

KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN SUKUK PİYASASINA ETKİSİ¹

Gelişim Tarihi: 25.04.2018

Prof. Dr. Ahmet ULUSOY²

Kabul Tarihi: 27.06.2018

Dr. Öğr. Üyesi Mehmet ELA³

Makale Türü: Diğer

Özet

Küresel sukuk piyasası 2007'nin sonlarında etkisini göstermeye başlayan küresel finansal krize rağmen artan yatırımcı talebinin de katkısıyla oldukça hızlı büyümeye geçmiştir. Ancak sukuk piyasası krizden son derece olumsuz etkilenmiş ve sukuk ihraçları 2008 yılında düşüş göstermiştir.

Bu çalışmanın amacı sukuk ihraçlarındaki düşüşün sadece küresel finansal krizin değil aynı zamanda Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)'nin açıklamalarının da bir sonucu olduğunu vurgulamaktır. Bu açıdan ele alınan çalışma söylemsel bir dil kullanılmış ve elde edilen bulgular çeyreklik tablo ve grafikler ile desteklenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Sukuk, Kriz, AAOIFI, Şeri Tartışmalar, Etki.

Jel Kodları: G15, G23, F34.

EFFECT OF GLOBAL FINANCIAL CRISIS ON SUKUK MARKET

Abstract

By the help of high investor demand, global sukuk market grew very fast until global financial crisis which took effect in late 2007. However, sukuk market was affected negatively by global financial crisis and sukuk issuances showed a decrease in 2008.

The aim of this study is to emphasize that the fall in sukuk issuances is not only a result of the global financial crisis, but also a consequence of the disclosure of the Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). In this study, a discourse language was used and the findings were supported by various tables and graphics.

Keywords: Sukuk, Crisis, AAOIFI, Sharia Debate, Effect.

Jel Codes: G15, G23, F34.

¹ Bu çalışma, 26-28 Ekim 2017'de Kahramanmaraş'ta düzenlenen 3. Uluslararası Sosyal Bilimler Sempozyumu (Asos) sunulan "Global Finansal Krizin Sukuk Piyasasına Etkisi" adlı bildirinin gözden geçirilmiş ve genişletilmiş halidir.

² Beykent Üniversitesi, İktisat Bölümü, ahmetulusoy@beykent.edu.tr

³ Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi, İktisat Bölümü, mehmetela@osmaniye.edu.tr, Sorumlu Yazar.

1. G R

Sukuk piyasası gerek geleneksel yatırımcılar ve gerekse de İslami yatırımcılardan gelen artırı talep nedeni ile 2008 yılına değin hızlı bir büyüme gerçekte tirmi tir. Ancak 2007 yılının sonundan ba lamak üzere etkisini gösteren küresel finansal kriz, yatırımcı güveninde dü ü e, borçlanma piyasasının kurumasına ve borçlanma maliyetlerinin artmasına neden olmu tur. Artan finansal belirsizlik ve borçlanma maliyetleri ile beraber birçok sukuk ihracı ya ertelenmi ya da artan borçlanma maliyetleri ile ihraç edilmek zorunda kalmı tır. Bu açıdan sukuk ihraçları 2008 yılında önemli ölçüde dü mü ve sukuk piyasası bu anlamda krizden olumsuz etkilenmi tir. Ancak birçok çalı manın sukuk ihraçlarındaki dü ü te sadece krizin etkilerine rol vermesine ra men özellikle 2007’de önde gelen İslam alimlerinden biri olan ve AAOIFI İriyat Kurulu Başkanı Sheikh Taqi Usmani’nin piyasadaki sukuklara yönelik ele tirisi ve akabinde 2008’de gelen AAOIFI kurallarının da sukuk piyasasını kısa vadede olumsuz etkiledi ini kabul etmek gerekmektedir. Nitekim 2008 yılında İri tartı malarda yer almayan İjara sukuk oldukça cüzi miktarda dü ü kaydederken ele tirilere maruz kalan ve 2008 yılına değin en çok ihraç edilen sukuk türlerinden olan mudaraba ve mu araka sukuk %80’lere yakın dü ü kaydetmi tir.

Birçok çalı ma krizin sukuk piyasasına etkisine kısa vadeli yakla mı ancak uzun vadeli etkisini göz ardı etmi tir. Çalı mamızda belirtilmi tir ki küresel finansal krizin sukuk piyasasına etkisi uzun vadede pozitif yönde olmu tur. Nitekim daralan kredi ko ulları ve borç verme kabiliyetlerinde azalma nedeniyle ihraççılar gerek ABD ve gerekse de Avrupa bölgesinden kredi bulmakta zorlanmı tır. Krizden daha az etkilenen Körfez Ülkeleri ve Asya bölgesindeki likidite fazlasını fark eden ihraççılar sukuk ihracına yönelmi ve bu anlamda 2008 yılından sonra birçok ülke ilk defa sukuk ihraç ederken birçok finansal kurulu da sukuk piyasasına yönelmi tir.

Sonuç olarak, çalı mamız 3 temel vurgu yapmak üzere olu turulmu tur. Birincisi, küresel finansal kriz sukuk piyasasını olumsuz etkilemi tir. İkincisi sukuk ihraçlarını etkileyen sadece finansal kriz de il aynı zamanda Usmani ve AAOIFI’nin açıklamalarıdır. Üçüncüsü ise krizin sukuk piyasasına etkisi kısa vadede negatif iken uzun vadede pozitif olmu tur. Bu açıdan ele alınan çalı ma 3 bölümden olu maktadır. 1’inci bölümde küresel finansal krizin sukuk piyasasına etkisi genel olarak kısa dönemde ele alınmı tır. 2’nci bölümde Usmani ve AAOIFI’nin açıklamalarının sukuk piyasasına etkisi ara tırılırken 3’üncü bölümde küresel finansal krizin sukuk piyasasına uzun dönem etkisi ara tırılmı tır.

2. KÜRESEL F NANSAL KR Z N SUKUK P YASASINA ETK S

2.1. Yatırımcı Güveninde Azalma

Yatırımcı güveni, yatırıma konu enstrüman ile ilgili riskleri açıklayan bir göstergedir. Bu anlamda, küresel finansal krizle birlikte artan ekonomik belirsizlik ve risk (GIFR, 2010, s.101), sukuk piyasasına da yansıma tır (Ahmad ve Rahim, 2014, s.276). Krizle birlikte yatırımcı güveni dalgalanma ve azalma göstermi , yatırımcılar İslami modeli de içeren sabit getirili piyasadaki (fixed income market) uzakla mı lardır (Ahmad ve Radzi, 2011, s.6). Krizle birlikte yüksek risk ta rıyan piyasalara yatırımcı ilgisi azalmı tır. Örne ğin, yatırımcılar ABD ve Avrupa’daki en riskli piyasalardan hızla kaçmaya ba lamı lardır (Ahmad ve Rahim, 2014, s.276). Ancak krizin etkisi sadece geleneksel piyasalarla sınırlı kalmamı sukuk piyasasına olan yatırımcı güveni de önemli derecede dü ü göstermi ve bu anlamda yatırımcı talebi ve ihraçlarda azalma görülmü tür (IIFM, 2009, s.21; Grewal, 2008, s.6; Reuters, 2008, s.7).

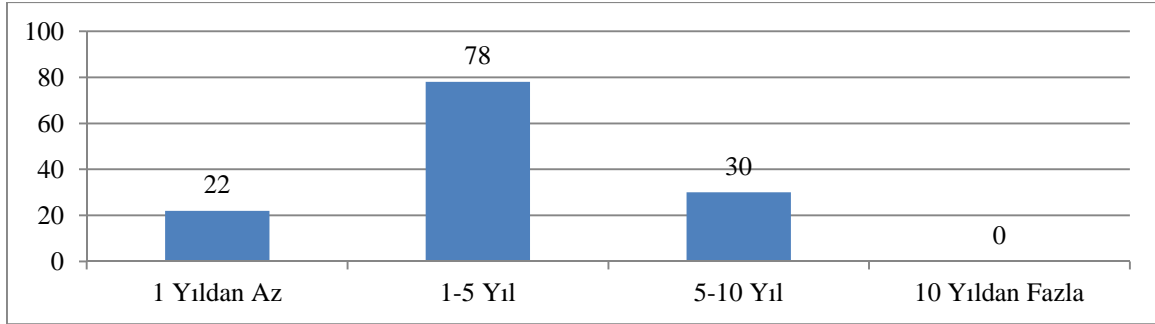
Di er yandan krizin ilerleyen yıllarında, birkaç sukuk temerrüde dü mü ve sukukun yeniden yapılandırılmasında yasal belirsizlikler olu mu tur. Ancak temerrütlerin ardından yeniden yapılandırmalar yapılmı , yasal belirsizlik giderilmi ve piyasaya güven a ılanmı tır

(IIFM, 2013, s.9). Sukuk piyasasında yatırımcı güvenini arttıran bir di er husus ise devlet sukuklarında görülen artı r. Nitekim, krizin ardından artmaya ba layan ve özellikle 2013 ve 2014 yıllarında zirveye ula an devlet sukuku ihraçları ile birlikte yatırımcı güveninde de artı görülmü tür (Al-Amine, 2012, s.67).

2.2. Kısa Vadeli Sukuklara Artan İlgisi

Yatırımcılar kriz ile birlikte daha riskli olan uzun vadeli piyasalardan kaçmaya ba lamı ve kısa vadeli piyasalara yönelmi lerdir (Mazlan, 2014). Bu durumu örneklemek adına Reuters (2009, s.72) tarafından yapılan bir ara tırmaya göre yatırımcılara sukuk vade tercihleri sorulmu tur. Verilen cevaplar Grafik 1’de gösterilmi tir.

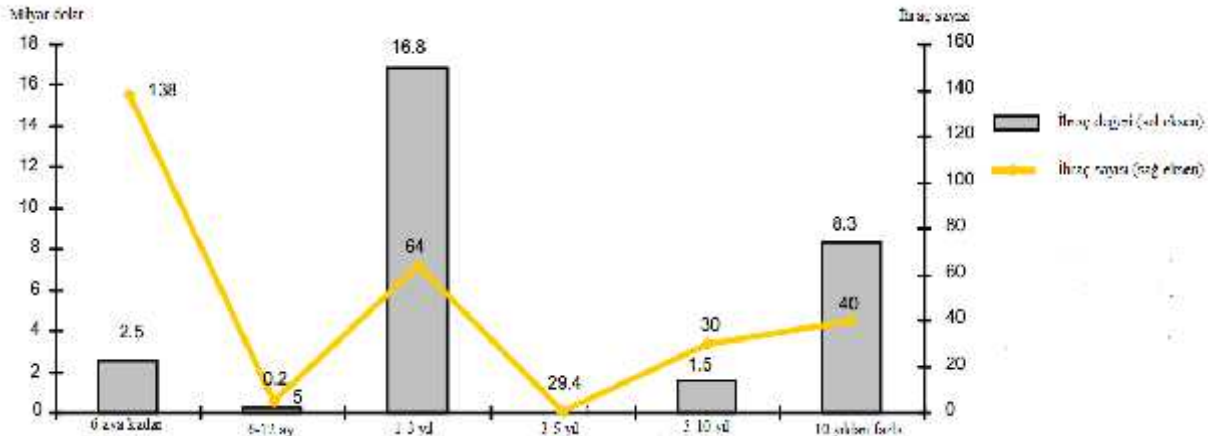
Grafik 1: Yatırımcıların sukuk vade tercihleri (2009, %)



Kaynak: Reuters (2009, s.72).

Grafik 1’de yer alan verilere göre yatırımcıların %22’si 1 yıldan az vadeli sukuklara yatırım yapmak istemektedir. Yatırımcıların %78’i ise 1-5 yıl arasında vadesi olan sukuklara yatırım yapmayı tercih etmektedir. 5-10 yıl arası vadeye sahip olan sukuklara yatırım yapmak isteyen yatırımcıların oranı %30’dur. 10 yıldan fazla vadeye sahip sukuklara ise kimse yatırım yapmak istememektedir. Bu durum göstermektedir ki, yatırımcıların e ilimi daha çok kısa ve orta vadeli sukuklardır. Yatırımcı talebinde görülen kısa vadeli sukuklara yönelik geli im özellikle sukuk ihraç eden devletlerce kar ılanmı tir. Nitekim devletler, kriz ertesinde daha çok kısa vadeli sukuk ihraçları gerçekle tirmi tir (Mazlan, 2014). Krizden sonra azalan uzun vadeli ihraca meyilli olan özel sektör sukukları da azalmı tir (Reuters, 2009, s.114). Sonuç olarak krizle birlikte yatırımcı ve ihraççıların e ilimi daha çok kısa vadeli sukuk türlerine olmu tur. Bu durum a a ıdaki grafikte kendini göstermektedir.

Grafik 2: Sukuk ihraçlarının vadeye göre dağılımı (2008- Haziran 2009)



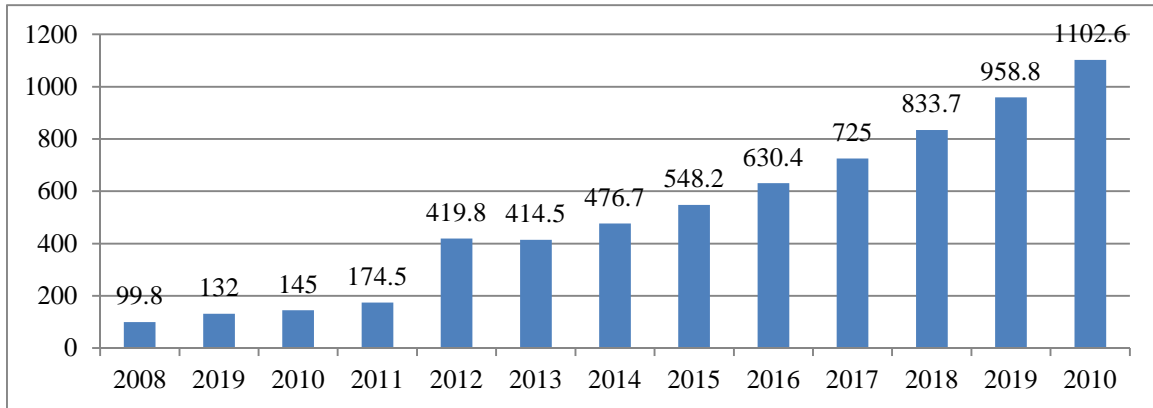
Kaynak: Reuters (2009, s.72).

Grafik 2'ye göre ihraçlar daha çok kısa ve orta vadeli sukuklara yönelmi tir. Nitekim 2008-Haziran 2009 döneminde 6 aya kadar olan sukuk ihraç sayısı 138 iken 1-3 yıl vadeye sahip sukuk ihraç sayısı 64'tür. İhraç sayıları 3 yıldan daha fazla olan sukuk ihraç sayısı ise vadesi 3 yıla kadar olan sukuk ihraç sayılarından oldukça fazladır. Diğer yandan ihraç tutarı açısından bakıldığında en çok ihraç tutarı 1-3 yıl vadeli sukuklardadır. Nitekim 12 aya kadar vadesi olan sukukların toplam ihraç değeri 3 milyar dolar civarında iken 1-3 yıl vadeli sukuk ihraç değeri 16.8 milyar dolardır. 5 yıl ve üzeri vadeye sahip sukuk ihraç değeri ise sadece 9.8 milyar dolardır. Sonuç olarak ihraçlara bakıldığında kriz yıllarında sukuklar daha çok kısa vadeye meyilli olmu tur. Ancak krizi izleyen yıllarda vadeler nispeten uzamaya başlamıştır. Nitekim 10 yıl ve üzeri vadeli sukuk ihracı 2009'da toplam vadelerin %9.5'ini oluştururken bu oran 2013'te %20'lere ulaşmıştır (Alvi, 2015, s.16).

2.3. Yatırımcı Talebinde Düşüş

Krizle birlikte sukuk talebinde de kısa vadede önemli bir düşüş gerçekleşmiştir (Grewal, 2008, s.6; Reuters, 2008, s.7; Shariah Finance Watch, 2010). Krizle birlikte artan belirsizlik sonucunda yatırımcılar bir yandan ödemelerde gecikme olup olmayacağını bilmemekte ve bu nedenle beklemekte iken bir yandan da mevcut yatırımlarından geri ödeme almak için çabalamakta ve bu anlamda yatırım yapmaktan kaçmakta idiler (IIFM, 2009, s.21; Oxford Business Group, 2008, s.80). Tüm bunların sonucunda ise sukuk piyasası için de kaynak sıkıntısı baş göstermiştir (Ahmad ve Rahim, 2014, s.276). Ancak belirtmek gerekir ki İslami bankaların krize karşı nispeten güçlü durumu ve sukuka sadece İslami değil geleneksel yatırımcıların da ilgi göstermesi sonucunda sukuk talebi krizden sert bir biçimde etkilenmemiştir, kriz talebi güçlü kalmıştır (Wigglesworth, 2009). Nitekim Grafik 3'ten kriz sonrasındaki toparlanma açıkça görülebilmektedir. Diğer yandan Citygroup'un tahminine göre Orta Doğu'da sukuk talebi 2010 yılının üçüncü çeyreğinde ancak kriz öncesi seviyesine yükselebilmmiştir (Shariah Finance Watch, 2010).

Grafik 3: Toplam küresel sukuk talebi (Milyar dolar)



Kaynak: Reuters (2015, s. 33).

Grafik 3'e göre sukuk talebi 2008 yılında 99,8 milyar dolarla oldukça düşük seviyededir. 2012 yılına değin sukuk talebi her yıl artışı göstermekle bu artışı nispeten yavaşmıştır. 2012 yılından sonra ise temerrütleri yasal çözüme kavuşturarak yasal belirsizliği gidermiş ve AAOIFI kurallarına uyum sağlamış bir sukuk piyasası görmek mümkündür. Diğer yandan riskli piyasalardan kaçan yatırımcılar, Körfez bölgeleri ve Malezya gibi iki önemli sukuk ihraççısı bölgelerde iyi seyreden büyüme oranları ve borç dinamikleri nedeniyle İslami sermaye piyasalarına akın etmiştir (Ahmad ve Rahim, 2014, s.276). Yeni ihraççıların ortaya çıkması (Birleşik Krallık, Hong Kong gibi) ve sukuka artan ilgi (krizin ardından ün kazanması) sukuk

taleplerini arttırmı tır. Sukuk talebindeki uzun dönem artı , krizin uzun dönem etkileri bölümünde ele alınacaktır.

2.4. hıraç Maliyetlerinde Artı

Küresel finansal krizin etkilerinden birisi de hiç üphesiz artan borçlanma maliyetleri olmu tur (Abbas, 2008; Grewal, 2008, s.6; Ahmad ve Radzi, 2011, s.6). Bu anlamda, yatırımcı güveninde ve talebinde azalma ve küresel finansal piyasaların oynaklı ı nedeniyle sukuk ihraçları daha yüksek borçlanma maliyetine katlanmak zorunda kalmı tır (Reuters, 2008, s.7; KFH, 2010, s.13; GIFR, 2010, s.101). Örne in, Saudi Basic Industry Corporation (SABIC) sukuk ihracına devam etmi ancak Sibor +30-40 baz puan fazla getiri ödemi tır. Benzer eilde, Jebel Ali Free Zone (JAFZ) borçlanmasına kar ı en yüksek maliyeti ödemi tır; Eibor +130 baz puan (Al-Amine, 2012, s.81).

2.5. hıraçlarda Azalma

Küresel finansal kriz, bütün uluslararası ve yerel sermaye piyasalarını etkilemi tir (DIFC, 2009, s.89-90). Bu anlamda, uluslararası finansal sistemle ba içinde olan sukuk da krizden olumsuz anlamda etkilenmi tir (Franklin Templeto Investments, 2013, s.5; Smaoui ve Khawaja, 2016, s.20). Krizle birlikte ba layan likidite darlı ı, yatırımcı güveninde dü ü , ihraç maliyetlerinde artı ve finansal belirsizlikler sukuk piyasasını etkilemi tir. Bunun sonucunda birçok sukuk ihracı ya ertelenmi ya da daha yüksek düzeyden fiyatlanmı tır (Grewal, 2008, s.6; Al-Amine, 2012, s.82; Abbas, 2008). Örne in, Ithmaar Bank'ın 300 milyon dolarlık sukuk ihraç programı ve National Bank of Abu Dhabi'nin 1.7 milyar dolarlık sukuk ihraç programı küresel borç piyasasında artlar iyile inceye denk ertelenmi tir. Tamweel ile birle en Amlak, 260 milyon dolarlık ipote e dayalı sukuk ihracını 2007'nin sonunda ertelemi tir. Dubai Electricity and Water 2.5 milyar dolarlık sukuk ihraç planını ertelemi tir⁴ (Al-Amine, 2012, s.81). Di er yandan küresel kriz nedeniyle dü en petrol fiyatları da sukuk piyasasını önemli ölçüde etkilemi tir (Çizakça, 2011, s.167). Tüm bu geli meler sonucunda ise sukuk ihraçları özellikle 2008 ve 2009 yılında önemli bir dü ü göstermi tir (IFLS, 2010, s.4). Bu da sukukun krizlerin etkisinden ari olmadı ını tüm dünyaya göstermi tir (Ahmad ve Radzi, 2011, s.2; KFH, 2010, s.13; Al-Amine, 2014, s.33). Ancak hemen belirtmek gerekir ki, sukuk piyasası krizden geleneksel tahvil piyasasına göre daha az etkilenmi tir (Al-Amine, 2014, s.33). Nitekim 2008 yılında sukuk piyasası %50 civarında daralırken yapılandırılmı finans⁵ piyasası %80 daralmı tır (Jobst, 2009, s.357).

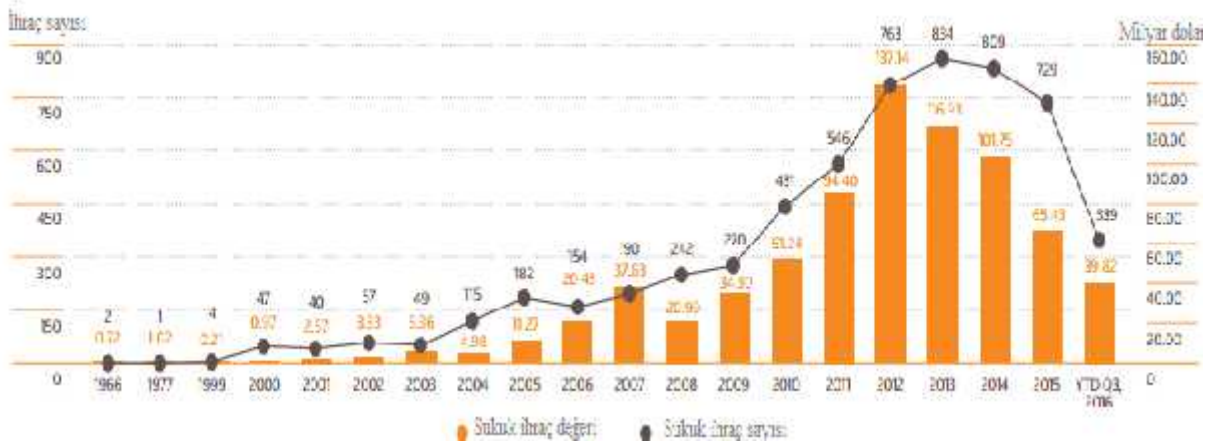
Sukuk ihraçlarını etkileyen unsurlardan birisi de hiç üphesiz kriz süresince görülen sukuk temerrütleridir. Nitekim, Ekim 2008'de East Cameron, Mayıs 2009'da Investment Dar ve Nisan 2010'da Invetsment Group ödemeleri yapmakta temerrüde dü mü tür. Ancak sukuk temerrütleri geleneksel piyasa ile kıyaslandı nda oldukça dü ük sayıdadır (KFH, 2010, s.15-15). Sukuk temerrütlerinin sukuk piyasasını etkilemesi, genel olarak temerrütlerin sayısından ziyade temerrütlerle birlikte gelen yasal belirsizliklerden kaynaklanmaktadır. Nitekim yaygın bir görü e göre sukuk özellikle krizden hemen önceki yıllarda geleneksel tahvile oldukça benzer borç enstrümanları olarak yapılandırılmı ve risk açısından da geleneksel tahville benzer

⁴ Daha fazla örnek için bkz. Grewal (2008, s.6).

⁵ Yapılandırılmı finans; varlıkların havuzlanması ve havuzdaki varlıklardan kaynaklanan nakit akımlarına dayalı alacakların "farklı risk ve getiri özelliklerine sahip birden fazla menkul kıymet ihracı" biçiminde yatırımcılara satılmasına yönelik i lemleri kapsamaktadır. Yapılandırılmı finans mekanizması türev menkul kıymetler yaratılmasına yöneliktir. Yapılandırılmı ürünün de eri kendi dı ndaki olaylar setinden etkilenmektedir. Yapılandırılmı finans; kredi, ipotek kredisi, bono ve hisse senedi gibi klasik finansal varlıkların "de er yaratılması amacıyla" organize/tezhahüstü piyasada gerçekle tirilen gelecek i lemleri, opsiyon ve swaplarla birle tirilmek suretiyle risk ve getiri yapılarının de i tirilmesine dayanmaktadır (Co kun, 2010, s.74).

özellikleri ta imaya ba lamı tır⁶ (Kaminska, 2009; Irfan, 2015; Kamali ve Abdullah, 2014, s.2). Aslen sukuklar ilk olarak piyasaya çıktı nda geleneksel tahvillerden daha güvenli oldukları çünkü dayanak olarak reel varlıklar kullandıkları belirtilmi tir. Ancak son zamanlarda ya anan temerrütlerle birlikte yatırımcılar temerrüt halinde dayanak varlık üzerinde hak sahibi olup olmadıkları konusunda çekinceye dü meye ba lamı lardır (DIFC, 2009, s.91). Di er yandan ihraççılar da bu yasal belirsizliklerden ve sukukun geleneksel tahvili taklit eden yapısından etkilenmi lerdir. Nitekim, önde gelen sukuk sitelerinden Sukuk.me'ye göre Nisan 2009 itibariyle krizin ba langıcından beri sukuk geleneksel tahvilden ayırt edilemez hale geldi inden 15 milyar dolarlık sukuk rafa kaldırılmı tır (ertelenmi tir) (Kaminska, 2009).

Grafik 4: Sukuk ihraç de er ve sayıları (1966- 2016 Ç3)



Kaynak: Reuters (2015, s.27).

Krizle birlikte finansal piyasalarda belirsizlik ve oynaklık, yatırımcı güveninde azalma, ihraç maliyetlerinde artı ve yatırımcı talebinde dü ü sukuk ihraçlarını da etkilemi tir. Nitekim, Grafik 4'e göre küresel sukuk ihraçları 2001'de 2.57 milyar dolardan 2006'da 20,43 milyar dolara ve 2007'de 37,63 milyar dolara yükselmi tir. Yüzde artı olarak bakıldı nda 2005 ve 2006 yılına göre 2006 ve 2007 yıllarında sırasıyla %122,1 ve %84,0 büyüyen sukuk ihraçları 2008 ve 2009 yılında dü ü e geçmi tir (KFH, 2010, s.13). Moody's'in tahminine göre borç piyasasının donması ve borç enstrümanları için yatırımcı i tahının azalması olmasaydı 2008'de 45 milyar dolarlık ihraç gerçekleştirilebilirdi. Bu anlamda küresel finansal krizin etkisi e i görülmemi türdür (GIFR, 2010, s.103). Grafik 4'e göre sukuk ihraçları 2008'de dü erek 20.99 milyar dolara gerilemi tir. 2009'da artan sukuk ihraçları 34.30 milyar dolar ile kriz öncesi seviyenin altında kalmı tır. 2010 yılında artı nı sürdüren ihraçlar gerek sukuk temerrütleri sonucu yeniden yapılandırmada görülen belirsizliklerin giderilmesi ve AAOIFI kurallarının uygulamaya geçirilmesi ve gerekse de hem Müslüman hem de Müslüman olmayan yeni ihraççıların piyasaya girmesi ile önemli bir atılım gerçekleştirilmi tir.

⁶ Özellikle krizden önceki yıllarda ihraç edilen sukuklar varlı a dayalı (asset-backed) olmaktan ziyade varlık temelli (asset based) sukuklar idi. Bu açıdan sukukların büyük ço unlu u varlık temellidir. Bu durumda sukuklar, kredi-risk enstrümanı (yani kredi marjlarını-spread- ve ihraççının kredi derecesini yansıtır) olarak yapılandırılmakta ve temerrütte veya da yatırımcılara anapara geri ödemesinde sukuk yatırımcılarının varlı a ba vurma hakkı yoktur. Yatırımcıların özellikle bu durumu fark etmesi temerrütlerle birlikte olmu tur. Nitekim temerrütler birçok mahkeme hükmünün açıklanmasına neden olmu , belirsiz bir ortam olu mu tur (Mahkeme hükümleri için bkz. Haq ve Miller, 2010, s.13).

Tablo 1: Sukuk ihraçlarının ülkelere göre dağılımı ve yüzdelerdeki değişim (2007-2010)

Ülkeler	Yıllar			Değişim (%)	
	2007	2008	2009	2007-2008	2008-2009
Malezya	13.412,9	5.470,4	13.308,2	-59	143
Birleşik Arap Emirlikleri	10.807,5	5.300,2	3.339,5	-50	-36
Suudi Arabistan	5.716,3	1.873,2	3.118,5	-67	66
Bahreyn	1.065,0	700,4	1.571,5	-34	124
Endonezya	92,8	663,3	1743,4	614	162
Pakistan	524,3	476,2	368,3	-9	-22
Katar	300,0	300,9	0	0,3	-100
Kuveyt	835,0	190,0	0	-77	-100
Brunei	279,3	95,1	392,9	-65	313
Pakistan	504,9	435,9	368,3	-13	-15
Singapur	0	0	98,2	-	-
Gambiya	0	0	24,6	-	-
TOPLAM	34.300	15.464	24.555	-55	58

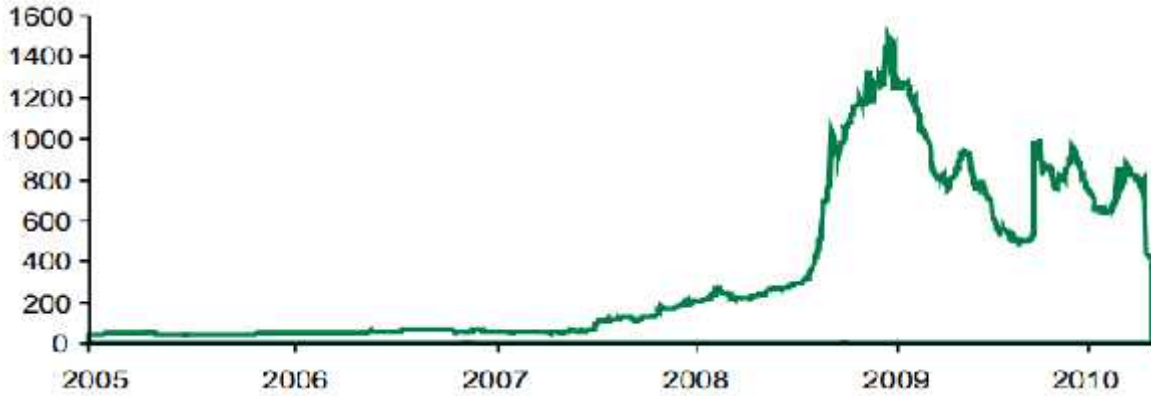
Kaynak: KFH (2010, s.13).

Krizin sukuk ihraçlarına etkisinin ülke bazında gösterimi için Tablo 1 oluşturulmuştur. Tablo 1'e göre 2008'de Endonezya ve Katar hariç tüm ülkelerin sukuk ihraçları azalmıştır. 2008'de yüzde olarak en büyük düşüş %77 ile Kuveyt'ten gelmiştir. Diğer yandan sukuk ihraçları Suudi Arabistan'da %67, Arabi Brunei Darussalam'da %65, Malezya'da %59 ve Birleşik Arap Emirlikleri'nde %50 azalmıştır. İhraç tutarı açısından bakıldığında en hacimli düşüş sırasıyla Malezya, Birleşik Arap Emirlikleri ve Suudi Arabistan'da gerçekleşmiştir. Nitekim Malezya'da 2008'de sukuk ihraçları 2007'ye göre 7942,5 milyar dolar azalma göstermiştir. 2009 yılında ise yine bazı ülkelerde düşüş sürerken bazı ülkelerde artışları gözlemlenmiştir. Bu görüntü Grafik 4'te yer alan 2009 yılı verileriyle de uyumludur.

2.6. Getirilerde Artı

Küresel finansal kriz sukuk getirilerini de önemli ölçüde etkilemiştir. Nitekim getirilerde (Grafik 5'te getiri Libor+spread olarak gösterilmiştir) krizin etkisiyle önemli bir artış gerçekleşmiştir (KFH, 2010, s.13). Getirilerde bu artışın iki temel faktörü vardır: kredi primi (riski) ve likidite primi (riski). İlk olarak, kredi güvencesine sahip uluslararası kuruluşların batmasından dolayı yatırımcılar ihraççının finansal yükümlülüklerini karşılayabilme kabiliyeti ile oldukça ilgilenmeye başlamışlardır. Bu da yatırımcıları daha riskli varlıklara çekmek için daha yüksek kredi riski primine neden olmuştur. Sukukta kredi marjının (spread) derecesi, ihraççının kredibilitesine, iktisadi ile ilgili gerçeklere ve sukuk türüne göre bir ihraççıdan diğerine farklılık göstermektedir. Bazı sukuk türleri çok kötü biçimde etkilenmiştir çünkü ihraççının iktisadi sektör Dubai emlak sektörü gibi sektörlerde bulunabilmektedir. İkinci olarak, kredi piyasasını rahatlatmak için mali ve parasal önlemler alınmakta ise de kriz ve ertesinde likidite alışı ya da azalmıştır. Bu likidite azalışının temel nedeni yatırımcıların tüm piyasayı gölgeleyen negatif duyarlılığıdır. Yatırımcıların elde nakit tutması, paranın dolaşım hızını düşürmüştür bu da piyasadaki likiditenin çekilmesine yol açmıştır. Bu nedenle de likidite risk primleri tüm piyasalarda artmıştır. Ancak bu artış paranın dolaşım hızı ve sirkülasyona göre piyasalar arasında farklılık taşımaktadır. Bu iki risk birleştirilince yüksek getiriler ortaya çıkmıştır (El-Quqa vd., 2009, s.6-7).

Grafik 5: HSBC-DIFX Endeksi (Libor+spread göstergesi) (2005-Haziran 2010)



Kaynak: KFH (2010, s.14).

Küresel finansal krizin getirilere etkisi Grafik 5'ten görülmektedir. Sukuk piyasasında, Libor üzerindeki ek marj⁷ (spread) gösteren HSBC-DIFX endeksi 2007'nin başlarında 58.6 baz puandan 2007'nin sonlarında 174.4 baz puana çıkmıştır. Bir yılda 115.8 baz puanlık artış yükselen küresel krizin yansımalarını göstermektedir. Akabinde endeks daha yukarılara tırmanmış, 2008'de 999.5 baz puana çıkmış ve 2008'in sonunda 1173.9 baz puana ulaşmıştır. 11 Ocak 2009'da sukuk endeksi en yüksek seviye olan 1234.4 baz puana ulaşmıştır. Zirvenin ardından düşüşe geçen endeks, 2009'un sonunda maliye ve para politikalarının krize karşı uygulanması ile artan yatırımcı güveni ve finansal piyasalarda toparlanma ile birlikte 466.6 baz puana gerilemiştir. Bu periyotta sukuk marjları aynı kredi derecesine sahip geleneksel tahvillere göre daha çok artmıştır. 2010 yılında sukuk marjları, 15 Ocak'ta 526 baz puan ve 15 Nisan'da 369 baz puan arasında gidip gelmiştir. 28 Haziran 2010 itibarıyla marjlar (spread) 432.5 baz puana gerilemiştir. Bu da 2007-2008 döneminden daha istikrarlı bir yapıyı göstermektedir (KFH, 2010, s.13).

2.7. Yerel Para Cinsinden Sukuk İhraçlarında Artı

Amerikan doları 2002-2007 döneminde küresel sukuk ihraççıların en çok başvurduğu para birimidir. Ancak küresel finansal krizle birlikte dolar cinsinden sukuk ihracı düşmeye başlamış ve yerel para cinsinden sukuklar artmaya başlamıştır. 2008'de dolar cinsinden sukuk ihracı 1.5 milyar dolar gerçekleşirken, bu rakam toplam sukuk ihraçlarının %10.1'ine denk gelmektedir. 2007'de ise dolar cinsinden sukuk 13.9 milyar dolar iken bu rakam toplam sukuk ihracının %41.2'sine denk gelmektedir. İlave olarak, 2007'de dolar cinsinden sukuk ihraç sayısı 27 iken 2008'de sadece 5 olarak gerçekleşmiştir (El-Quqa vd., 2009, s.5). Diğer yandan yerel para cinsinden sukuk ihraçları 2006'da uluslararası (yabancı para cinsinden) sukuk ihraçlarının 1.5 katı iken bu oran 2009'un ilk çeyreğinde 6.5 kattır (IIFM, 2009, s.24). Bu durumun temel nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Al-Amine, 2012, s.84-85):

- Dolar cinsinden ihraçlarda düşüş, doların krizi izleyen dönemde zayıfladığını göstermektedir. Yani temel nedenlerden bir tanesi doların diğer para birimlerine göre zayıflamasıdır (IIFM, 2009, s.24). Ayrıca ihraççılar Körfez bölgeleri ve Asya'daki likidite havuzlarına ulaşmayı amaçlamaktadır.

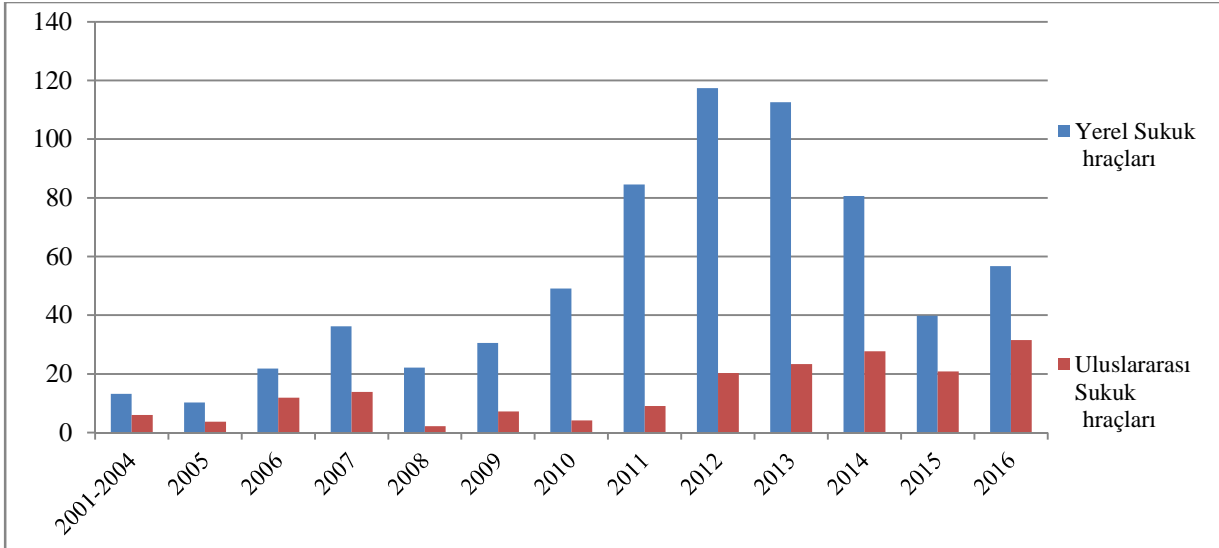
- İkinci faktör küresel finansal krizdir. Krizle birlikte dolar cinsinden ihraç daha maliyetli hale gelmiştir (Wilson, 2010, s.58). Krizle birlikte yatırımcıların ihraççılardan istediği

⁷ LIBOR+spread=Getiri oranını göstermektedir.

kredi primi (veya spread) önemli ölçüde artmış tır. Örneğin DP World 10 yıllık sukuk marjı (spread) kriz baskısında ABD hazine tahvil faizine göre 115 baz puanı yukarıda iken daha sonra 375 baz puanına çıkmış tır. Bu nedenle, artan sayıda kurumsal ve bireysel yatırımcı, zorlu kredi piyasası koşulları ve düşük dolar karşısında kar getirilerini korumak için yerel para cinsinden sukuk aramaya başlamış tır.

- Üçüncü neden bölgelerin para birimlerini dalgalanmaya bırakması (sabit kurdan vazgeçmesi) veya revalüasyona tabi tutması yönündeki sürekli hale gelen spekülasyonlardır. Örneğin, Körfez Ülkeleri'nin 2008'de zayıflayan ve tarihi olarak Körfez Ülkeleri'nde dominant borç ihraç para birimi olan dolara sabitlenen yerel paradan vazgeçip yerel parayı dalgalanmaya bırakması yönündeki spekülasyon çıkmış tır. Sonuçta Körfez bölgesi daha çok Suudi riyali, veya Birleşik Arap Emirlikleri dirhemi ile sukuk ihraç etmeye başlamış tır. Bu trend Asya'da da görülmüş ve Malezya ringitine dönüşümü olmuştur. Pakistan ve Endonezya rupisi en çok tercih edilen para birimleri olmaya başlamışlardır. (GIFR, 2010, s.102). Bu da demek oluyor ki, yatırımcılar dolar cinsinden tahvil almaya ilgi göstermemekte ve onun yerine yerel para birimini tercih etmektedir.

Grafik 6: Yerel ve uluslararası sukuk ihraçları (Milyar dolar)



Kaynak: IIFM (2017, s. 5-6).

Grafik 6'dan görüldüğü üzere özellikle 2008 yılında uluslararası (yabancı para cinsinden) sukuk ihraçları oldukça düşük seviyelere gerilemiştir. Nitekim 2007 yılında 13,859 milyar dolar olan uluslararası sukuk ihraçları 2008'de 2.210 milyar dolara düşmüştür. 2008'de gerçekleştirilen en büyük uluslararası sukuk ihracının 4'ü Körfez Ülkeleri'nden gelirken sadece bir devlet yabancı para (dolar) cinsinden sukuk ihraç etmiştir (El-Quqa vd., 2009, s.5). 2010 yılına kadar dalgalı bir seyir izleyen uluslararası sukuk ihraçları 2012 yılından itibaren artı göstermeye başlamıştır. Benzer şekilde yerel sukuk ihraçları da 2008'de düşmesine rağmen bu yıldan itibaren istikrarlı şekilde artarak büyümesini sürdürmüştür. Grafik 6'dan yerel sukuk ihraçlarının özellikle 2008-2014 döneminde piyasaya hakim olduğu gözle çarpılmaktadır.

2.8. Devlet Sukukları Talebi ve Hracında Artı

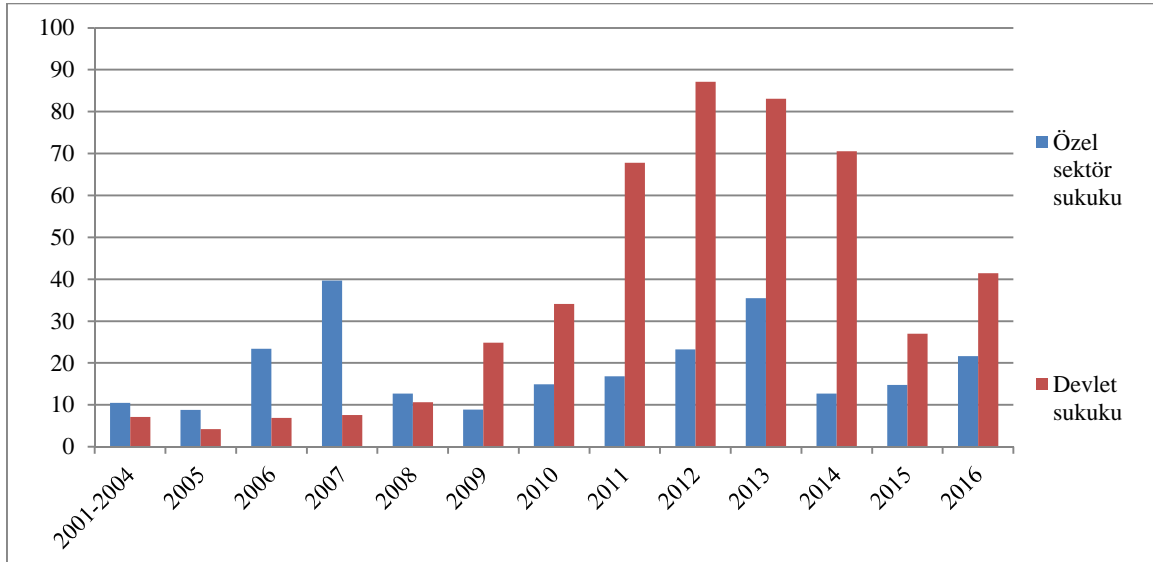
Yine kriz yıllarında sukuk temerrütlerinin görülmesi açık ya da örtük devlet garantisi bulunmayan sukuklar, özel sektör sukuku olarak değerlendirilmeye başlamıştır. Yani özel sektör sukuku güven vermemeye başlamıştır. Buna karşın yatırım ve getiri üzerinde açık ya da

örtük devlet garantisi bulunan ve bu açıdan daha güvenli görülen devlet sukuklarına olan talep kriz yıllarında artmıştır (IIFM, 2009, s.26; Ahmad vd., 2014, s.49).

Özel sektör ihraççısının sukuk piyasasına girmesi uygun borçlanma fiyatına ve sermaye piyasalarının güçlülüğüne bağlıdır. Bu iki faktör de 2008’de bulunmamaktadır. Bu da birçok ihraççıyı sukuk ihraçlarını ertelemeye ve kredi ve piyasa koşullarının iyileşmesini beklemeye sevk etmiştir (GIFR, 2010, s.105). Diğer yandan kredi sıkı iktisadi krizinde dolayı şirketler, sukuk pazarında ihraç yapmak konusunda daha dikkatli ve isteksiz davranmıştır (IIFM, 2009, s.26). Krizin ardından Dubai konut sektöründe yaşanan sorunlar da yine özel sektör sukuk ihraçlarını olumsuz etkilemiştir (Moini, 2011, s.49).

Krizin başlangıcında sonra kuruyan likidite kaynaklarının yerini doldurmak ve sermaye ihtiyatlarını kuvvetlendirmek isteyen (Kuo, 2011, s.68) ihraççılar finansman kaynaklarında çeşitlendirmenin önemini kavramış ve sukuk piyasası gibi alternatif piyasalara odaklanmışlardır (Moody’s Investors Service, 2009, s.15). Bu durumun bir diğer nedeni ise krizden daha az etkilenen Körfez Ülkeleri ve Asya gibi bölgelerde likidite fazlası bulunmasıdır (Reuters, 2012). Bu anlamda krizin ortasında birçok Müslüman ülke (örneğin 2009’da Endonezya) ilk devlet sukuk ihraçlarını gerçekleştirirken, krizden sonra Birleşik Krallık, Fransa, Lüksemburg, Avustralya, Hong Kong, Japonya ve Singapur gibi Müslüman olmayan ülkeler, kendi finansal piyasalarına alternatif olarak islami finansal enstrümanlar ihraç etmenin yollarını aramaya başlamışlardır (Elian, 2015, s.14). Alternatif fon kaynağı arayışının yanı sıra krizin etkileri ülkelerin borçlanma gereğini de artırmıştır. Nitekim krizle birlikte düzenli büyüme oranları, belirsiz kredi ve sermaye piyasası koşulları ve iktisadi devletler kriz ortamında düzenli petrol ve doğal kaynak gelirleri yanında düzenli vergi gelirlerini de tazmin etmek amacıyla sukuk ihraç etmeye başlamışlardır (GIFR, 2010, s.105). Tüm bu gelişmelerden sonra ise özellikle kısa vadeli olmak üzere devlet sukukları ihracında önemli bir artış olmuştur.

Grafik 7: Özel sektör ve devlet sukuk ihraçları (Milyar dolar)



Kaynak: IIFM (2017, s. 13).

Grafik 7’ye bakıldığında 2007 yılında 39,702 milyar dolar olan özel sektör sukuk ihraçlarının 2008 yılında hızlı bir düşüşle 12,694 milyar dolara gerilediği görülmektedir. Bu durumun tersine devlet sukuk ihraçları 2007’de 7,585 milyardan 2008’de 10,637 milyar dolara yükselmiştir. Diğer yandan 2009 yılında düşmeye devam eden özel sektör sukuk ihracı bu yıldan itibaren 2014 yılına değin istikrarlı bir şekilde artış göstermiştir. Devlet sukukları ise

finansal krizden daha az etkilenmi ve 2012 yılına de in istikrarlı artı nı sürdürmü tür. Devletlerin bu dönemde ihraç ettikleri sukukların büyük bölümü ise kısa vadeli olarak gerçekte mi tir (Mazlan, 2014).

3. AAOIFI AÇIKLAMASININ SUKUK P YASASINA ETKİSİ

Küresel sukuk ihraçlarının 2008’de önemli ölçüde dümesi birçok çalışmaları tarafından küresel finansal krize atfedilmiştir (Prawobo ve Sofjan, 2016; Franklin Templeton Investments, 2013, s.5; Çizakça, 2011, s.167; Smaoui ve Khawaja, 2016, s.20; IFLS, 2010, s.4). Hatta krizin sukuk piyasasını negatif yönde etkilediği yönündeki görüşler ekonometrik bulgularla da desteklenmiştir (Said ve Grassa, 2013). Ancak unutulmamalıdır ki küresel finansal krizin yanında AAOIFI’nin sukuk yapılarının etiyatına uygunluğunu sorgulayan açıklaması ve yeni kuralları da sukuk piyasasını olumsuz etkilemiştir (Ravalia, 2008, s.23; Oxford Business Group, 2009, s. 83; Salah, 2009, s.143; Maurer, 2010, s.34; Askari vd, 2010, s.188; Wedderburn-Day, 2010, s.331). Nitekim 2008 yılında hemen etkisini gösteren etiyat tartışmaları temerrütlerle birlikte etkisini sürdürmü ve yatırımcıların daha fazla dikkatini çekmeye başlamıştır (Manjoo, 2014, s.17). AAOIFI’nin açıklamasının sukuk piyasasındaki yavaşlamaya ne oranda etki ettiğini ölçmek oldukça zor olmasına rağmen (DIFC, 2009, s.90), Ahmad, Asutay ve Wilson (2014, s.12)’ye göre sukuk ihraçlarındaki azalan Usmani ve AAOIFI’nin açıklamalarından ziyade daha çok finansal krizin bir sonucudur.

Kasım 2007’de önce gelen İslam alimlerinden biri olan ve AAOIFI etiyat Kurulu başkanlığına Sheikh Taqi Usmani’nin açıklaması piyasadaki sukukların %85’inin etiyat kurallarına uymadığı yönündedir. Çünkü yatırımcılar vadede sermayelerinin nominal değerini istemektedirler ve piyasa riskinden kaçınmak istemektedirler. Usmani’ye göre mudaraba ve muaraka sukukta yatırımcıların vadede aldığı tutar varlığının nominal değerini de il piyasa değerini yansıtmalıdır (Wilson, 2010, s.59). Usmani’nin açıklamasının hemen ardından AAOIFI 13 ve 14 Nisan 2008’de toplantılar yapmış ve ardından AAOIFI sukukun belirli özellikleri ile ilgili 6 adet kuralı içeren açıklamalar yapmıştır. Bunlar; Sukuk ticaretinin yapılabilirliği; sukuk yöneticisinin sorumluluğu; rezerv hesabının oluşturulmasına izin verilebilirlik; muaraka, mudaraba ve wakala sukuk yapıları altında varlıkların nominal değerinden de il net değerinden alınması gerektirilmesi ve etiyat alimlerinin görevinin sadece fetva yayınlamakla sınırlı olmadığı konuları ile ilgilidir. AAOIFI açıklamasında, AAOIFI’ye göre muaraka, mudaraba ve wakala sukukları kar-zarar paylaşımı ortaklıklarıdır ve hisse senedine benzemektedir ve bu nedenle yönetici ortak, mudarib veya yatırım ajanından varlıkları sukukun itibari (nominal) değeri (artı ortaya çıkan ve ödenmeyen karlar) üzerinden satın alma taahhüdü almaları etiyatına uygun değildir. Bununla anlatılmak istenen, böyle bir satın alma taahhüdü yatırımcı getirisinin garanti edilmesi anlamına gelmekte ve etiyat açısından gerekli olan risk paylaşımı faktörünü içermemektedir. AAOIFI’ye göre bu varlıkların vadede satın alımı sukukun nominal değerine göre değil de varlıkların piyasa değeri üzerinden olmalıdır. AAOIFI açıklaması ile birlikte muaraka, mudaraba ve wakala sukuk yapıları AAOIFI açıklamasına göre yeniden değerlendirilmeli ve gözden geçirilmelidir (DIFC, 2009, s.90-91). AAOIFI’nin satın alma garantisi verilmemesi yönünde önerisi üzerine ihraççılar sukuklarını nasıl yapılandıracakları konusunda düşünmeye başlamışlardır. Bunun sonucunda ise ihraçlarda gecikmeler olmaya başlamıştır ve bu da piyasayı yavaşlatmıştır (Oxford Business Group, 2009, s.83).

Tablo 2: Sukuk türleri ihraç tutarları ve yıllık de i im (%) (2007-2008)

Sukuk Türleri	2007	2008	Yıllık Yüzde De i im
İjara	7.590,4	7.176,3	-5,5
Mudaraba	7.266,3	2.278,4	-68,6
Mu araka	12.430,7	2.105,4	-83,1
stithmar	2.133,1	1.399,9	-34,4
Murabaha	512,3	816,0	59,3

Kaynak: El-Quqa vd. (2009, s.4).

Tablo 2'ye göre sukuk türlerinde 2008 yılında 2007'ye göre en büyük ihraç dü ü ü mu araka ve mudaraba sukukta görülmü tür. 2008 yılında mu araka ve mudaraba sukuktaki dü ü sırasıyla %83,1 ve %68,6 dü ü kaydedilmi tir. İjara sukuk AAOIFI'nın açıklamasından ve eri meselelerden etkilenmemi tir (Ravalia, 2008, s.23). Nitekim İjara sukuk 2008 yılında sadece % 5.5'lik küçülme ya amı tir. Nitekim AAOIFI'nın önerilerini dikkate almaya ba layan ihraççılar İjara sukuka yönelmi ler ve bu sayede İjara en popüler sukuk olmaya ba lamı tir (DIFC, 2009, s.90; Oxford Business Group, 2009, s.83). Krizden fazla etkilenmeyen bir di er sukuk türü ise murabaha sukuk olmu tur. Murabaha sukuk 2008 yılında bir önceki yıla göre %59,3'lük artı göstermi tir. stithmar sukuk ise % 34.4'lük küçülme göstermi tir.

4. KRİZİN SUKUK PİYASASINA UZUN VADELİ ETKİSİ : ARTAN SUKUK İHRAÇLARI

Krizin sukuk piyasasına uzun vadeli etkisi pozitif yönde olmu tur. Nitekim gerek özel sektör, gerek finansal sektör ve gerekse de kamu sektörü krizin akabinde sukuk ihraçlarını arttırmaya ba lamı lardır. Bu durumun temel nedeni hiç üphesiz özellikle Batı Ülkeleri ve ABD borçlanma piyasasında var olan zorlu ko ullar ve gücünü kaybeden bankalardır (Pasha, 2011; Reuters, 2012).

Özellikle finansal kuruluş lar kriz ertesinde sukuka büyük ilgi göstermi lerdir. Di er yandan, uzun vadede ba lı oldukları fon piyasasında zorlu ko ullarla kar ıla an büyük Batı bankaları da yüzünü sukuk piyasasına dönmü tür. HSBC Mayıs 2011'de 500 milyon dolarlık sukuk ihraç etmi ve Goldman Sachs Ekim 2011'de 2 milyar dolarlık sukuk programı açıklamı tir. Ayrıca Fransa Bankası Credit Agricole de 2011'de ilerleyen zamanlarda sukuk ihraç edebilece ini veya sukuk programı açıklayaca ını beyan etmi tir (Pasha, 2011).

Sukuk, küresel krizden sonra temel ihraççılar olan Malezya, Endonezya ve Körfez Ülkeleri'nden öte di er ülke ve bölgelere de kabul görmeye ba lamı tir. Moody's'e göre, Avrupa bankaları genellikle dı bölgelere ve özellikle altyapı yatırımlarına krizden önce borç vermekte, yatırım yapmakta idi. Ancak krizle birlikte Avrupa bankaları, yerel ekonomileri gücünü kaybetti inden ve artan sermaye gereksiniminden dolayı ülke dı ı borç verme faaliyetlerini azaltmı lardır. Bu nedenle, Orta Do u ve Asya'daki ülkeler, daralan uluslararası fonlara ula ma imkânı nedeniyle altyapı projelerini finanse etmek için yerel yatırımcılarına yönelmi lerdir. (Reuters, 2012). Nitekim Türkiye de krize kar ı önlem olarak sukuk ihraç eden ülkeler arasında yer almaktadır. 2008 yılında üst düzey yetkililer Körfez ülkelerine fon kaynaklarını de erlendirmek için gittiklerinde varlı a dayalı menkul kıymet ihracı (sukuk icara) konusunun da cazip ortak yatırım imkanları arasında yer aldı ını ifade etmi lerdir. Ayrıca Hazine'den Sorumlu Devlet Bakanı Mehmet im ek (2007-2009 döneminde Hazine'den sorumlu devlet bakanıdır) de krize kar ı alınacak önlemleri açıklarken, "Körfez ülkeleri yatırımcılarının talep etti i senet, sertifika ve benzeri finansman araçları çıkarılacak" demi tir (Milliyet, 2008). Benzer ifadeler özel sektörden de gelmi tir. Emirates Airline ba kanı Tim Clark, Kasım 2012'de aslında Avrupa bankalarından fon bulmayı istediklerini ancak bunun o an için zor oldu unu belirtmi tir. Di er yandan Clark, slami finans alternatifine sahip

olduklarını sözlerine eklemiştir (Mubasher, 2012). Sonuç olarak küresel finansal kriz sonucunda daralan krediler sukuk ihraçlarını uzun vadede pozitif yönde etkilemiştir.

5. SONUÇ

Küresel sukuk piyasası yükselişe geçtiği 2002 yılından sonra güçlü yatırımcı talebinin de katkısıyla 2008 yılına değin oldukça hızlı bir artış periyodu gerçekleşmiştir. Ancak 2007 yılının sonlarında etkisini göstermeye başlayan küresel finansal kriz sukuk piyasasını son derece olumsuz etkilemiştir. Nitekim özellikle kriz döneminde yatırımcı güveni azalmış, yatırımcı talebi düşmüş, borçlanma maliyetleri artmıştır. Tüm bunların sonucunda sukuk ihraçları 2008 yılında düşüş göstermiş, artan riskle birlikte sukuk getirileri yükselmiş, kısa ve orta vadeli sukuka ilgi artmış, devlet sukukları ihraçlarında artış görülmüş ve yabancı para cinsinden (özellikle dolar bazlı) sukuk ihraçlarında azalma görülmüştür.

Küresel sukuk piyasası bir yandan küresel finansal krizin negatif etkileri ile baş etmeye çalışırken bir yandan da 2007'de önde gelen İslam alimlerinden biri olan ve AAOIFI Eriyat Kurulu Başkanı Sheikh Taqi Usmani'nin piyasadaki sukuklara yönelik eleştirisi ve akabinde 2008'de gelen AAOIFI kurallarının etkisiyle baş etmekte zorunda kalmıştır. Bu anlamda sadece kriz değil aynı zamanda AAOIFI'nin açıklamaları da sukuk piyasasını olumsuz etkilemiştir. AAOIFI muaraka ve mudaraba sukukunun varlık geri alım garantisini eleştirmiş ve bu tür sukukların ihracını olumsuz etkilemiştir. Nitekim 2007 yılında muaraka ve mudaraba sukuk önde gelen sukuk türleri iken 2008'de %80'lere yakın düşüş göstermişlerdir. Eriyat malardan etkilenmeyen ijarah sukuk ise bu sürecin sonunda başlıca ihraç edilen ve en popüler sukuk türü haline gelmiştir.

Küresel finansal krizin sukuk piyasasına etkisi kısa dönemde negatif olmakla birlikte uzun dönemdeki etkisi pozitif yönde olmuştur. Öyle ki krizle beraber zayıflayan ABD ve Avrupa bankaları kredi vermekte güçlük çekmiş ve kredi bulmakta zorlanan kurum ve kuruluşlar Körfez Ülkeleri ve Asya Bölgesi'ndeki likidite fazlasına yönelmişlerdir.

Sonuç olarak sukuk piyasası sadece krizden değil aynı zamanda AAOIFI'nin başlattığı Eriyat malardan da etkilenmiştir. Öte yandan krizin sukuk piyasasına etkisi kısa dönemde negatif görünümde iken uzun dönemde pozitif gerçekleşmiştir.

KAYNAKÇA

- Abbas, M. (2008). *Credit crunch hits Gulf Islamic bond sales*. Erişim Tarihi: 01.01.2017. <http://www.arabianbusiness.com/credit-crunch-hits-gulf-islamic-bond-sales-49388.html>
- Ahmad, A., Zaheer, M., Masood, S. and Usman, S. (2014). Infrastructure projects financing. An alternative to debt financing. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, 15(5), 48-52.
- Ahmad, N. and Rahim, S. A. (2014). *CAAR estimations by sectors of sukuk issuance*. International Conference on Economics, Education and Humanities (ICEEH'14) sempozyumunda sunulan bildiri, Bali (Endonezya). Erişim adresi: <https://tr.scribd.com/document/269718546/CAAR-Estimations-by-Sectors-of-Sukuk-Issuance>
- Ahmad, W. and Radzi, R. M. (2011). Sustainability of sukuk and conventional bond during financial crisis: Malaysian capital market. *Global Economy and Finance Journal*, 4(2), 1-14.

- Ahmed, H., Asutay, M. and Wilson, R. (2014). Reflecting on Islamic Banking and Financial Crisis: Risks, Reputation and Stability. H. Ahmed, M. Asutay and R. Wilson (Ed.), *Islamic Banking and Financial Crisis. Reputation, Stability and Risk* içinde (s. 1-21). Edinburgh: Edinburgh University Press.
- Al-Amine, M. A. M. (2012). *Global Sukuk and Islamic Securitization Market. Financial Engineering and Product Innovation*. Netherlands: Brill NV.
- Al-Amine, M. A. M. (2014). Unresolved Shari'ah Issues in Sukuk Structuring. M. H. Kamali and A. K. Abdullah (Ed.), *Islamic Finance. Issues in Sukuk and Proposals for Reform* içinde (s. 29-57). United Kingdom: International Institute of Advanced Islamic Studies and the Islamic Foundation.
- Alvi, I. A. (2015). *Global sukuk market trends & findings from IIFM sukuk report 4th edition*. IIFM Industry Seminar on Islamic Financial Markets Pre-Conference Day, 6th Annual WIBC Asia Summit 2015 sempozyumunda sunulan bildiri, Pan Pacific Hotel, Singapur. Erişim adresi: <http://www.iifm.net/sites/default/files/session-files/Global%20Sukuk%20Market%20Trends%20by%20Mr.%20Ijlal%20Ahmed%20Alvi.pdf>
- Askari, H., Iqbal, Z., Krichene, N. and Mirakhor, A. (2010). *The Stability of Islamic Finance. Creating a Resilient Financial Environment for a Secure Future*. Singapore: Wiley.
- Coşkun, Yener (2010). Yapılandırılmış finans ve küresel finansal kriz. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 47(545), 73-82.
- Çizakça, Murat (2011). *Islamic Capitalism and Finance. Origins, Evaluation and the Future*. UK:Edward Elgar.
- DIFC (2009). *Dubai international financial centre sukuk guidebook*. Erişim Tarihi: 10.07.2015.<http://www.cibafi.org/ControlPanel/Documents/Laws/Dubai%20International%20Financial%20Centre%20Sukuk%20Guidebook%20UAE.pdf>
- Elian, M. (2015). Why the US should accommodate sukuk: And how accommodating sukuk will protect and benefit the American financial system. *Minnesota Journal of International Law.*, 24(1), 1-38.
- El-Quqa, O., Hasan, F., Alsahli, K. and Ahmed, N. (2009). *Sukuk market- down but not out*. Erişim Tarihi: 01.07.2017. <http://www.kantakji.com/media/7746/f145.pdf>
- Franklin Templeton Investments (2013). *The sukuk market comes of age*. Erişim Tarihi: 01.08.2017. <http://www.franklintempleton.com.hk/downloadsServlet?docid=hfc2r4zj>
- GIFR (2010). *Global Islamic finance report 2010*. Erişim Tarihi: 10.07.2017. http://www.gifr.net/gifr2010/contents/ch_10.pdf
- Grewal, B. K. (2008). *Global economic & investment outlook: "confronting the challenges & unlocking the opportunities"*. Erişim Tarihi: 10.07.2017. <http://www.assaif.org>
- IIFM (2010). *Islamic finance 2010. IIFM research in partnership with UK trade & investment*. Erişim Tarihi: 11.07.2017. <http://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/islamic/downloads/ifsl-research.pdf>
- IIFM (2009). *Sukuk report 1st edition. A comprehensive study of the international sukuk market*. Erişim Tarihi: 12.07.2017. <http://www.kantakji.com/media/7465/c9.pdf>
- IIFM (2013). *Sukuk report 3rd edition. A comprehensive study of the international sukuk market*. Erişim Tarihi: 12.07.2017. <http://www.iifm.net/market-research>

- IIFM (2017). *Sukuk report 6th edition. A comprehensive study of the international sukuk market*. Eri im Tarihi: 12.07.2017. <http://www.iifm.net/market-research>
- Irfan, H. (2015). *Heaven's Bankers: Inside the Hidden World of Islamic Finance*. United States: Overlook Press:
- Jobst, A. A. (2009). Islamic securitisation: An ethical remedy to incentive problems? *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 2(3/4), 348-365.
- Kamali, M. H. and Abdullah, A. K. (2014). Introduction. M. H. Kamali and A. K. Abdullah (Ed.), *Islamic Finance. Issues in Sukuk and Proposals for Reform* içinde (s. 1-10). United Kingdom: International Institute of Advanced Islamic Studies and the Islamic Foundation.
- Kaminska, I. (2009). *The issue of shariah compliance and the Nakheel sukuk*. Eri im Tarihi: 15.07.2017. <https://ftalphaville.ft.com/2009/11/30/85956/the-issue-of-shariah-compliance-and-the-nakheel-sukuk/>
- KFH (2010). *Sukuk "Back on track"*. Eri im Tarihi: 18.07.2017. <http://askprof.mifc.com/index.php?ch=151&pg=735&ac=582&bb=file1>
- Kuo, M. A. (2011). The global impact of Islamic finance in Asia: Identity, innovation, institutions. *Journal of the International Relations and Affairs Group (JIRAG)*, 1(1), 46-74.
- Manjoo, F. A. (2014). The 'Ping Pong' of the Asset-Backed/Asset-Based Sukuk Debate and the Way Forward. M. H. Kamali and A. K. Abdullah (Ed.), *Islamic Finance. Issues in Sukuk and Proposals for Reform* içinde (s. 11-29). United Kingdom: International Institute of Advanced Islamic Studies and the Islamic Foundation.
- Maurer, B. (2010). Form versus substance: AAOIFI projects and Islamic fundamentals in the case of sukuk. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 1(1), 32-41.
- Mazlan, N. (2014). *Aftermath of the 2009 global financial crisis*. Eri im Tarihi: 12.07.2017. <http://www.inceif.org/research-bulletin/aftermath-2009-global-financial-crisis/>
- Milliyet (10 Aralık 2008). *Körfez'de fon avı*. Eri im Tarihi: 03.08.2017. <http://www.milliyet.com.tr/korfez-de-fon-avi-ekonomi-1026779/>
- Moini, Y. (2011). Comparisons and Differences between Sukuk and Conventional Products. R. Ali (Ed.), *Sukuk and Islamic Capital Markets* içinde (s. 35-49). UK:Globe Law and Business.
- Moody's Investors Service (2009). *Post-crisis surge in sukuk issuances: Overview and trend analysis (final part)*. Eri im Tarihi: 12.07.2017. http://www.cwealthadvisors.com.my/upload/Islamic_Finance_News_Meet_The_Head_27Nov09.pdf
- Mubasher (2012). *GCC: Financing on faith: The rise of Islamic finance*. Eri im Tarihi: 15.07.2017. <https://english.mubasher.info/news/2039814/GCC-Financing-on-faith-The-rise-of-Islamic-finance>
- Oxford Business Group (2008). *The report: Saudi Arabia 2008*. Eri im Tarihi: 13.07.2017. <https://books.google.com.tr/books>
- Oxford Business Group (2009). *The report: Abu Dhabi 2009*. Eri im Tarihi: 13.07.2017. <https://books.google.com.tr/books>

- Pasha, S. (2011). *Western debt crisis spurs growth of Islamic finance*. Eri im Tarihi: 11.07.2017. <http://www.reuters.com/article/us-finance-islamic-idUSTRE7AT1DS20111130>
- Prabowo, H. S. and Sofjan, H. (2016). *The subprime mortgage crisis: Islamic economics perspective*. Eri im Tarihi: 08.07.2017. <https://dosen.perbanas.id/the-subprime-mortgage-crisis-islamic-economics-perspective-by-hayu-susilo-prabowo-and-hidajat-sofjan/>
- Ravalia, Ali (2008). *Sukuk market at a crossroad. IFN market report*. Eri im Tarihi: 19.07.2017. <http://islamicfinancenews.com/sites/default/files/newsletters/v5i27.pdf>
- Reuters (2008). *Islamic finance. A safe haven in uncertain times?* Eri im Tarihi: 16.07.2017. http://online.thomsonreuters.com/assets/downloads/islamicrep_a4_brochure.pdf
- Reuters (2009). *Collaborative sukuk report*. Eri im Tarihi: 12.07.2017. <http://www.zawya.com/sukuk/report/>
- Reuters (2012). *Text-S&P says global crisis has boosted growth in the sukuk market*. Eri im Tarihi: 21.07.2017. <http://uk.reuters.com/article/idUKWLA293520120215>
- Reuters (2015). *Sukuk perceptions & forecast study 2017 poised for growth*. Eri im Tarihi: 01.07.2017. <https://ceif.iba.edu.pk/pdf/ThomsonReutersSukukPerceptionsForecastStudy2017.pdf>
- Said, A. and Grassa, R. (2013). The determinants of sukuk market development: Does macroeconomic factors influence the construction of certain structure of sukuk? *Journal of Applied Finance & Banking*, 3(5), 251-267.
- Salah, I. (2009). Islamic finance in the current financial crisis. *Berkeley Journal of Middle Eastern & Islamic Law*, 2(1), 137-157.
- Shariah Finance Watch (2010). *Citigroup predicts recovery in sukuk market*. Eri im Tarihi: 10.07.2017. <http://www.shariahfinancewatch.org/blog/2010/10/25/citigroup-predicts-recovery-in-sukuk-market/>
- Smaoui, H. and Khawaja, M. (2016). The determinants of sukuk market development. *Emerging Markets Finance and Trade*, 9(38), 1-36.
- Wedderburn-Day, A. R. (2010) Sovereign sukuk: adaptation and innovation. *Law and Contemporary Problems*, 73, 325-333.
- Wigglesworth, R. (2009). *Sukuk: Defaults destabilise a reviving market*. Eri im Tarihi: 28.07.2017. <https://www.ft.com/content/90e4c3d6-e2be-11de-b028-00144feab49a>
- Wilson, R. (2010). Islamic Capital Markets: The Role of Sukuk. *Islamic Finance Instruments and Markets* içinde (s. 57-60). United Kingdom: Bloomsbury Information.