endeks değerleri Kamu Hazinesi tarafından kurumun internet sayfasında açıklanmaktadır ve karşılaştırmada bu veriler esas alınmıştır. Buna karşın GSYH'ye endeksli Sukuk için günlük referans nominal GYSH endeksi (8) numaralı formül yardımıyla hesaplanmıştır. Periyodik kira ödemelerinin karşılaştırılması, TÜFE'ye endeksli Sukuk için Tablo 3.7'de, TÜFE'ye endeksli tahvil için Tablo 3.8'de yer almaktadır.

Tablo 0.7: TÜFE'ye Endeksli Sukuk ile GSYH'ye Endeksli Sukuk Karşılaştırması

İşlem	Tarih	TÜFE Endeks Değeri	Kira Oranı (%) (a)	GSYH Endeks Değeri	Kira Oranı (%) (b)	Fark (%) (a)-(b)
İhraç	28.09.2016	282,25500		167,49953		
1. Kira Ödemesi	29.03.2017	299,04323	7,15	177,18898	5,78	1,36
2. Kira Ödemesi	27.09.2017	310,17867	4,92	186,74715	5,39	-0,47
3. Kira Ödemesi	28.03.2018	330,31903	7,69	200,32549	7,27	0,42
4. Kira Ödemesi	26.09.2018	359,08167	9,91	222,50415	11,07	-1,16
5. Kira Ödemesi	27.03.2019	397,39419	11,87	243,66582	9,51	2,36
6. Kira Ödemesi	25.09.2019	418,11800	6,41	266,49689	9,37	-2,95

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 0.8: TÜFE'ye Endeksli Tahvil ile GSYH'ye Endeksli Sukuk Karşılaştırması

İşlem	Tarih	TÜFE Endeks Değeri	Kira Oranı (%) (a)	GSYH Endeks Değeri	Kira Oranı (%) (b)	Fark (%) (a)-(b)
İhraç	13.07.2016	277,03936		162,15297		
1. Kira Ödemesi	11.01.2017	286,80742	5,03	172,99948	6,69	-1,66
2. Kira Ödemesi	12.07.2017	309,71968	9,49	180,70166	4,45	5,04
3. Kira Ödemesi	10.01.2018	321,78774	5,40	193,94183	7,33	-1,93
4. Kira Ödemesi	11.07.2018	344,57355	8,58	213,80121	10,24	-1,66
5. Kira Ödemesi	9.01.2019	399,77581	17,52	234,14655	9,52	8,00
6. Kira Ödemesi	10.07.2019	410,75936	4,25	258,99676	10,61	-6,37

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

TÜFE endeksli senetlerin dönemsel kira ödemeleri, TÜFE endeksindeki değişime ve ihraç tarihinde duyurulan reel getiriye bağlı olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, dönemsel kira ödemeleri reel getiri oranları ile TÜFE endeksindeki değişimlerin toplamını verecek şekilde hesaplanmaktadır. Bu nedenle, TÜFE endeksli senetlerin dönemsel kira oranları hesaplanırken endeks değişim oranına ihraç tarihinde duyurulan Sukuk için %1,2 dönemsel reel getiri oranı, tahvil içinse %1,5 dönemsel reel getiri oranı eklenmiştir. Tablo 3.7'den ve Tablo 3.8'den görüleceği üzere GSYH endeksli Sukuk, TÜFE endeksli diğer senetlere göre dönersellik etkisine bağlı olarak daha fazla veya daha az kira ödemesi yapabilmektedir. Dönersel kira ödemeleri arasındaki ardışık farklara bakıldığında ise GSYH'ye endeksli Sukuk daha istikrarlı yani dönemsel farkları daha az olacak şekilde nakit akışı sağlamaktadır. Dönersel kira ödemelerinin daha istikrarlı olmasının bu enstrümanı yatırımcılar nezdinde cazip kılacak bir özellik olduğu değerlendirilmekte ve yatırımcı portföylerinde diğer senetlerle birlikte bulunması durumunda portföyün risk-getiri profilini olumlu etkileyebileceği düşünülmektedir. Cabrillac, Gauvin ve Gosse (2016), GSYH'ye endeksli senetlerin portföy riskini azalttığına vurgu yapmaktadır.

3.4.7 Değerlendirmeler

Nominal GSYH'ye göre elde edilen günlük referans endekslerdeki değişim dönemsel kira ödemelerine esas teşkil etmektedir. Nominal GSYH ise bir ülkedeki fiyat değişimlerini ve reel büyümeyi kapsamaktadır. Bu nedenle, söz konusu endeksleme metodu ile enflasyona karşı bir koruma sağlanmış olmakta ve yatırımcılara ülkenin reel büyümesi oranında ilave bir getiri elde etme imkânı sunulmaktadır.

Nominal GSYH'de daralma yaşanması durumunda yatırımcı taban olarak belirlenen dönemsel kira oranını elde edecektir. Sukuk ihraç modeline göre yatırımcıya gerçekleştirilecek nakit akışlarının kaynağının kira akdi olduğu dikkate alındığında taban kira uygulamasının makul ve izah edilebilir bir uygulama olduğu düşünülmektedir. Kira konusu olan varlığın kiracının kullanımında olduğu süre boyunca kendisinden bir kira geliri talep etmenin İslam hukukunda bir sorun teşkil etmeyeceği değerlendirilmektedir.

Nominal GSYH'ye endeksli tahvilin farazi kira ödemeleri Tablo 3.7 ve Tablo 3.8'de gösterilmektedir. Söz konusu ödemeler 100 TL nominal değer üzerinden hesaplandığında toplam ödeme tutarı TÜFE'ye endeksli senetlerin toplam ödeme tutarlarından fazla olmasına rağmen dönemsel olarak ödeme miktarları daha istikrarlı bir yapı arz etmektedir. Bununla birlikte, GSYH'ye endeksli bir senedin ihracında Kamu Hazinesi'nin mevcut getiri eğrinin üzerinde bir oranla fiyatlanması muhtemel görülmektedir. Bu durum, söz konusu enstrümanın içerdiği nevi şahsına münhasır risklerden kaynaklanmaktadır. Nominal GSYH'ye endeksli bir senedin getirisi dört temel unsurdan oluşmaktadır (Cabrillac, Gauvin ve Gosse, 2016):

$$\text{Getiri} = \text{İlk İhraç Primi} + \text{Likidite Primi} + \text{Endeksleme Primi} \\ + \text{Temerrüt Primi}$$

GSYH'ye endeksli bir senedin piyasada ilk kez ihraç edilecek olması nedeniyle ilk ihraç primi, henüz likit bir ikincil piyasası olmadığından belirli bir likidite primi ve getirilerdeki dalgalanmayı telafi etmek üzere bir endeksleme priminin ödenmesi

beklenmektedir. Temerrüt primi ise temerrüt riskine karşı koruma sağlamaktadır. GSYH'ye endeksli senetlerde temerrüt riski teorik olarak bulunmamakta ve bu nedenle temerrüt primi negatif olarak getiri üzerinde etki etmektedir. Buna karşılık, denklemde yer alan diğer üç prim de getiriye artırıcı özellik göstermektedir. İhraçların miktar olarak belirli bir seviyeye ulaşmasının ikincil piyasanın canlanmasını ve likidite priminin zamanla düşmesini sağlayacağı öngörülmektedir. Ayrıca, ilk ihraç priminin de enstrümanın yatırımcılar nezdinde tanınırlığının artmasıyla birlikte zamanla azalarak ortadan kalkması beklenmektedir. Endeksleme priminin, nominal GSYH verilerindeki dalgalanmalara bağlı olduğu için zamandan bağımsız bir seyir izleyeceği öngörülmektedir.

GSYH'ye endeksli senetlerin Kamu Hazinesi açısından ihraç edilmesi gereken zamanın ve vadesinin de önemli hususlar olduğu düşünülmektedir. Nominal GSYH, iş çevrimlerine göre büyüme ve daralma gösterdiği için bu senetlerin orta ve uzun vadeli olarak ihraç edilmesinin, kamu borç yönetiminde istikrar sağlayıcı etkisinin tam olarak görülebilmesi açısından, gerekli olduğu değerlendirilmektedir. Ekonomik daralma öngörüldüğünde Kamu Hazinesi'nin GSYH'ye endeksli senet ihraç etme isteğinin artması; buna karşın yatırımcının da bu senetleri alması için talep edeceği getiri oranlarının da yükselmesi öngörülmektedir. Endeksleme priminin artmasından kaynaklanan bu durumun etkisini en aza indirebilmek ve borcun etkin yönetimi için en az bir iş çevrimini kuşatacak bir vadede (7 ila 10 yıl ve üzeri) bu sertifikaların ihraç edilmesinin daha uygun olacağı değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, bu tezde önerilen haliyle orta vadeli bir GSYH'ye endeksli Sukuk ihracının da ilk ihraç olması, yatırımcıların enstrümanı tanıması ve piyasada uzun vade kaynaklı risklerin ve belirsizliklerin minimize edilmesi noktasından önemli ve gerekli olduğu mülahaza edilmektedir.

Tezde önerilen modelin, İslam hukuku açısından da uygun olduğu değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, önerilen modelde ilk periyodik kira ödemesi için tespit edilmesi gereken kira oranının altı ay gecikmeli GSYH verilerine göre elde

edilmeyecek olması nedeniyle bu oranın ihraç modelinde yer alan kamu arazisi üzerinden tespit edilmesinin gerekli olacağı değerlendirilmektedir. Söz konusu oran arazinin rayiç kirasına uyumlu olacak şekilde belirlenebilecektir. Bu oranın, Kamu Hazinesi'nin getiri eğrisi de dikkate alınarak tespit edilmesi yatırımcıların ilgisini çekmek açısından önem arz etmektedir.

Önerilen GYSH endeksli Sukuk sertifikalarının yatırımcıları hem kurumsal hem de bireysel olabilecektir. Her iki yatırımcı grubuna birlikte satılmasının daha avantajlı olabileceği değerlendirilmektedir. Bu sertifikaların ekonomik altyapı projelerinin finansmanı amacıyla ihraç edilmesi durumunda; projelerin faaliyete geçmesiyle birlikte elde edilecek gelirin Sukuk satın almış olan bireysel yatırımcılara aktarılması da mümkündür.

Son olarak ifade etmek gerekir ki, önerilen fiyatlama metodunu başka İslami akitlerle de kullanmak mümkündür.

SONUÇ

Dünya ekonomilerinde belirli aralıklarla meydana gelen krizlerin küreselleşmenin de etkisiyle olumsuz etkilerinin dünya geneline yayılması mevcut ekonomik sistemin sorgulanmasına sebep olmaktadır. Krizlerin dünya genelindeki etkisinin azaltılması için IMF ve Dünya Bankası gibi sistemin önemli kuruluşlarının alışlagelmiş neo-klasik iktisadın politika unsurlarına aykırı tavsiye ve önerilerde bulunduğu gözlenmiştir. Yaşanan süreçler neticesinde krizlerin kökeninin borç olgusunun yattığı ve borcun da aşırı artışına faizin sebep olduğu artık inkâr edilemeyen bir gerçek durumundadır. Dünya ekonomilerinin faize bağımlılığı söz konusu krizlerin belirli zaman aralıklarıyla tekrarına sebep olan en önemli etken olarak görülmektedir. Krizlerle mücadele edilmesi için öncelikle dünya ekonomik ve finansal sistemindeki faize bağımlılığın azaltılmasının gerekli olduğuna inanılmaktadır. Bu tezin öncelikli amacı ekonomideki faize bağımlılık sorununa dikkat çekerek İslami iktisat ve finansın faizsizlik prensibinin kamu borç yönetiminde de uygulanabilir olduğunu göstermektir.

2007 yılında ABD’de başlayan ve sonraki yıllarda diğer ülkelere sıçrayarak küresel bir mahiyet kazanan borç krizinden Türkiye’nin göreceli olarak daha az etkilenmiş olmasında kamu sektörünün etkin borç yönetiminin büyük payı olduğu değerlendirilmektedir. Söz konusu krizin hemen ardından Kamu Hazinesi’nin Sukuk ihraçlarına başlaması hem borçlanma araçlarının çeşitliliğini artırmış hem de Avrupa ve Amerika kaynaklı dış borçlanmanın Orta Doğu ve Asya piyasalarına da açılmasını sağlamıştır.

Tezde Kamu Hazinesi’nin şimdiye kadar ki Sukuk ihraç tecrübesine ışık tutulmuş ve piyasa faizini gösterge olarak kullanmayan alternatif Sukuk ihraç modeli önerisinde bulunulmuştur. Bu kapsamda Kamu Hazinesi’nin Sukuk ihraçlarına imkân tanıyan 4749 sayılı Kanunun 7/A maddesi detaylı olarak incelenmiştir. Kamu Sukuk ihraçlarını düzenleyen söz konusu madde ile bu çalışmada yer alan bütün Sukuk yapılarına uygun sertifika ihracının mümkün olduğu tespit edilmiştir.

Kamu Hazinesi tarafından 2012 yılından itibaren iç ve dış piyasalarda gerçekleştirilen Sukuk ihraçlarının tamamını İcara Sukuk modeline dayanmaktadır. İç piyasada sabit oranlı kira ödemeli, dövizde endeksli ve TÜFE'ye endeksli Sukuk ihraçları gerçekleştirilmiştir. Dış piyasadaki ihraçların tamamı ise sabit kira ödemeli ve ABD Doları cinsinden olmuştur.

Tezde Kamu Hazinesi'nin Sukuk ihraçlarının fikhî açıdan değerlendirilmesine de yer verilmiştir. Mevcut ihraç yapısına ilişkin olarak tespit edilen eleştiriler dört başlık altında toplanmıştır. Bunlar mülkiyet devrinin gerçekleşmemesi, nominal bedel üzerinden geri satım taahhüdü verilmesi, kiralama süresince risklerin kiracı üzerinde kalması ve ekonomik bir artı değer oluşmaması ile atıl varlıkların ihraçlarda kullanılmasıdır. Bu eleştirilerin Sukuk ihraçlarına yönelik genel eleştiriler olmasına vurgu yapılmış ve kamu Sukuk ihraçları kapsamında değerlendirildiğinde 4749 sayılı Kanun'un 7/A maddesine atıflarda bulunularak bu eleştirilerin cevaplandırılmasına çalışılmıştır. Fiyatlama metoduna ilişkin olarak da konvansiyonel piyasalardaki faiz oranlarının Sukuk ihraçları için gösterge olarak kullanılmasının da eleştirilen hususlardan olduğuna değinilmiştir.

Kamu Hazinesi'nin Sukuk piyasalarındaki ihraçlarının belirli bir büyüklüğe ulaşmasının ve iç piyasadaki istikrarlı ihraç uygulamasının bir sonraki aşamaya geçiş için uygun bir ortam sağladığı vurgulanmıştır. Bu aşamadan sonra gerek Kamu Hazinesi'nin stratejik öncelikleriyle uyumlu olması gerekse de İstanbul'un küresel bir finans merkezi olması hedefi doğrultusunda yeni Sukuk yapılarının ve farklı risk-getiri profiline sahip enstrümanların piyasaya sunulmasının önem arz ettiği belirtilmiştir. Bu gerekçelerle, tezde üç farklı boyutta yenilik içerdiği düşünülen Sukuk tasarımı önerilmiştir.

Önerilen modelin yenilikçi ilk boyutu Sukuk ihracının amacının bütçe finansmanı yerine altyapı yatırımlarının finansmanı olmasıdır. Türkiye'nin birçok sektörde gerçekleştirmeyi hedeflediği büyük projeleri ve sürdürülebilir kalkınma hedeflerini yakalaması için altyapı yatırımlarının finansmanında yeni yöntemler geliştirmesi gerektiğine inanılmaktadır. İslami finansın amaçları ve doğası ile kamu altyapı

yatırımlarının finansmanı arasındaki uyumun Kamu Hazinesi'nin Sukuk ihraçlarını bu amaçla gerçekleştirmesine imkân hazırladığı düşünülmektedir.

Tezde sunulan modelin yenilikçi ikinci boyutu ise Sukuk ihracının dayandığı İslami akitlerdir. Belirtildiği üzere, Kamu Hazinesi tarafından gerçekleştirilen Sukuk ihraçlarının tamamı İcra Sukuk kapsamında olup İcra akdine dayanmaktadır. Bu çalışmada önerilen model ise İstisna' ve İleri Vadeli Kiralama akitlerinin birlikte yer aldığı melez bir akit yapısına dayanmaktadır. Kamu altyapı yatırımlarının belirli bir inşa süreci olacağı düşünülerek İstisna' akdi, yatırımcılara bu süreç içerisinde nakit akışı sağlanması gereği göz önüne alınarak İleri Vadeli Kiralama Akdi tasarıma dâhil edilmiştir.

Modelde önerilen Sukuk tasarımının yenilikçi üçüncü boyutu ise fiyatlama konusundadır. Kamu Hazinesi gerçekleştirdiği Sukuk ihraçlarında kira ödemelerini sabit oranlı, altına endeksli ve TÜFE'ye endeksli şekillerde yapmaktadır. Bu çalışmadaki fiyatlama modeli ise kira ödemelerinin nominal GSYH'ye endekslenmesidir. Bu amaçla, nominal GSYH verilerine dayanan bir endeks oluşturulmuş, bu endekse dayalı olarak günlük referans endekslerin tespit edilmesi için uygun görülen matematiksel yöntem izah edilmiştir. Mevcut ihraçlar ile önerilen Sukuk ihracının karşılaştırılması yapılarak nominal GSYH'ye endeksleme metodunun avantajları ve dikkat edilmesi gereken hususlar tartışılmıştır.

Tezde önerilen modelin hayata geçirilmesi için Kamu Hazinesi'nin Sukuk ihraçlarına yasal dayanak teşkil eden 4749 sayılı Kanunun 7/A maddesi kapsamında herhangi bir değişikliğe ihtiyaç olmadığı ve maddede Kamu Hazinesi'nin yapabileceği işlemler açısından İstisna' ve İleri Vadeli Kiralama akdinin tanımlandığı düşünülmektedir.

Sonuç olarak, altyapı yatırımlarının finansmanı için önerilen GSYH'ye endeksli Sukuk ihraç modelinin, Türkiye açısından önemi, İslami finansın amaçlarına uyumu, risk paylaşım özelliğine sahip oluşu, yatırımcısına ülkedeki ekonomik aktivitenin tümüne yatırım yapma imkânı tanınması ve ilave yasal düzenlemelere ihtiyaç duyulmadan gerçekleştirebilmesi nedenlerine bağlı olarak cazip bir alternatif olduğu

değerlendirilmektedir. Bu önerinin hayata geçirilmesi sayesinde ekonomideki faize bağımlılık sorunun en azından kamu sektörü açısından alternatif bir yöntem ile aşılabilmesi söz konusu olabilecektir. Faize bağımlılık gibi köklü ve yaygın bir problemin kısmi ve özel alanlardaki alternatifler ile tamamen ortadan kaldırılması mümkün olmasa dahi böyle bir imkânın varlığını göstermesi açısından tezde önerilen modelin dikkate değer olduğuna inanılmaktadır.



KAYNAKÇA

- AAOIFI: **Shari’ah Standards**, Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, Manama, 2003.
- AAOIFI: **Resolutions on Sukuk, Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions**, Manama, 2008.
- Abdul Gani, Abdul Rahim: “Beneficial ownership in sukuk ijarah: a shari’ah appraisal”, **International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management**, Vol. 11, No 1, 2018, s. 2-17.
- Agarwal, R., ve Kimball, M., S.: “Enabling Deep Negative Rates to Fight Recessions: A Guide”, **IMF Working Paper**, WP/19/84, Washington, DC, 2019.
- Ahmad, Ziauddin: “Riba Teorisi”, Çev. Ali Rıza Gül, **Ankara Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi**, Cilt XLIV, Sayı 1, 2003, s. 453-465.
- Ahmed E., R, Islam, A., Alabdullah, T., T., Y., Amran, A.: “Proposed the pricing model as an alternative Islamic benchmark”, **Benchmarking: An International Journal**, Volume 25 (8), 2018, s.2892-2912
- Aksel, Hesna, Serra: “Kur’an Ve Sünnet’te Ticaret ve Faiz Kavramları”, **Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Üniversitesi, 2011.
- Aktan, Hamza: “İstisnâ”, **TDV İslâm Ansiklopedisi**, 23: 393-396, Ankara: TDV Yayınları, 2006.
- Akyüz, Yılmaz: “Financial Liberalization: The Key Issues”, **South Centre Reprint Series 1**, Geneva, Switzerland, 1993.
- Allen & Overy LLP: “Indicative Term Sheet — GDP Bonds”, **Allen & Overy LLP**, October 2017, (Çevrimiçi), https://www.icmagroup.org/assets/documents/Resources/GDP_Bond_Termsheet_Oct.-2017-Version-060318.pdf, 10 Mart 2020.
- Al-Suwailem, Sami: “Sukuk: Challenges and Prospects”, **JKAU: Islamic Economics**, Vol. 28, No.2, 2015, s. 189-202.

- Amsden, A., H.: “Why Isn’t the Whole World Experimenting with the East Asian Model to Develop? Review of the East Asian Miracle.” **World Development** 22 (4), 1994, pp. 627–33.
- Andreas, A. J.: “The Economics of Islamic Finance and Securitization”, **IMF Working Paper**, WP/07/117, 2007.
- Armstrong, Robert: “How to avoid a corporate zombie apocalypse”, **Financial Times**, 5 February 2020.
- Arteta, C., Kose, M., A., Stocker, M., ve Taskin, T.: “Negative Interest Rate Policies: Sources and Implications”, **Policy Research Working Paper 7791**, World Bank, Washington, DC, 2016.
- Aslan, Hakan: “Alternatif Bir Yatırım Ve Finansman Aracı Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi Ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler”, **Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi, 2012.
- Aybakan, Bilal: “Selem”, **TDV İslâm Ansiklopedisi**, 36: 402-405, Ankara: TDV Yayınları, 2009.
- Aybakan, Bilal: “Vekâlet”, **TDV İslâm Ansiklopedisi**, 43: 1-6, Ankara: TDV Yayınları, 2013.
- Ayub, Muhammad: **Understanding Islamic Finance**, John Wiley & Sons Inc., 2007.
- Bacha, O., ve Mirakhor, A.: “Islamic Capital Markets and Development”, **Economic Development and Islamic Finance**, Ed. by. Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, World Bank, Washington DC, 2013, pp. 253-273.
- Balcılar, M., Çerçi, G., ve Demirci, R.: “Is there a role for Islamic bonds in global diversification strategies?”, **Managerial Finance**, Volume 42, 2016, s. 656-679.
- Banerjee, Ryan ve Hofmann, Boris: “The Rise of Zombie Firms: Causes and Consequences”, **BIS Quarterly Review**, September, 2018, pp. 67-78.
- Bardakoğlu, Ali: “İcare”, **TDV İslâm Ansiklopedisi**, 21: 379-388, Ankara: TDV Yayınları, 2000.

- Barr, D., Bush, O., ve Pienkowski, A.: “GDP-linked bonds and sovereign default”, **Working Paper No. 484**, Bank of England, 2014.
- Bayındır, Servet: **Fıkhî ve İktisadî Açından İslamî Finans-II**, Süleymaniye Vakfı Yayınları, 2015.
- Bayındır, Servet: “Altın Kira Sertifikası Dinen Caiz Mi?”, **Fıtrat TV**, 25 Nisan 2017, (Çevrimiçi), <https://www.youtube.com/watch?v=aAi1pLFAdIw>, 4 Mart 2020.
- Bayındır, Servet: “Hazinenin Çıkardığı Kira Sertifikaları Helal Mi?”, Süleymaniye Vakfı, 2012, (Çevrimiçi), <https://www.suleymaniyevakfi.org/islam-iktisadi/hazinenin-cikardigi-kira-sertifikalari-helal-mi.html>, 4 Mart 2020.
- Bhuiyan, R. A., Rahman, M. P., Saiti, B., ve Ghani, G., M.: “Co-movement Dynamics Between Global Sukuk and Bond Markets: New Insights From a Wavelet Analysis”, **International Journal of Emerging Markets**, Volume 14, No.4, 2019, s. 550-581.
- Blaisdell, Donald: C., **European Financial Control in the Ottoman Empire**, Columbia University Press, New York, 1929.
- BOE: “Sovereign GDP-Linked Bonds: Design, Investor Response and Open Issues”, **Bank of England**, 15 March 2017.
- Bonfim, Diana, ve Pereira, David: “GDP-linked bonds: design, effects, and way forward”, **Economic Bulletin and Financial Stability Report Articles and Banco de Portugal Economic Studies**, 2018.
- Borensztein, Eduardo, ve Mauro, Paolo: “The Case for GDP-indexed Bonds”, **Economic Policy**, Vol. 19 (38), 2004, pp. 165–216.
- Bowman, Joel ve Naylor, Philip: “GDP-Linked Bonds”, **Bulletin**, Bank of Australia, 2016, pp. 61-68.
- Buket, B. Murat: “Türkiye’de Eurotahvil Uygulaması ve Eurotahvil Getiri Marjlarını Belirleyen Faktörler”, Doktora Tezi, **Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul, 2009, s. 38.

- Cabrillac, Bruno, “GDP-indexed bonds: what are the benefits for issuing countries, investors and international financial stability?”, **Quarterly Selection of Articles Banque de France**, No. 44, 2016, pp. 5-18.
- Cho, Y., J., ve Khatkhate, D.: “Lessons of Financial Liberalization in Asia: A Comparative Study”, **World Bank Discussion Paper 50**, World Bank, Washington, DC, 1989.
- Clifford Chance LLP: **Sukuk Guide Book**, Dubai International Financial Center (DIFC), 2009, s. 9-11.
- Çakır, S., F. Raei: “Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk?”, **IMF Working Paper**, WP/07/237, 2007.
- Çizakça, Murat: “Modernizing a Historical Instrument (Esham) For Growth And Financial Inclusion”, **Islamic Finance: A Catalyst for Shared Prosperity?**, Chapter 7, Ed. by. Zamir Iqbal, A. Omar, T. Manap, A. Alawode, Islamic Development Bank, 2018, s. 236-246.
- Çobanoğlu, M., “Sovereign Sukuk and Turkey’s Experience”, **İstanbul Sabahattin Zaim University 3rd International Islamic Economics and Finance Summer School**, 27-31 August 2016, The World Bank Group, 2016.
- Dalgın, Nihat: “Faiz Yasağıyla İlgili Farklı Yaklaşımlar”, **İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi**, Sayı 16, 2010, s.77-110.
- Dar, H. ve Azami, M. T. A: “Global Islamic Finance Report-(GIFR) 2011”, **BMB Islamic Publication**, London, 2012.
- Demirgil, A., ve Türkay, H.: “Tarihsel Süreç İçerisinde Faizin Kuramsal Açıdan Gelişimi”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 18, Sayı 2, 2017, s. 131-160.
- Diaw, A., Bacha, O., ve Lahsasna, A.: “Public Sector Funding and Debt Management: A Case for GDP-Linked Sukuk”, **Islamic Economic Studies**, 22(1), 2014, pp. 185-216.

- Diwany, Tarek: **Faiz Sorunu**, Çev. Mehmet Saraç, 2.Baskı, İz Yayıncılık, İstanbul, 2011.
- Doğan, F., Mehmet: “Kamu Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Alternatif Bir Model Olarak Faizsiz Finansman Yöntemleri”, **Hazine Uzmanlık Tezi**, Hazine Müsteşarlığı, 2012.
- Doğan, Harun: "McKinnon'ın Para ve Fiziki Sermaye Arasında Tamamlayıcılık Hipotezinin Kırgızistan Örneğinde Testi", **International Conference on Eurasian Economies 2011**, Beykent University and Kyrgyzstan-Turkey Manas University, Bişkek, Kırgızistan, Volume 151 (22), 2011, pp. 343-349.
- Dönmez, İ. Kâfi: “Murâbaha”, **TDV İslâm Ansiklopedisi**, 31: 148-152, Ankara: TDV Yayınları, 2006.
- Eğilmez, Mahfi: “Uygulamalı Kamu Finansmanı Dersi”, 2017, (Çevrimiçi), <http://www.mahfiegilmez.com/2017/06/uygulamal-kamu-finance-dersi.html>, 7 Şubat 2020.
- Fama, E., ve French, K.: “Disagreement, tastes, and asset prices”, **Journal of Financial Economics**, Volume 83, 2007, s. 667–689.
- Fisher, Irving: The Rate Of Interest (Its Nature, Determination and Relation The Economic Phenomena). The Macmillan Company, Toronto, Canada, 1907.
- Global Infrastructure Hub: “Turkey Country Profile”, Global Infrastructure Outlook, Oxford Economics, 2016, (Çevrimiçi), https://cdn.gihub.org/outlook/live/countrypages/GIH_Outlook+Flier_Turkey.pdf, 4 Mart 2020.
- Griffith-Jones, S., ve Sharma, K.: “GDP-Indexed Bonds: Making It Happen”, **UN/DESA Working Paper**, No. 21, 2006.
- Gülşen, A. Zafer, ve Ülkütaş, Özge: “Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi ve Ödönleşme Teorisi: İmkb Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama”, **Zonguldak Karaelmas University Journal of Social Sciences**, C.8, Sayı: 15, 2012, s.49-60.

- Güngören, Muaz: “Bir Finansal Enstrüman Olarak Sukuk: Katılım Bankalarına Uyum Modellemesi”, **İstanbul Ticaret Odası Yayınları Sektörel Etütler ve Araştırmalar**, 2013.
- Halaçoğlu, Bekir: “Kira Sertifikaları (Sukuk) Konusunda Tartışılan Temel Sorunlar”, **Türkiye Katılım Bankaları Birliği**, 2016, (Çevrimiçi), <https://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/KIRA-SERTIFIKALARI-SUKUK-temel-sorunlar-BH.docx>, 4 Mart 2020.
- Hanefah, M., M., Noguchi, A., ve Muda, M.: “Sukuk: Global Issues and Challenges”, **Journal of Legal Ethical and Regulatory Issues**, Volume 16, No.1, 2013, s. 107-119.
- Hazine ve Maliye Bakanlığı: “Basın Duyuruları”, 2012, (Çevrimiçi), <https://www.hmb.gov.tr/>.
- Hazine ve Maliye Bakanlığı: “Basın Duyuruları”, 2020, (Çevrimiçi), <https://www.hmb.gov.tr/>.
- Hazine ve Maliye Bakanlığı: “Tüketici Fiyatlarına Endeksli Devlet Tahvilleri Yatırımcı Kılavuzu”, **Hazine ve Maliye Bakanlığı**, 2009, (Çevrimiçi), <https://www.hmb.gov.tr/>, 3 Mart 2020.
- Hazine ve Maliye Bakanlığı: “TÜFE’ye Endeksli Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu”, **Hazine ve Maliye Bakanlığı**, 2017, (Çevrimiçi), <https://www.hmb.gov.tr/>, 3 Mart 2020.
- Hazine ve Maliye Bakanlığı: “Altına Dayalı Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu”, **Hazine ve Maliye Bakanlığı**, t.y., (Çevrimiçi), <https://www.hmb.gov.tr/>, 3 Mart 2020.
- IFN: “GDP-linked Sukuk: The solution to government debt?”, **Islamic Finance News**, Volume 10 Issue 41, 17 October 2013.
- IFSB: “Capital Adequacy Requirements for Sukuk, Securitizations and Real Estate Investment”, **Islamic Financial Services Board**, Kuala Lumpur, 2009.

- IFSB: “**Islamic Financial Services Industry Stability Report**”, Islamic Financial Services Board, Kuala Lumpur, 2019.
- IIFM: “Sukuk Report 1st Edition: A Comprehensive Study of the International Sukuk Market”, **International Islamic Financial Markets**, 2011, (Çevrimiçi), <https://www.iifm.net/wp-content/uploads/2019/10/IIFM-Sukuk-Report-1st-Edition-A-Comprehensive-study-of-the-Global-Sukuk-Market.pdf>, 12 Şubat 2020.
- IIFM: “Sukuk Report 2019”, **International Islamic Financial Markets**, 2019, (Çevrimiçi), https://www.iifm.net/wp-content/uploads/2019/08/IIFM-Sukuk-Report-8th-Edition_4.pdf, 12 Şubat 2020.
- IMF: “Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI)—Statistical Update”, **IMF Policy Paper**, 2019, (Çevrimiçi), https://www.imf.org/~media/Files/Publications/PP/2019/PPE_A2019028.ashx, 9 Mart 2020.
- Jobst, A., P. Kunzel, P. Mills ve A. Sy: “Islamic Bond Issuance: What Sovereign Debt Managers Need to Know”, **International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management**, Vol. 1 No. 4, 2008, s. 330-344.
- Joy, Mark: “Sovereign GDP-linked Bonds: Design Choices”, **Sovereign GDP-Linked Bonds: Rationale and Design**, Chapter 6, Ed. by. James Benford, Jonathan D. Ostry, and Robert Shiller, CEPR Press, 2018, pp. 53-62.
- Kalkınma Bakanlığı: **Kamu Özel İşbirliği Mevzuatı**, Yatırım Programlama, İzleme ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, 2015.
- Kalkınma Bakanlığı: On Birinci Kalkınma Raporu: KÖİ Uygulamalarında Etkin Yönetim, **Özel İhtisas Raporu**, 2018.
- Kallek, Cengiz: **Sosyal Servet: İslam’da Yönetim Piyasa İlişkisi**, Klasik Yayınları, 2018.

- Kamstra, M., ve Shiller, R.: “The Case for Trills: Giving the People and Their Pension Funds a Stake in the Wealth of the Nation”, **Cowles Foundation Discussion Paper No. 1717**, 2009.
- Karaman, Hayrettin: “Enflasyon ve Faiz”, **Yenişafak Gazetesi**, 1 Mayıs 2008, (Çevrimiçi), <https://www.yenisafak.com/yazarlar/hayrettinkaraman/enflasyon-ve-faiz-10663>, 4 Mart 2020.
- Karaman, Hayrettin: “Sukuk (Sat-Kirala, Kira Sertifikası)”, **Yenişafak Gazetesi**, 13 Kasım 2016, (Çevrimiçi), <https://www.yenisafak.com/yazarlar/hayrettinkaraman/sukuk-sat-kirala-kira-sertifikasi-2034092>, 4 Mart 2020.
- Karaman, Hayrettin: “Altın Tahvili ve Kira Sertifikası”, **Yenişafak Gazetesi**, 6 Nisan 2017, (Çevrimiçi), <https://www.yenisafak.com/yazarlar/hayrettinkaraman/altin-tahvili-ve-kira-sertifikasi-2037175>, 4 Mart 2020.
- Kenourgios, D., Naifar, N., ve D. Dimitriou: “Islamic financial markets and global crises: Contagion or decoupling?”, **Economic Modelling**, Volume 57, 2016, s.36-47.
- Keynes, John, Maynard: **Genel Teori**, Çev. Uğur Selçuk Akalın, Kalkedon Yayınları, İstanbul, 2010.
- Klein, P.-O., Turk, R., ve Weill, L.: “Religiosity vs. well-being effects on investor behavior”, **Journal of Economic Behavior & Organization**, Volume 138, 2017, s. 50–62.
- Klein, P.-O., ve Weill, L.: “Why do companies issue Sukuk?” , **Review of Financial Economics**, Volume 31, 2016, s.26–33.
- Kureşi, E., İ: **Faiz Nazariyesi ve İslam**, Çev. Salih Tuğ, İstanbul, Ahmet Sait Matbaası, 1972.
- Kusuma, K., ve A. Silva: “Sukuk Markets: A Proposed Approach for Development”, **World Bank Group**, Policy Research Working Paper 7133, 2014.

- Kuveyt Türk Katılım Bankası: “Kuveyt Türk’ten Türkiye’nin TÜFE’ye Endeksli İlk Kira Sertifikası”, Kuveyt Türk Katılım Bankası, 25 Nisan 2016, (Çevrimiçi), <https://www.kuveytturk.com.tr/hakkimizda/kuveyt-turk-hakkinda/bizden-haberler/kuveyt-turkten-turkiyenin-tufeye-endeksli-ilk-kira-sertifikasi>, 10 Nisan 2020.
- Laeven, Luc: “The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges”, **IMF Working Paper**, WP/14/234, 2014.
- Lahsasna, Ahcene ve Rubi, Ahmed: “Structuring Forward Lease Sukuk In Islamic Capital Market”, **IF Hub**, 4, 2017, pp. 10-15.
- Lashgari, M., ve Kamal, L.: “Comparing GDP Indexed Bonds to Standard Government Bonds”, **Journal of Applied Business and Economics**, Vol. 13(2), 2012, pp. 116-128.
- Lilley A., ve Rogoff, K.: “The Case for Implementing Effective Negative Interest Rate Policy”, **Conference draft for presentation at Strategies For Monetary Policy: A Policy Conference**, The Hoover Institution, Stanford University, 2009, (Çevrimiçi) https://www.hoover.org/sites/default/files/lilley_rogoff_hoover_monetary_conference.pdf , 30 Ocak 2020.
- McKinnon, Ronald, I.: **Money and Capital in Economic Development**, Brookings Institution, Washington D.C., 1973.
- Minsky, Hyman, P.: **Stabilizing An Unstable Economy**, McGraw Hill, New York, 2008.
- Mirakhor A., ve Smolo, E.: “The Global Financial Crisis And Its Implications For The Islamic Financial Industry”, **International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management**, Vol. 3, No. 4, 2010, pp. 372-385.
- Mirakhor, Abbas: “Hopes for the Future of Islamic Finance”, **Presentation to Institute of Islamic Banking and Insurance**, London, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.islamicmortgages.co.uk/index.php?id=282>, 17 Ocak 2020.

- Mohamed, H., “Why do issuers issue Sukuk or conventional bond? Evidence from Malaysian listed firms using partial adjustment models”, **Pacific-Basin Finance Journal**, Volume: 34, 2015, s. 233–252.
- Masih, M., ve Bacha, O.: “Who issues Sukuk and when?: An analysis of the determinants of Islamic bond issuance”, **Review of Financial Economics**, Volume 31, 2016, s.45–55.
- Nagano, Mamoru: “Who issues Sukuk and when?: An analysis of the determinants of Islamic bond issuance”, **Review of Financial Economics**, Volume 31, 2016, s.45–55.
- Naifar, N., M., “Do regional and global uncertainty factors affect differently the conventional bonds and sukuk? New evidence”, **Pacific-Basin Finance Journal**, Volume 41, 2017, s. 65-74.
- Mroua ve S., Bahloul: “Do regional and global uncertainty factors affect differently the conventional bonds and sukuk? New evidence”, **Pacific-Basin Finance Journal**, Volume 41, 2017, s. 65-74.
- Najeeb, S. F., Bacha, O., ve Masih, M.: “Does a Held-to-Maturity Strategy Impede Effective Portfolio Diversification for Islamic Bond (Sukuk) Portfolios? A Multi-Scale Continuous Wavelet Correlation Analysis”, **Emerging Markets Finance and Trade**, Volume 53, 2017, s. 2377-2393.
- Nisar, Shariq: **İslami Hisse Senedi (Sukuk): Giriş ve Uygulama Sukuk Konusunda Son Bilgiler**, Ekonomik Kalkınma ve Değerler, UTESAV, Ankara, 2008.
- Özdemir, Yasemin: “Türkiye’de Yatırım Harcamalarının Gelişimi ve Kamu Yatırım Politikaları”, **Bütçe Dünyası Dergisi**, Cilt 3, Sayı 7, Güz 2007.
- Paltinieri, A., K. “A bibliometric review of Sukuk literature”, **International Review of Economics and Finance**, In Press, <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.04.004> , 2019.
- Hassan, S. Bahoo, ve A. Khan: “A bibliometric review of Sukuk literature”, **International Review of Economics and Finance**, In Press, <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.04.004> , 2019.
- Pıçak, Murat: “Faiz Olgusunun İktisadi Düşünce Tarihindeki Gelişimi”, **Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt 1, Sayı 4, 2012, s.61-92.
- Pigou, A., C.: **The Economics of Welfare**. London: Macmillan, 1920.
- Ramsey, F., P.: “A Mathematical Theory of Saving.” **Economic Journal** 38, 1928, pp. 543–59.

- Rizvi, Syed ve Arshad, Shaista: “Indexing Government Debt to GDP: A Risk Sharing Mechanism for Government Financing in Muslim Countries”, **Islamic Banking and Finance: Essays On Corporate Finance, Efficiency and Product Development**, Bloomsbury Qatar Foundation, 2015, pp. 171-182.
- Ruban, O., Poon, S., ve Vonatsos, K.: “GDP Linked Bonds: Contract Design and Pricing”, **Manchester Business School Working Paper**, UK, 2008.
- Saraç, Mehmet: **Faiz Teorisini Yeniden Düşünmek**, İktisat Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2017.
- S&P: “Islamic Sukuk Come of Age in Infrastructure and Project Finance”, **Standard & Poor’s Ratings Direct**, April 20, 2009.
- Schroder, M., Heinemann, F., Kruse, S., ve Meitner, M.: “GDP Linked Bonds as a Financing Tool For Developing Countries and Emerging Markets”, **Centre for European Economic Research**, Working Paper, September, 2004.
- Seyrek, İsmail ve Mızırak, Zekeriya: “Faiz Teorileri Üzerine Bir İnceleme: Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Temel Dayanağı”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 22, 2009, s. 383-394.
- Shafron, Emily: “Investor tastes: Implications for pricing in the public debt market”, **Journal of Corporate Finance**, Volume 55, 2019, s. 6-27.
- Shaw, Edward, S.: **Financial Deepening in Economic Development**, Oxford University Press, New York, 1973.
- Sheng, A. ve Singh, A.: “Islamic Finance Revisited: Conceptual and Analytical Issues From the Perspective of Conventional Economics”, **Economic Development and Islamic Finance**, Ed. by. Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, World Bank, Washington DC, 2013, pp. 67-92.
- Shiller, Robert, J.: **Macro Markets**, Clarendon Lectures in Economics, Oxford University Press, 1993.
- Shiller, Robert, J.: “Tackling the World Economy”, **Harvard Business Review**, January-February Issue, 2012, (Çevrimiçi),

<https://hbr.org/2012/01/tackling-the-world-economy>, 5 Mart 2020.

- Shiller, Robert, J: “Introduction”, **Sovereign GDP-Linked Bonds: Rationale and Design**, Ed. by. James Benford, Jonathan D. Ostry, and Robert Shiller, CEPR Press, 2018, pp. 5-9.
- SPK: **Kira Sertifikaları Tebliği**, 7/06/2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete, Sermaye Piyasası Kurulu, 2013.
- Stubbington, Tommy: “Negative rates: investors go through looking glass to sub-zero yields”, **Financial Times**, 3 October 2019.
- The World Bank: “Mobilizing Islamic Finance for Infrastructure Public Private Partnerships”, **The World Bank Group Report**, 2017.
- TÜİK: Ulusal Veri Yayımlama Takvimi, **Türkiye İstatistik Kurumu**, (Çevrimiçi), www.tuik.gov.tr, 10 Mart 2020.
- TÜİK: Temel İstatistikler, **Türkiye İstatistik Kurumu**, (Çevrimiçi), www.tuik.gov.tr, 10 Mart 2020.
- Türker, Hülya: “Riske Maruz Değer (Value at Risk) ve Stres Testi: Global Finansal Kriz Sonrası Etkinliklerinin Değerlendirilmesi”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, 2009, (Çevrimiçi)
<https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/1014>, 30 Aralık 2019.
- Ulusoy, Ahmet ve Ela, Mehmet: “Secondary Market of Sukuk: An Overview”, **International Journal of Islamic Economics and Finance Studies**, Vol:4, Issue:2, 2018, s. 17-32.
- Usmani Taqi M.: “**Sukuk and Their Contemporary Applications**”, Port Elizabeth, Mujlisul Ulama of South Africa, 2008.
- Usmani, Taqi M.: “**An Introduction to Islamic Finance**”, Karaçi, Idaratul Ma'arif, 1998.

- Ustaoğlu, M. ve Bayındır, S.: “Faiz Meselesine Giriş”, **Faiz Meselesi: Tarihte Örnek Uygulamalar**, Murat Ustaoğlu ve Ahmet İncekara (Der.), İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2019, s. 1-16.
- Visser, W., ve Macintosh, A.: “A short review of the historical critique of usury”, **Accounting, Business and Financial History**, Volume 8, Number 2, 1998, s. 175-189.
- Watson, T., W.: “Infrastructure Investment: Challenges and Opportunities for Social Security Reserve Funds”, **ISSA**, 2019, (Çevrimiçi), <https://ww1.issa.int/sites/default/files/documents/publications/2-Infrastructure%20investment-258560.pdf>, 4 Mart 2020.
- Wedderburn-Day, A., Roger: “Sovereign SUKUK: Adaptation and Innovation”, **Law and Contemporary Problems**, Volume 73, 2010, s. 325-333.
- West, Jason: “Islamic Finance and the Resources Sector : A Natural Fit for Project Finance”, **Journal of Islamic Economics, Banking and Finance**, Volume 9, No.2, 2013, s. 9-26.
- Williamson, J., ve Mahar, M.: “A Survey of Financial Liberalization”, **Princeton Essays in International Finance**, No. 211, 1998.
- Zaman, Asad ve Zaman, Arshad: “Interest and the Modern Economy”, **The Lahore Journal of Economics**, Vol.6, No.1, 2002, pp.113-127.
- Zolfaghari, Pegah: “An Introduction to Islamic Securities”, **Uppsala Faculty of Law Working Paper 2017:2**, 2017.
- Zulhibri, Muhamed: “A Synthesis of Theoretical and Empirical Research on Sukuk”, **Borsa Istanbul Review**, Volume 15, 2015, s. 237-248.

EKLER

EK-1: 4749 SAYILI KANUNUN 7/A MADDESİ

“Kira sertifikası ihracı

Madde 7/A - (Ek: 13/6/2012-6327/32 md.) (Değişik birinci fıkra: 3/4/2013-6456/2 md.) Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören emtiaya ve bu Kanun kapsamındaki halka açık olmayan kurum ve kuruluşlara ait menkul kıymet ile taşınır ve taşınmazlar ile kullanma, yararlanma, işletme ve sair haklar gibi maddi olmayan varlıklara ilişkin, ilgili kurumların görüşleri alınarak alım, satım, geri alım, kiraya verme, geri kiralama, bedelli veya bedelsiz devir, inşa etmek ve inşa ettirmek ve benzeri işlemleri mevzuatta yer alan şekil kurallarına tabi olmaksızın tesis etmeye ve bu işlemleri aynı usule tabi olarak yapmak üzere 13/1/2011 tarihli ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununun kuruluş, tescil, denetleme, sermaye, tasfiye ve işleyişe ilişkin hükümlerine bağlı olmaksızın özel hukuk tüzel kişiliğini haiz varlık kiralama şirketleri kurmaya veya özel hukuk tüzel kişiliğini haiz varlık kiralama şirketleri kurmak üzere kamu sermayeli kurumları görevlendirmeye Bakan yetkilidir. (Ek cümle:17/1/2019-7161/35 md.) Bu madde kapsamında, sermayesinin tamamı Bakanlığa ait olan varlık kiralama şirketleri kendilerine devredilen varlıkların, kamu yatırım projelerinin finansmanı da dâhil olmak üzere ihraç amacına uygun olarak değerlendirilmesini teminen bu madde kapsamında sayılan varlıkları yüklenici sıfatıyla inşa ettirebilir, alt yükleniciler ile inşa anlaşması yapabilir, bu varlıklara ilişkin imtiyaz haklarını devralabilir, bu varlıkları geliştirebilir, varlıkları yönetici sıfatıyla yönetebilir ve söz konusu varlıkları devralmış oldukları veya diğer kurum ve kuruluşlara devredebilirler. Bakan tarafından kurulmasına karar verilen ve sermayesinin tamamı Hazine Müsteşarlığına ait olan varlık kiralama şirketlerinin ana sözleşmesi ve değişiklikleri Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi’nde yayımlanır. Bu şirketler 2/7/1964 tarihli ve 492 sayılı Harçlar Kanununa bağlı (1) sayılı tarifenin “C) Ticaret Sicili harçları:” başlıklı bölümünde sayılan, ticari işletme rehni dâhil her türlü ticaret sicili harçlarından ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi’nde yapılacak her türlü ilana ilişkin ilan ücretlerinden muaftır. Bu şirketlerin yurt içinde ihraç ettiği kira sertifikalarına ilişkin

şirket ile gerçek ve tüzel kişiler arasındaki ihtilaflarda Ankara Asliye Ticaret Mahkemeleri yetkilidir. Bu şirketler söz konusu taşınır ve taşınmazlar ile maddi olmayan varlıklara dayalı olarak, hasılatı Bakanlığa aktarılmak veya ulusal ve uluslararası borsalar, diğer likit piyasalar ile borsa dışında işlem yapmak üzere yurt içi ve yurt dışı piyasalarda kira sertifikası ihraç edebilir. Bu ihraçlara konu olan varlıklar üzerinde, ihracın vadesi süresince ihraç koşullarına aykırı herhangi bir hukuki işlem tesis edilemez. Bu husus, ilgili taşınmazın tapu kütüğüne şerh edilir. İlgili kurumlar, bu madde kapsamındaki varlık kiralama şirketlerinin bu madde kapsamındaki taşınır ve taşınmazlar ile haklar ve diğer maddi olmayan varlıklarda tasarruf etmesini teminen tapu sicilinde değişiklik dâhil gerekli her türlü işlemleri münhasıran Müsteşarlığın yazılı başvurusu üzerine gerçekleştirirler. Bu fıkra kapsamındaki işlemlere konu olan kamu varlıklarının kullanımıyla ilgili bakım, onarım, işletme, inşaat ve benzeri iş ve işlemler ilgili kurum ve kuruluşlar tarafından yapılır ve buna ilişkin harcamalar kendi bütçelerinden karşılanır. Bu fıkra kapsamındaki kira sertifikaları, 14/1/1970 tarihli ve 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu ve sermaye piyasası mevzuatı bakımından Müsteşarlık tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin olarak ilgili mevzuatta yer alan usul ve esaslara tabidir. Bu sertifikalar, 4/1/2002 tarihli ve 4734 sayılı Kamu İhale Kanununun uygulamasında teminat olarak kabul edilir.

(Ek fıkra: 3/4/2013-6456/2 md.) Bakan tarafından kurulmasına karar verilen ve tamamı Hazine Müsteşarlığına ait olan varlık kiralama şirketlerinin denetimi Hazine Müsteşarlığının denetimi çerçevesinde yapılır. Bu şirketler, 6102 sayılı Kanun, 4/1/1961 tarihli ve 213 sayılı Vergi Usul Kanunu ve ilgili diğer mevzuat uyarınca defter tutma ve diğer yükümlülüklerden muaftır. Bu şirketlere, 18/5/2004 tarihli ve 5174 sayılı Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği ile Odalar ve Borsalar Kanunu, 8/6/1984 tarihli ve 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ve 22/1/1990 tarihli ve 399 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Personel Rejiminin Düzenlenmesi ve 233 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname hükümleri uygulanmaz. Bu madde kapsamında kurulan varlık kiralama şirketlerine ait her türlü taşınmazlar 9/5/2012 tarihli ve 6305 sayılı Afet

Sigortaları Kanunu ile ihdas edilen zorunlu deprem sigortasına tabi değildir. Bu madde kapsamında kurulan varlık kiralama şirketlerine ait mallar ve her çeşit varlıklar, ceza ve takip hukuku başta olmak üzere ilgili diğer mevzuat uygulaması bakımından devlet malı hükümlerine tabidir. Bu madde uyarınca yapılacak kiralama işlemleri, 11/1/2011 tarihli ve 6098 sayılı Türk Borçlar Kanununun kira sözleşmelerine ilişkin hükümlerine tabi değildir ve söz konusu işlemler hakkında bu madde uyarınca taraflar arasında düzenlenecek sözleşme hükümleri uygulanır. Bu maddenin birinci fıkrasındaki iş ve işlemler ile Devlet iç borcu, Devlet dış borcu ve nakit yönetimi kapsamında yapılan iş ve işlemler 8/9/1983 tarihli ve 2886 sayılı Devlet İhale Kanunu ile 4734 sayılı Kamu İhale Kanunu hükümlerine tabi değildir. Bu maddenin uygulanmasına ilişkin usul ve esaslar Bakan tarafından belirlenir.”

ÖZGEÇMİŞ

1983 yılında dünyaya gelen Mehmet Murat ÇOBANOĞLU, ilköğrenimini Elazığ Evren Paşa İlkokulu'nda, orta ve lise öğrenimini ise Elazığ Anadolu Lisesi'nde tamamlamıştır. 2006 senesinde Orta Doğu Teknik Üniversitesi (ODTÜ) İktisat Lisans programından mezun olarak aynı yıl içerisinde Hazine Müsteşarlığı'nın açmış olduğu yarışma sınavını başarıyla geçip Hazine Uzman Yardımcısı kadrosuyla memuriyete intisap etmiştir. 2010 senesinde hazırladığı Uzmanlık Tezi'nin kabulünden sonra Hazine Uzmanı kadrosuna atanmıştır. ÇOBANOĞLU, 2011 yılında ODTÜ İktisat Yüksek Lisans programından mezun olmuştur. 2014-2016 yılları arasında Dünya Bankası'nın Global İslami Finansı Geliştirme Merkezi'nde Finansal Sektör Uzmanı unvanıyla çalışmış ve Dünya Bankası bünyesinde İslami Finans ve kalkınma konularında danışmanlık yapmıştır. 2017 senesinde İşletme Yüksek Lisansı eğitimi için gittiği ABD'de The George Washington University'den 2019 yılında mezun olmuştur. Hazine Müsteşarlığında farklı birimlerde çalışan ÇOBANOĞLU, Cumhurbaşkanlığı Hükümet Sistemine geçişle birlikte kurulan Hazine ve Maliye Bakanlığı bünyesinde Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü'nde çalışmaya devam etmektedir. Yayımlanmış çeşitli Türkçe ve İngilizce konferans bildirileri ve makaleleri bulunmaktadır.