

BİR SERMAYE PİYASASI ARACI OLARAK SUKUK: S&P SUKUK ENDEKSİ VE GELENEKSEL TAHVİL ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Cansu ŞARKAYA İÇELLİOĞLU*

SUKUK AS A CAPITAL MARKET INSTRUMENT: AN APPLICATION ON S&P SUKUK INDEX AND CONVENTIONAL BOND INDEX

Öz

Çalışmanın konusu, fon sağlama amacıyla sermaye piyasalarına ihraç edilen bir menkul kıymet olan sukuk finansal aracıdır. Çalışmada sukuk finansal aracının incelenerek küresel ekonomideki rolünün vurgulanması, Türkiye'deki sukuk piyasaları hakkında bilgi verilmesi, geleneksel tahvil endeksleri ile sukuk endeksleri arasındaki ilişkilerin ekonometrik olarak incelenmesi amaçlanmaktadır. Bu amaç doğrultusunda, S&P ABD Devlet Tahvili Endeksi ile Dow Jones AAA Dereceli Sukuk Toplam Getiri Endeksinin ve S&P 500 Tahvil Endeksi ile S&P Global Yüksek Getirili Sukuk Endeksinin arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkiler test edilmiştir. ABD'nin hem devlet tahvili hem de özel sektör tahvili endekslerinin global sukuk endekslerini etkilediği sonucu elde edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Sukuk, Kira Sertifikaları, İslami Tahvil.

Abstract

The subject of the study is sukuk financial instrument which is issued to the capital markets for funding. In this study, examining this financial instrument and emphasizing its role in the global economy, informing about the sukuk market in Turkey, analyzing the relations between traditional bond indices and sukuk indices econometrically are aimed. For this purpose, the short and long term relations between the S&P US Treasury Bond Index and the DJ AAA Sukuk Total Return Index as well as relations between the S&P 500 Bond Index and the S&P Global High Yield Sukuk Index were analyzed. The results indicated that both of US government bonds and private sector bond indices affect global sukuk indices.

Keywords: Sukuk, Lease Certificates, Islamic Bonds.

* Dr. Öğr. Üyesi, İstanbul Üniversitesi, Cerrahpaşa, SBMYO, Toptan ve Perakende Satış Bölümü, e-posta: cansusa@istanbul.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0001-6332-6815>.

1. Giriş

Sukuk varlığına dayalı olarak ihraç edilmiş çeşitli türleri olan İslami finansal bir enstrüman olup, İslam dini açısından duyarlılığı yüksek finansal kuruluş ve yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Sukuk ihraç eden kuruluş sermaye temin ederken, bu enstrümanı satın alan yatırımcılar söz konusu varlığın dönemsel getirilerini elde etmekte ve vade sonunda satış hasılatından paylarını almaktadırlar. İslami finansal piyasaları gelişmiş ülkeler uluslararası yatırımcıları finansal piyasalarına çekerek reel sektörün gelişmesine katkı sağlamaktadırlar.

Çalışmanın ilk bölümünde, İslami bir menkul kıymet olan sukukun özellikleri ve türleri incelenerek sukuk piyasalarının işleyişi hakkında bilgi verilecektir. İkinci bölümde sukuk yatırımının risk ve getirisini konu alan literatür örneklerine yer verilecek, sukuk ile geleneksel tahvillerin karşılaştırması yapılacaktır. Sonraki bölümlerde Dünya genelinde sukuk piyasalarının büyüklüğü ve Türkiye’de sukukun bir türü olarak ihraç edilen kira sertifikaları ele alınacaktır. En son bölümde ise sukuk getiri endeksleri ile geleneksel tahvil endeksleri arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkiler ADF birim kök testleri, Engle Granger Eşbütünleşme-Nedensellik Testleri ve Vektör Hata Düzeltme Modeli ile irdelenecektir. Çalışmada devlet ve özel sektör tahvil piyasalarına yönelik iki ayrı uygulama yapılacak olup her iki geleneksel piyasa endeksinin de benzer getiri ve risk derecesindeki sukuk endekslerini etkilediği sonucu elde edilecektir.

2. Sukuk Yatırım Aracının Özellikleri, Türleri ve İşleyişi

Sukuk ihracında, finansman sağlamak isteyen bir kaynak kuruluş, fon fazlası olan ve faizsiz sermaye piyasası araçlarına ilgi gösteren yatırımcılar ve kaynak kuruluş ile yatırımcılar arasındaki işlemleri yürüten özel amaçlı bir kuruluş yer almaktadır. Kaynak kuruluş, finansal bir kurum olabildiği gibi özel bir kurum ya da bir devlet kurumu olabilmektedir. Sukuk ihracı ilk olarak 1995 yılında Malezya’da yapılmış ve özel bir kuruluş tarafından 350 milyon dolar değerinde İslami tahvil ihraç edilmiştir. Hazine tarafından yapılmış sukuk ihraçları ise yine ilk defa Malezya’da 2002 yılında (600 milyon dolar) gerçekleştirilmiştir (Özeroğlu, 2014: 756). Sukuk ihracı genellikle, kaynak kuruluşun sahip olduğu bir varlığın mülkiyetinin ve gelirlerinin aktarılması karşılığında yatırımcılardan belirli vadede fon sağlanması esasına dayanmaktadır. Bununla birlikte sukuk, belirli bir projeye finansman sağlamak ve ortak girişim oluşturmak için ihraç edilebildiği gibi, bir varlığın getirisinin yatırımcılara satılması şeklinde ya da bir şirketin bilançosundaki varlıklara dayalı olarak farklı türlerde ihraç edilebilir (Yakar vd., 2013: 77).

Sukuk, kullanılan finansman türlerine (Mudaraba, Muşaraka, İcara, Murabaha, Salam, İstisna ve Melez) göre de sınıflandırılabilir. Sukuk ihracatının en bilinen icara (finansal kiralama) türünde, finansman ihtiyacı olan kaynak kuruluş menkul kıymetleştirmeye uygun bir varlığını, geri almak üzere özel amaçlı kuruluşa devretmektedir. Özel amaçlı kuruluş, bu varlığa dayalı menkul kıymet ihracını yaparak yatırımcılardan fon sağlar ve elde ettiği fonu varlık bedeli olarak kaynak kuruluşa ödemektedir. Varlık getirileri dönemsel olarak özel amaçlı şirket üzerinden yatırımcılara aktarılmaktadır. Vade sonunda ise söz konusu varlık kaynak kuruluşa geri devredilerek, kaynak kuruluştan alınan varlık bedeli yatırımcılara ödenmekte ve sukukun itfası gerçekleşmektedir. Bu süreçte kaynak kuruluş belirli bir vade için ihtiyacı olan fonu elde etmekte, yatırımcılar ise varlığın getirisine sahip olmaktadırlar. Kaynak kuruluş geleneksel bir finans kurumundan faiz karşılığı borçlanmak yerine, sahip olduğu varlığın getirisi karşılığında fon elde etmektedir.

Söz konusu varlığın mülkiyetinin özel amaçlı kuruluşa devredilip devredilmemesi sukuk türlerine göre değişmektedir. Örneğin mülkiyetin devri icara türünde yapılırken, mudaraba türünde yapılmamaktadır. Bazen bir varlık ve hak özel amaçlı kuruluş tarafından satın alınarak, finansal kuruluşlara vadeli olarak satılmaktadır. Bu süreçte ihraç edilen tahviller, murabaha olarak ifade edilmektedir. Muşaraka olarak adlandırılan diğer bir türde ise, bir girişime ortak olmak amacıyla ihraç yapılmaktadır. Bununla birlikte istisna türü, büyük inşaat projeleri için gerekli finansmanın sağlanması amacıyla kullanılan bir yöntemdir. Hazine Müsteşarlığı gibi kamu otoriteleri de, varlıkların finansmanının sağlamak amacıyla sukuk ihraç edebilmektedir. (Tekin, 2017: 168-171)

Sukuk, İslami bankaların likidite yönetiminde kullanabildikleri bir araçtır. Sukuk ihraçları ile likidite koşulları iyileşmekte ve bu durum ülkeleri İslami finans endüstrilerini geliştirmeye yönlendirmektedir (S&P Global Ratings, 2018: 2). Özellikle ekonomileri petrole bağlı olan ülkeler, ileriki yıllarda petrolün tükenmesiyle birlikte ekonomik güçlerini kaybetmekten endişe duymakta ve alternatif sektörlere yönelmektedirler. Bu doğrultuda Müslüman yatırımcıları ülkelerine çekmek için İslami finansal piyasaların ve araçların geliştirilmesine de önem vermektedirler. MENA Bölgesi olarak ifade edilen Orta Doğu Kuzey Afrika ülkeleri bu ülkelere örnek verilebilir. 2010 yılında Türkiye'nin de aralarında bulunduğu Birleşik Arap Emirlikleri, Endonezya, Katar, Kuveyt, Lüksemburg, Malezya, Morityus ve Nijerya'nın Merkez Bankaları, Uluslararası İslami Likidite Yönetim Şirketi'ni (International Islamic Liquidity Management Corporation- IILM) kurmuşlardır. İslami kurallara uygun faaliyet gösteren finansal kurumların likidite ihtiyaçlarına yardımcı olmak amacıyla

kurulan IILM, finansal bir araç olan sukuk ihracı ile ilgili süreci geliştirmektedir.

Sukuk, İslami esaslar dikkate alınarak ihraç edilmiş faizsiz bir finansman bonosudur. Yüksek oranda finansal kaldıraç kullanımı özellikle finansal kriz dönemlerinde banka ve kuruluşların riskinin sürdürülemez hale gelmesine neden olabilmektedir. Finansman ihtiyacı olan kuruluş faiz karşılığı borç almak yerine varlıklarına dayalı bir finansman bonusu ihraç ederek yatırımcılardan belirli bir vadede fon toplayabilmektedir. Geleneksel tahviller ve sukuk arasındaki temel fark, geleneksel tahvillerin borca dayalı olması sukukların ise varlığa dayalı olmasıdır (Hanefah vd., 2013: 118). Sukuka yatırım yapan kişiler kaynak kuruluşun dayanak varlığının üzerinde sahiplik hakkı kazandıklarından, sukuk bir borçlanma aracı olarak tanımlanamaz (Büyükkakin ve Bilal, 2016: 44). Çünkü borçlanma aracı ihraç eden bir kuruluş, yatırımcılarına sadece belirli bir faiz getirisi ödemeyi taahhüt etmekte, varlıklarının mülkiyetini devretmemektedir. Bu özelliği ile sukuk, geleneksel borçlanma araçları olan tahvil ve bonolardan farklılaşmaktadır. Kaynak kuruluşun ödemelerini yapmaması halinde, ihraca konu olan varlık ya da varlık sepetinin mülkiyetine belirli bir oranda sahip olan sukuk yatırımcısı geleneksel borçlanma senetlerini satın alan yatırımcılara göre daha düşük risk üstlenmektedir (Yardımcıoğlu vd., 2014: 202).

Geleneksel tahviller borca dayalı bir enstrüman iken, İslami bir tahvil olan sukuk varlığa dayalı finansman sağlamaktadır (Afshar, 2013: 50). Sukuk ihracı, varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) ihracına oldukça benzemektedir. Her ikisinde de finansman ihtiyacı olan bir kaynak kuruluş, ihraç sürecini yürüten özel amaçlı finansal bir kuruluş ve getiri elde etmek isteyen yatırımcılar vardır. VDMK ihracında kaynak kuruluş alacaklarını özel amaçlı kuruluşa devretmektedir. Diğer yandan özel amaçlı kuruluş bu alacaklara dayalı VDMK ihraç ederek yatırımcılardan fon sağlamak ve elde ettiği fonu kaynak kuruluşa aktarmaktadır. Kaynak kuruluş belirli vadelerde anapara ve faiz ödemelerini yaparken özel amaçlı kuruluş da yatırımcılara geri ödemeleri yapmaktadır. Sukuk ihracının yukarıdaki süreçten farkı, kaynak kuruluşun alacakları yerine gayrimenkul gibi maddi bir varlığını özel amaçlı kuruluşa devretmesi ve ikinci kısımdaki faiz ödemeleri yerine dönemsel kira ödemelerini yapmasıdır. Kaynak kuruluşun elde ettiği paranın getirisi “faiz” adı altında ödenirken, sukuk sürecindeki gayrimenkulün getirisi “kira” adı altında yatırımcılara aktarılmaktadır.

Sukukların geleneksel VDMK’lerden farkı, İslam dininde yasak olan faizle ve haram kabul edilen faaliyetler yapan kuruluşlarla ilişkisinin olmamasıdır. Örneğin VDMK sınıfı içerisinde yer alan ipoteğe dayalı

menkul kıymetler (İDMK), bir finansal kuruluşun ipotek kredisi karşılığında almış olduğu ipotek teminatının dayanak varlık olarak kabul edildiği ve benzer ipoteklerin bir havuz içerisinde toplanarak yatırımcılara ihraç edildiği menkul kıymetlerdir (İçellioğlu, 2013: 101). İDMK'ler, genellikle faiz karşılığı verilmiş bir kredinin finansmanı için kullanıldığından, İslami finans sektörü için uygun değildir. Diğer yandan sahip olunan bir gayrimenkulün kira getirisini elde etmek İslami açıdan haram kabul edilmemektedir. Dayanak varlık olarak gayrimenkule dayalı haklarının menkul kıymet şeklinde ihraç edilmesi ve kira getirilerinin dönemsel getiri olarak yatırımcılara aktarılması İslami finansal piyasalarda uygun görüldüğünden, İslami bankalar bir sermaye piyasası aracı olarak sukuku kullanabilmektedirler.

Gayrimenkul kira sözleşmeleri genellikle bir yıl gibi uzun vadeli yapılmakta ve kira bedeli söz konusu vadede sabitlenmektedir. Sukuk finansal aracı, ikincil piyasalarda arz ve talep tarafından oluşmuş fiyata göre üçüncü kişilere satılabilmektedir. Diğer yandan ikinci piyasalarda satışı yapılmayıp vade sonuna kadar elde tutulduğunda yatırımcılarına sabit bir oranda getiri sağlamaktadır (Özeroğlu, 2014: 765). Bu nedenle sukuk önceden belirlenmiş bir orandan sabit getiri elde etmek isteyen yatırımcıların da ilgisini çekmektedir. Diğer yandan bazı şeriat okulları, sukuk ihraçlarında kar-zarar prensibinin katılaştırılması gerektiğini ileri sürmekte ve sabit getiriyi kabul etmemektedir. Bu durum sabit getiriyi tercih eden yatırımcıları piyasanın dışına iteceğinden, sukukun çekiciliğini azaltabilir (S&P Global Ratings, 2018: 5).

Sukuk piyasasındaki gelişmelere rağmen, sukuk arzı halen talebin oldukça altında bir seviyededir (IFSB, 2018: 31). Global likidite sıkışıklığı, jeopolitik risklerin artması, İslami finansal ürünlerin standardizasyonundaki sürecin yavaş ilerlemesi, sukuk piyasasının potansiyelin gerisinde kalmasına neden olmaktadır (S&P Global Ratings, 2018: 2). Sukuk piyasalarında arzın talep karşısında yetersiz kalması, yatırımcıları uzun dönemli sukukları vade sonuna kadar tutmak yönünde hareket ettirmektedir (IFSB, 2018:31). İkinci el sukuk piyasasının iyi işlememesi, ani bir nakit ihtiyacı ortaya çıktığında sahip oldukları sukukları satıp likiditeye çevirmek isteyen yatırımcıyı riske sokmaktadır. Bu durum sukuk piyasasının gelişiminin önünde bir engel oluşturmaktadır.

Bidabad vd. (2011: 238), bir sermaye piyasası aracı olan faizsiz bonoların, para politikası aracı olarak da kullanılabilceğini ifade etmişlerdir. Türkiye örneği üzerinden yorumlandığında Hazine ve Merkez Bankası işbirliğinde ihraç edilen kira sertifikaları, piyasadaki para miktarını etkileyebilir. Kira sertifikasının ihraç edilmesi, hazine bonusu ve tahvili

ihracına benzer şekilde daraltıcı para politikası etkilerini ortaya çıkartırken dönemsel olarak enflasyonun da kontrol altına alınmasını sağlayabilir. Diğer yandan uygulanan para politikası kararları da sukuk piyasasını etkilemektedir. 2018 yılında ABD'nin federal fon oranlarını yükseltmesi, Avrupa Merkez Bankası'nın varlık alımını azaltması gibi uygulanan para politikası kararlarının, gelişmiş ülkelerden sukuk piyasasına akan likiditeyi düşüreceği ve sukuk piyasasında ihraç maliyetinin yükseleceği tahmin edilmektedir (S&P Global Ratings, 2018: 3).

3. Sukuk ve Geleneksel Tahviller Üzerine Literatür Taraması

Sevinç (2013: 78), çeşitli ülkelerin ihraç ettiği sukuklardan oluşan eşit ağırlıklandırılmış portföy ile Türkiye tarafından ihraç edilmiş Eurobondlar'dan oluşan eşit ağırlıklandırılmış portföyün riske maruz değerlerini karşılaştırmış ve İslami kurallara uygun bir şekilde ihraç edilen tahvillerin geleneksel tahvillere göre daha düşük riski olduğu sonucuna varmıştır. Büyükakın ve Bilal (2016: 46), çalışmalarında finansal krizler karşısında sukuk yatırım aracının etkisini incelemişler ve yaptıkları literatür taramasından genel olarak, kriz dönemlerinde geleneksel bankaların İslami bankalara göre daha yüksek risk taşıdığı ve krizle mücadelede İslami bankaların daha başarılı olduğu sonucunu elde etmişlerdir.

Naifar vd. (2017: 65) bölgesel ya da global olarak ortaya çıkan finansal ve ekonomik belirsizliğin sukukun ve geleneksel tahvillerin getirileri üzerinde yarattığı etkileri 2010-2014 döneminde Malezya için araştırmıştır. Sonuçlara göre, piyasaların düşüşte olduğu zamanlarda bölgesel-global ekonomik politika belirsizliği ile sukuk getirileri arasında tüm dağılımlarda bağımsızlık görülmekte, bununla birlikte global ekonomik belirsizlik ile geleneksel tahvil piyasası arasında ortak bir hareket yaşanmaktadır. Sonuçlar, her iki finansal enstrümanın global ve bölgesel ekonomide belirsizlik yaratan faktörler karşısında farklı eğilimler gösterdiği, bu nedenle de bir yatırım portföyü içerisinde alındıklarında birbirlerini tamamlayıcı özellik göstereceğine işaret etmektedir.

Dewandaru vd. (2015: 115), çoğunluğu yükselen piyasalara sahip 11 ülkenin Dow Jones endeksleri ile İslami endeksleri 2008-2012 yılları arasında incelemiş ve risk-getiri özellikleri açısından geleneksel özellikteki endeksler ile İslami endeksler arasında istatistiki olarak anlamlı bir farklılık tespit edememiştir.

Ariff vd. (2013: 621), 2005-2012 tarihleri arasında Kuala Lumpur'da aynı ihraççılar tarafından, aynı vadede, aynı kalitede ihraç edilmiş sukukların ve geleneksel tahvillerin ortalama getirileri arasındaki farklılıkları

araştırmışlardır. Uyguladıkları Granger nedensellik testi sonucuna göre, tahvil getirilerinin sukuk getirilerinin granger nedeni olmadığı bulgusunu elde etmişlerdir.

Malezya, Endonezya, Pakistan ve Katar’da sukukun geleneksel tahvillere göre daha yüksek getirisi olduğu görülmüştür (IFSB, 2018: 104). Sukuk ve geleneksel tahvillerin vade sonu getirilerini karşılaştıran Fathurahman ve Fitriati (2013: 159), Endonezya’da ihraç edilmiş toplam 31 adet sukuk ve 243 adet tahvile ait verileri portföy optimizasyonu modeliyle analiz etmiş ve sukukun ortalama getirisinin geleneksel tahvillerin ortalama getirisinden yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır.

İslami yatırımcıların geleneksel tahvillere ilgi göstermeyişi, sukuka olan talebin inelastik olmasına ve geleneksel tahvillere göre daha yüksek bir ihraç fiyatının oluşmasına neden olmaktadır (Karatas ve Nienhaus, 2015: 22). Sukuk arzı karşısında sukuk talebinin hangi seviyede olduğu, sukuk fiyatını belirleyen önemli bir faktördür. Ulusoy ve Ela, (2016: 65) Türkiye’de sukuk arz-talebini ve sukuk getirisini değerlendirmiş, sukuk ihraçlarının sukuk talebinin gerisinde kaldığını bu nedenle de sukuk getirisinin yükseldiğini ifade etmiştir. Çoğunlukla vadeye kadar elde tutulan sukukun ikinci piyasalarda da küçük bir işlem hacmi bulunmaktadır. Bu nedenle geleneksel tahvil piyasasına göre sukuk piyasasının likiditesi düşüktür (Karatas ve Nienhaus, 2015: 22).

Geleneksel tahvili ihraç edenler sermayeyi geri ödeyeceklerini taahhüt ederken, sukuk ihraççıları yatırımcılarına böyle bir garanti vermemektedir (Afshar, 2013: 50). Sukukların geleneksel tahvillere göre daha yüksek risk taşıması, getirilerinin de daha yüksek olmasına neden olmaktadır (Ariff vd., 2013: 621). Yatırımcılar sukuktan, finansal risk açısından aynı olan bir tahvile göre daha yüksek getiri beklemektedirler (IFSB, 2018: 103). Yatırımcıların yüksek getiri beklentisi, sukuk ihraçlarının da yüksek maliyetli olmasına neden olmaktadır. Diğer yandan sukukların İslam’a uygunluğu için İslami danışma kurulları gibi yetkili bir merci tarafından onay verilmektedir. Bu durum İslami tahvil ve bonoların ihracında ek maliyetlere neden olmaktadır. İslam hukukuna bağlı olan sukuk, farklı bir muhasebe, değerlendirme, hesaplama ve kamuoyu aydınlatma standardı gerektirmektedir (Hanefah vd., 2013:117).

Malezya’da menkul kıymetler borsası yatırımcılarının sukuk ve geleneksel tahvil ihracı duyurularına verdikleri tepkileri araştıran Godlewski vd. (2013: 745), menkul kıymet piyasasının geleneksel tahvil ihracı duyurularına karşı nötr olduğu, fakat sukuk ihraçlarına negatif tepki verdiği sonucunu elde etmiştir. Bu bulgu, sukuk ihraçlarına olan talep fazlasının ters seçim sorununu ortaya çıkarması ve düşük kaliteli

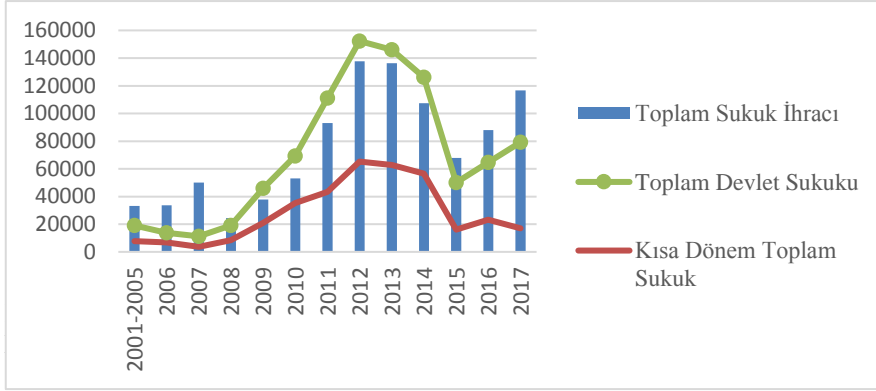
firmaların ihraç yapması ile ilişkilendirilmiştir. Negatif tepkinin en azından kısa dönemde firmanın değerine zarar vereceği tahmin edilmektedir. Alam vd. (2013: 22), İslami finansal piyasaları gelişmiş altı ülkede 2004-2012 tarihleri arasında 79 adet sukuk ve 87 adet geleneksel tahvil bilgisini kullanılarak, piyasalarda yapılan duyuruların pay sahiplerinin getirileri üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Çalışmayı kriz öncesi (2004-2006), kriz dönemi (2007-2009) ve kriz sonrası (2010-2012) olmak üzere 3 döneme ayırmışlardır. Sonuçlara göre piyasalar sukuk duyurularına kriz öncesinde ve kriz sırasında negatif tepki verirken, geleneksel tahvil duyurularına kriz öncesinde pozitif tepki vermekte, kriz sonrasında ve kriz sırasında ise negatif tepki vermektedir.

4. Dünya Ekonomisinde Sukuk Piyasaları

İslami finansal varlıkları en yüksek olan ülkeler sırasıyla İran, Sudi Arabistan, Malezya, Birleşik Arap Emirlikleri, Kuveyt, Bahreyn, Endonezya, İran, Türkiye ve Bangladeş'tir. Dünya'da İslami finansal piyasaları en büyük olan İran'ın 2016 yılındaki İslami varlığı 545.377 milyon dolar değerindedir. Türkiye ise, 2016 tarihi itibarıyla 49.573 milyon dolar İslami finansal varlığa sahiptir. Sukuk, dünyada tüm İslami finansal varlıklar içerisinde %16'lık pay almaktadır (ICD Thomson Reuters, 2018: 29).

Sukuk piyasasının mevcut değeri 2016 yılında 168.942 milyon dolar olan Malezya, 52.546 milyon dolar değerinde olan Sudi Arabistan ve 36.986 milyon dolar değerinde olan Endonezya, Dünya'da sukuk piyasasında ilk üç sırada yer almaktadır. Türkiye'nin 2016 yılı sukuk piyasası ise 11.340 milyon büyüklüğündedir (ICD Thomson Reuters, 2018: 54). Dünya'da 2001-2017 yılları arasında 367,4 milyar dolar değerinde toplam 3449 tane kısa vadeli ihraç yapılmış ve bu ihraçların %86,67'si Malezya tarafından gerçekleştirilmiştir (IIFM, 2018: 27). Malezya'nın toplam mevcut sukuk piyasası 2018 yılının Mart ayı sonunda 206 milyar dolara ulaşmıştır. Malezya'nın özel sektör tahvil piyasasının %75,6'sını, devlet tahvil piyasasının %45'ini sukuk finansal enstrümanı oluşturmaktadır. (Asia Bond Monitor, 2018: 17). Malezya tarafından ihraç edilen 20 yıla kadar uzun vadeli sukuklar bulunmaktadır (IIFM, 2018: 39).

Grafik 1: Toplam Sukuk İhracı (Milyar Dolar)



Dünya’da yıllar itibariyle ihraç edilen sukuk miktarları 2001-2017 yılları arasında incelenmiş ve Grafik 1’de sukuk piyasasının gelişimi gösterilmiştir. 2017 yılında 116 milyar dolar sukuk ihraç edilmiş, bu ihracın yaklaşık % 68’i ulusal pazara, geriye kalan kısmı ise uluslararası pazara yönelik gerçekleşmiştir. 2008 yılından sonra ihraç edilen sukukların vadesi kısaltılmaya başlamış, 2010 yılında kısa vadeli sukukların toplam sukuklar içindeki payı %66’ya kadar yükselmiştir. Küresel ekonomideki sorunların çözülmeye başlanmasıyla birlikte vadeler tekrar uzamaya başlamış ve 2017 yılında toplam sukukların sadece %15’i kısa vadeli olarak ihraç edilmiştir. Sukuk ihraçlarında en büyük payı devlet kurumları almaktadır. Paylar yıllara göre değişim gösterse de, özellikle 2008 yılından sonra devlet kurumlarının sukuk ihraçları artmış, hatta 2011 yılında kamunun toplam sukuk ihraçları içerisindeki payı %72’ye kadar yükselmiş, 2017 yılında ise bu oran %53 olarak gerçekleşmiştir.

Küresel sukuk piyasasında ilk sıradaki 5 ülke toplam piyasanın %89,3’üne sahiptir. Bu ülkeler sırasıyla Malezya, Sudi Arabistan, Endonezya, Birleşik Arap Emirlikleri ve Katar’dır. Türkiye ise 6.sırada yer almaktadır. Lider konuma sahip olan Malezya, küresel sukuk piyasasından %46,9 pay almaktadır. Sukuk piyasasında olumlu gelişmeler yaşayan Sudi Arabistan ve Endonezya’nın payları ise sırasıyla %19,6 ve %10,2’dir. Geriye kalan 22 ülke ise sadece %10,7 paya (43 milyar dolar) sahiptir. Bu ülkeler arasında İslami İşbirliği Teşkilatına üye olmayan 7 ülke (Lüksemburg, İngiltere, Singapur, Hong Kong, Güney Afrika ve ABD) vardır ve söz konusu ülkeler sukuk piyasasından sadece %1,5 pay almaktadır. (IFSB, 2018:101)

2014-2017 yılları arasında ihraç edilen uluslararası sukuklar (toplam 34 adet 27,7 milyar dolar) incelendiğinde, bu sukukların %46’sının Orta Doğu, %18’inin Avrupa, % 10’unun ABD, %25’inin Asya ülkelerindeki

yatırımcılar tarafından talep gördüğü görülmüştür (S&P Global Ratings, 2018: 4). Ortadoğu’da ihraç edilen sukuk, bölge içindeki yatırımcılara taahhüt edilmiş ve ayrılmıştır. Fakat Asya dışında ihraç edilmiş sukukların en temel alıcısı Asyalı yatırımcılardır. ABD’li ve Avrupalı yatırımcılar da son yıllarda dolar getirisinden daha yüksek bir getiri kazandıran sukuk piyasasına ilgi göstermişlerdir. Sukuk Asyalı ve Orta Doğulu yatırımcılar tarafından Afrika’ya da getirilmiştir. (IFSB, 2018: 102)

5. Türkiye’de Sukuk: Kira Sertifikaları

Türkiye’de ilk faizsiz bankacılık işlemleri 1983 yılında kurulan Özel Finans Kurumları tarafından yapılmıştır. Özel Finans Kurumları başlangıçta banka statüsünde olmayan kurumlar olmalarına rağmen, 2005 yılı itibariyle Katılım Bankası adını almışlar ve o tarihten sonra 5411 sayılı Bankacılık Kanununa tabi olmuşlardır (Tekin, 2017: 161). Türkiye’de ilk faizsiz sermaye piyasası aracı, 1984 tarihli Kanun ile Hazine tarafından ihraç edilen Gelir Ortaklığı Senetleridir. Bu senetleri satın alanlar, otoyol, köprü gibi altyapı yatırımlarının gelirlerinden pay almakla birlikte, yatırımlar üzerinde başka bir ortaklık hakkına sahip olmamışlardır. Bir diğer faizsiz sermaye piyasası aracı, 1992 yılında anonim ortaklıklar tarafından çıkartılan ve sahibine kar payı, tasfiye payı ve rüçhan hakkı sağlayan Katılma İntifa Senetleridir. Yine 1990’lı yılların başlarında Kar-Zarar Ortaklığı belgeleri adı altında menkul kıymetler ihraç edilmiştir. Bankaların, vermiş oldukları krediler ve diğer alacakları karşılığında ihraç ettikleri varlığa dayalı menkul kıymetler de sermaye piyasalarındaki diğer kıymetli evraklardır. Bunların yanı sıra 2009 yılında Kamu İktisadi Teşebbüslerinin hasılat paylarına endekslenen Gelire Endeksi Senetler ihraç edilmiştir. 2010 yılında ise, Sermaye Piyasası Kurulu “Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” yayınlanarak kira sertifikalarının bir diğer adıyla kira sukukunun ihracını mümkün hale getirmiştir. (Büyükkın ve Önyılmaz, 2012: 9-11)

Türkiye’de sukuk dar kapsamlı bir uygulamaya sahip olup sadece sukukun bir türü olan kira sertifikalarına (kira sukuku) ilişkin işlemler yapılmaktadır. Sukuk sürecinde yer alan Özel Amaçlı Kuruluşlar, Türkiye’de anonim bir şirket olarak kurulmuş Sermaye Piyasası Kurumu olan Varlık Kiralama Şirketleri’dir. Varlık kiralama şirketleri, menkul kıymet yatırım fonlarına benzeyen finansal kuruluşlardır. Menkul kıymet yatırım fonları katılma belgesi ihraç ederken, varlık kiralama şirketleri de kira sertifikası ihraç etmektedirler (Tekin, 2017: 167). Kira sertifikaları, halka arz süresi boyunca yapılan talep toplama işlemi sonrasında arzın talebi karşılama oranı dikkate alınarak yatırımcılara dağıtmakta, Varlık

kiralama şirketi, Takasbank nezdinde açılan hesap üzerinden belirli dönemlerde kar payı getirisini, son kupon ödemesi sırasında da anapara ödemesini yapmaktadır (Özeroğlu, 2014: 765). Varlık kiralama şirketlerinin Türk Lirası cinsinden ihraç ettiği kira sertifikalarından elde edilen gelirler, Gelir Vergisi Kanunu'nda menkul sermaye iratları olarak tanımlanmıştır. Kira sertifikalarının elden çıkartılmasından sağlanan kazançlar ise “değer artış kazancı” olarak kabul edilerek gelir vergisine tabi tutulmaktadır (Aydın ve Ayyıldırım, 2015: 57). Benzer şekilde kurumlar tarafından elde edilen kira sertifikası gelirleri de Kurumlar Vergisine tabidir.

Türkiye’de ilk defa 2010 yılında Kuveyt Türk Katılım Bankası tarafından 100 milyon dolar değerinde kira sertifikası ihraç edilmiştir. Söz konusu ihraç bireysel ve kurumsal yatırımcılardan ilgi görmüş, ihraç tutarının 1.5 katı kadar talep ortaya çıkmış ve yatırımcılarına %5,25 nihai getiri sağlamıştır (Özeroğlu, 2014: 758). Hazine’nin yaptığı ilk ihraç ise, 2002 tarihli Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun’un Kira Sertifikası İhracı Maddesi kapsamında Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama A.Ş. tarafından 2012 yılının Eylül ve Ekim aylarında Türk Lirası ve Amerikan Doları cinsinden yapılan ihraçtır (Sevinç, 2013: 82). Hazine ilk uzun vadeli (5 yıl) ihracını 2016 yılında yapmıştır. Hazinesinin ihracı likidite sağlamanın yanı sıra, getiri eğrisi için bir ölçüt de oluşturmaktadır (IIFM, 2018: 181).

Türkiye’de 2011-2017 yılları arasında İslami finansal sektör (katılım bankaları) tarafından 172 tane sukuk ihraç edilmiş, finansal olmayan sektör ise sadece 15 tane ihraç yapmıştır. Özel sektörün yaptığı bu ihraçlar 7,354 milyar dolardır. Aynı dönemde kamu tarafından yapılan sukuk ihraçları ise, 12,582 milyar dolar değerindedir. Diğer bir deyişle son 5 yılda sukuk ihraçlarının %37’si özel sektör tarafından %63’ü kamu tarafından gerçekleştirilmiştir. Sukuk ihraçlarının yaklaşık 2/3’ü iç piyasaya, 1/3’ü ise sınır dışına yönelik yapılmıştır. 2017 yılında altına endeksi sukuk ihraç edilerek, atıl durumdaki altınlar da finansal piyasalara sokulmuştur. Bununla beraber mal fiyatlarındaki düşüşün ve döviz kurlarındaki artışın etkisiyle, 2017 yılında Türkiye’de sukuk ihracında bir düşüş yaşanmıştır. (IIFM, 2018: 180).

Kamu ihraçlarında ikincil piyasalarda işlem yapma imkanı varken, özel sektör ihraçlarında yatırımcılar vadeye kadar sukuku tutmaktadır (IIFM, 2018: 181). Sukukun alım satımının yapıldığı ikinci el piyasasının Türkiye’de etkin bir şekilde işlememesi, birincil piyasalardaki sukuk ihraçlarını sınırlamaktadır. Diğer yandan birincil piyasalarda az miktarda sukuk ihraç edilmesi, ikinci piyasaların da gelişmesini engellemektedir (Ulusoy ve Ela, 2016: 65).

6. Sukuk ve Geleneksel Tahvil Getirileri Üzerine Bir Uygulama

Çalışmanın son bölümünde geleneksel tahviller ile İslami bir tahvil olan sukuk arasındaki ilişki ekonometrik olarak irdelenmektedir. Devlet tahvilleri ve özel sektör tahvilleri olmak üzere 2 ayrı değerlendirme yapılacaktır.

Devlet tahvillerini temsilen Standart and Poor's ABD Devlet Tahvili Endeksi kullanılmış, özel sektör tahvilleri için ise Standart and Poor's 500 tahvil endeksi verileri alınmıştır. Tahvillerin risk ve getiri özellikleri dikkate alınarak, devlet tahvillerine benzer şekilde risk seviyesi düşük olan AAA dereceli sukuk getiri endeksi ve özel sektör tahvillerinin yapısına benzeyen yüksek getirili sukuk endeksi veri olarak seçilmiştir.

Tablo 1'de çalışmada kullanılan değişkenler belirtilmiştir. Değişkenlere ait veriler hafta içi 5 günlük olup, 01.09.2008 tarihi itibarıyla başlamakta ve 21.09.2018 tarihine kadar olan 10 yıllık süreci kapsamaktadır. Veriler 25.09.2018 tarihinde <https://us.spindices.com/> web sayfasından toplanarak Eviews 8 programında analiz edilmiştir.

Tablo 1: Değişkenlere Ait Açıklamalar

| Değişkenin Adı | Açıklaması | Kısaltması |
|---|---|------------|
| S&P 500 Tahvil Endeksi (S&P 500 Bond Index) | ABD'deki en büyük 500 şirket tarafından ihraç edilen tahvil piyasasının performansını göstermektedir. | bond |
| S&P ABD Devlet Tahvili Endeksi (S&P U.S. Treasury Bond Index) | ABD tarafından ihraç edilen tahvil piyasasının performansını göstermektedir. | tbond |
| S&P Global Yüksek Getirili Sukuk Endeksi (S&P Global High Yield Sukuk Index) | Yüksek getirili sukukun ABD doları cinsinden performansını göstermektedir. | hysukuk |
| Dow Jones AAA Dereceli Sukuk Toplam Getiri Endeksi (Dow Jones Sukuk AAA Rated Total Return Index) | Sabit getirili AAA dereceli sukukun ABD doları cinsinden performansını göstermektedir. | asukuk |

Çalışmada 2 tane model kurularak değişkenler arası ilişkiler analiz edilmiştir. İlk modelde, ABD tarafından ihraç edilmiş devlet tahvili endeksi (tbond) bağımsız değişken seçilerek, bu değişkenin AAA dereceli sukuk getiri endeksi (asukuk) üzerindeki etkileri araştırılmıştır. İkinci modelde kullanılan bağımsız değişken ise ABD'nin en yüksek değerli 500 şirketine ait tahvil endeksi (bond) olup, bağımlı değişken ise yüksek getirili sukuk endeksi (hysukuk) olarak seçilmiştir. İlk modelde devlet

tahvili ve düşük riskli sukuk piyasası incelenirken, ikinci modelde özel şirket tahvili ve yüksek getirili sukuk piyasası incelenmektedir.

$$\text{asukuk}_t = \beta_1 + \beta_2 \text{tbond} + \text{resid1}_t \quad (1.\text{Model})$$

$$\text{hysukuk}_t = \alpha_1 + \alpha_2 \text{bond} + \text{resid2}_t \quad (2.\text{Model})$$

6.1. Birim Kök Testi (Genişletilmiş Dickey Fuller)

Bir serinin birim köke sahip olması, durağan bir yapısının olmadığını göstermektedir. Durağanlık, “ortalamasıyla varyansı zaman içinde değişmeyen ve iki dönem arasındaki ortak varyansı, bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan olasılıklı bir süreç olarak” tanımlanabilir (Gujarati, 2005:713). Birim kök sınamasında yaygın olarak kullanılan testlerden biri de Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testidir. ADF testinin temel hipotezinde, serinin birim köke sahip olduğu (durağan olmadığı), alternatif hipotezde ise serinin birim köke sahip olmadığı (durağan olduğu) ileri sürülmektedir.

H_0 : Seri birim köke sahiptir.

H_1 : Seri birim köke sahip değildir.

Tablo 2: ADF Birim Kök Testi Sonuçları

| Değişkenler | ADF İstatistiği | Olasılık Değeri | Durağanlık Düzeyi |
|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|
| Bond | -1.378378 | 0.8672 | Birim Kök var |
| Tbond | -2.052131 | 0.5717 | Birim Kök var |
| Hysukuk | -2.208861 | 0.4837 | Birim Kök var |
| Asukuk | -1.415350 | 0.8566 | Birim Kök var |
| Birinci Farklar | ADF İstatistiği | Olasılık Değeri | Durağanlık Düzeyi |
| D(Bond) | -50.55075 | 0.0001 | Durağan I(1) |
| D(Tbond) | -50.47935 | 0.0001 | Durağan I(1) |
| D(Hysukuk) | -23.56828 | 0.0000 | Durağan I(1) |
| D(Asukuk) | -52.51975 | 0.0001 | Durağan I(1) |

Not: Kritik değerler Trend & Sabit opsiyonunda %1, %5 ve %10 olasılık değerleri için sırasıyla -3,96, -3,41 ve -3,12'dir. Değişkenlerin birinci farklarına uygulanan ADF testinde sabit opsiyonu kullanılmış olup bu opsiyon için kritik değerler sırasıyla -3,43, -2,86 ve -2,56'dır.

Analizin başında serilerin grafikleri incelenmiş ve trend eğilimine sahip oldukları görülmüştür. Bu doğrultuda ADF birim kök testi, trend&sabit opsiyonuna göre uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 2'de özetlenmiştir. ADF test istatistiği ve olasılık değeri sonuçlarına göre H_0 hipotezinin reddedilemediği ve tüm serilerde birim kök olduğu görülmektedir. Düzeyde durağan olmayan bazı zaman serileri farkları

alındıklarında durağanlaşabilmektedir. Bu nedenle çalışmadaki serilerin birinci farkları alınarak ADF testi yeniden uygulanmıştır. İkinci testin sonucunda olasılık değerleri % 1'in altında hesaplandığından H_0 hipotezinin farkı alınmış tüm serilerde reddedildiği, diğer bir deyişle serilerin birinci farklarının durağan olduğu görülmüştür. Birinci farkı durağan olan seriler birinci dereceden bütünleşik I (1) olarak ifade edilmektedirler (Gujarati, 2005: 719).

6.2. Engle Granger Eşbütünleşme Testi ve Hata Düzeltme Modeli

Bir ya da birden fazla değişkenin (X) bir başka değişkeni (Y) açıkladığı regresyon modellerinde, değişkenler arası sapmaları gösteren hata terimleri de (u_t) yer almaktadır. 1 numaralı eşitlikteki hata terimi eşitliğin bir tarafında yalnız bırakıldığında, 2 numaralı eşitlikte gösterilen yeni bir seri oluşmaktadır. Bu hata terimi serisinin durağan bir seri olması, model içindeki bağımsız (X) ve bağımlı (Y) değişkenlerin eş-bütünleşik olduğuna işaret etmektedir (Sevüktekin, Nargeleçekenler, 2010: 313). Bu durumda eş bütünleşik olan X ve Y değişkenlerinin düzey değerleri ile kurulan regresyon modeli de sahte değildir.

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_t + u_t \quad (1)$$

$$u_t = Y_t - \beta_1 - \beta_2 X_t \quad (2)$$

Serilerin arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığı Engle Granger (EG) Eşbütünleşme testi ile tespit edilebilmektedir. EG Eşbütünleşme testinin uygulanabilmesi için serilerin düzey değerlerinin ya da aynı dereceden farklarının durağan olması gerekmektedir. Çalışmadaki seriler birinci dereceden bütünleşik seriler olduğundan EG Eşbütünleşme testi uygulanabilmektedir. Hata terimleri serisi oluşturularak ADF testi uygulanmış ve sonuçlar Tablo 3'de gösterilmiştir. Sonuçlara göre her iki modelin hata teriminin de durağan olduğu ve değişkenler arası uzun dönemli ilişkinin olduğu görülmektedir.

Tablo 3: EG Eşbütünleşme Testi

| Hata Terimleri | ADF Test İstatistiği | Olasılık Değeri | Durağanlık Durumu |
|----------------|----------------------|-----------------|-------------------|
| resid1 | -3.703297 | 0.0041 | Durağan |
| resid2 | -4.005809 | 0.0014 | Durağan |

Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) kullanılarak, uzun dönemde ilişkili olan değişkenlerin kısa dönemdeki dengesizlikleri düzeltilebilmektedir. Bunun için bağımlı ve bağımsız değişkenlerin birinci farkları (ΔY_t ve ΔX_t) ile kalıntının bir gecikmesi (\hat{u}_{t-1}) alınarak yeni bir

model kurulmaktadır. Bu model 3 numaralı eşitlikte gösterilmiştir. \hat{u}_{t-1} 'in katsayısı olan α_2 'nin değeri yorumlanarak, bağımlı değişkende bir dönemde meydana gelen dengesizliğin ne kadarının diğer dönemde düzeltildiği ortaya çıkmaktadır (Gujarati, 2005: 729).

$$\Delta Y_t = \alpha_1 + \alpha_2 \Delta X_t + \alpha_2 \hat{u}_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Tablo 4: Hata Terimine ait Katsayı Değerleri (VECM)

| Değişkenler | Hata Terimine Ait Katsayılar | Hata Teriminin Olasılık Değerleri |
|-------------|------------------------------|-----------------------------------|
| Resid1 | -0.007550 | 0.0000 |
| Resid2 | -0.016308 | 0.0000 |

Hata düzeltme modelinde hata terimine ait katsayıların negatif ve 0 ile 1 arasında bir değerde yer alması değişkenler arası uzun dönemli bir ilişkiye işaret etmektedir. Tablo 4'de görüldüğü gibi, her iki modelin hata terimine ait katsayısı da negatif olup, 0 ile 1 arasında yer almaktadır. Bu sonuç şu şekilde yorumlanabilir; S&P ABD devlet tahvili endeksi ile Dow Jones AAA dereceli sukuk getiri endeksi uzun dönemde dengeye yaklaşmakta, aynı denge durumu S&P 500 tahvil endeksi ile S&P yüksek getirili sukuk endeksi arasında da görülmektedir. S&P ABD devlet tahvili endeksindeki 1 birim dengesizliğin yaklaşık olarak % 0,75'i bir dönem sonra düzelirken, S&P 500 tahvil endeksindeki 1 birim dengesizliğin yaklaşık % 1,63'ü bir sonraki döneme düzelmektedir. Özel sektör tahvil piyasasındaki dengesizliğin düzelmesi (yaklaşık 61 dönem- 3 ay sonra), devlet tahvili piyasasındaki dengesizliğin düzelmesine göre (yaklaşık 133 dönem-6,5 ay sonra) daha kısa sürede gerçekleşmektedir.

6.3. Granger Nedensellik Analizi

Değişkenler arası uzun dönemli ilişkiler incelendikten sonra, kısa dönemli ilişkilerin varlığı ve yönü de araştırılmıştır. Kısa dönemli ilişkiler için Granger nedensellik analizi kullanılmıştır. Bu analizle değişkenlerden birinde meydana gelen değişikliğin diğer değişkende değişik yaratıp yaratmadığı çift yönlü olarak test edilmektedir (Brooks, 2002: 339-340). Granger nedensellik testinin hipotezleri aşağıda yer almaktadır.

H_0 : X, Y'nin Granger nedeni değildir (X'den Y'ye Granger nedenselliği yoktur)

H_1 : X, Y'nin Granger nedenidir (X'den Y'ye Granger nedenselliği vardır)

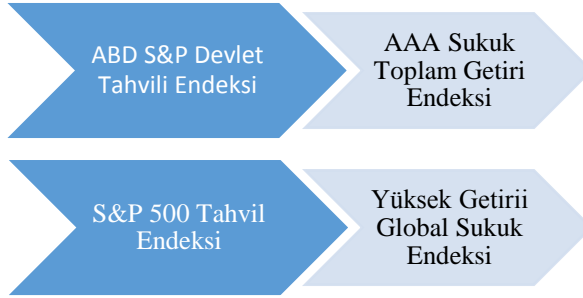
Öncelikle her bir model için optimal gecikme uzunlukları, LR test istatistiği, son tahmin hata kriteri (FPE), Akaike bilgi kriteri (AIC), Schwarz bilgi kriteri (SC), Hannan-Quinn bilgi kriteri (HQ) dikkate alınarak belirlenmiştir. Yapılan testler sonucunda, birinci model için en

uygun gecikme uzunluğu olarak 1, ikinci model için ise 2 olarak belirlenmiştir. Tablo 5’de granger nedensellik testi sonuçları görülmektedir.

Tablo 5: Granger Nedensellik Testi Sonuçları

| Bağımlı Değişken: asukuk | | |
|----------------------------------|----------------|-----------------|
| Bağımsız Değişken | Ki-Kare | p-değeri |
| tbond | 12.79401 | 0.0003 |
| Bağımlı Değişken: tbond | | |
| Bağımsız Değişken | Ki-Kare | p-değeri |
| asukuk | 3.566346 | 0.0590 |
| Bağımlı Değişken: hysukuk | | |
| Bağımsız Değişken | Ki-Kare | p-değeri |
| bond | 28.08653 | 0.0000 |
| Bağımlı Değişken: bond | | |
| Bağımsız Değişken | Ki-Kare | p-değeri |
| hysukuk | 1.789804 | 0.4086 |

Şekil 1: Nedensellik İlişkisi ve Yönü



Granger nedensellik analizi sonuçlarına göre, ABD’de ihraç edilen devlet tahvil endeksindeki değişim, AAA dereceli toplam sukuk getiri endeksindeki değişimin bir nedenidir. Bununla birlikte tersi yönde bir ilişkinin varlığı istatistiki olarak %5 düzeyine göre anlamlı değilken, %10 düzeyinde anlamlı kabul edilebilir. Diğer yandan ABD’deki en büyük 500 şirketin tahvil endeksi ile yüksek getirili sukuk endeksi arasındaki ilişki tek yönlü olup tahvil endeksinden sukuk endeksine doğrudur. Diğer bir deyişle, S&P 500 tahvil endeksindeki bir değişim, yüksek getirili sukuk endeksindeki değişimin bir nedenidir, fakat aksi yönde bir ilişkinin olduğuna dair istatistiki bir kanıt bulunamamıştır.

7. Sonuç

Para ve sermaye hareketleri, günümüz ekonomisinde büyük etkiler yaratmaktadır. İthalata dayalı büyüme ve yetersiz tasarruf birikimi

nedeniyle yatırımların finansmanında kullanılmak üzere yabancı sermayeye ihtiyaç duyulduğu bilinen bir gerçektir. Döviz kurlarındaki ataklarla ve krizlerle mücadele edebilmek için döviz rezervlerinin sağlamlaştırılması, bu kapsamda yabancı sermayeyi ülkeye çekebilecek sağlam bir sistematüğün oluşturulması gereklidir. Malezya'da olduğu gibi, Müslüman yatırımcının sahip olduğu fonlarını yatırılabileceği bir finans sistemini oluşturmak, ülkelerin ekonomik gelişime katkı sağlamaktadır. Bu doğrultuda İslami sermayeyi finansal piyasalar içerisine entegre eden sukuk yatırım aracının da önemli bir rolü bulunmaktadır. Sukuk piyasasının işlem hacminin artması, derinleşmesi, ikinci piyasaların oluşması ve sürdürülebilir hale gelmesi için tüm dünyada çalışmalar devam etmektedir.

Bu çalışmada Amerika'nın devlet tahvili getiri endeksleri ile sukuk getiri endeksleri arasındaki ilişkiler 2008-2018 dönemi için incelenmiştir. Endekslerin risk yapılarının benzerlik göstermesi için devlet tahvili endeksi ile AAA dereceli sukuk endeksi bir model içerisinde değerlendirilmiş, diğer bir modelde ise özel sektör tahvil endeksi (Amerika'da faaliyet gösteren en yüksek değerli 500 şirketin tahvil endeksi) ile yüksek getirili sukuk endeksi ele alınmıştır. Yapılan ekonometrik analizlerde, hem devlet tahvili hem de özel sektör tahvili getiri endekslerinin sukuk getiri endekslerini kısa ve uzun dönemde etkilediği bulgusu elde edilmiştir. Sonuçlara göre ABD'de 2008-2018 döneminde geleneksel tahvil piyasasındaki getiriler, İslami sermaye piyasasındaki getirileri etkilemektedir.

Belirli bir dönemde ortaya çıkan ekonomik, siyasi ya da toplumsal bir olay piyasadaki tüm yatırım araçlarını etkisi altına almaktadır. Bu nedenle yatırımların getiri oranları benzer eğilimler gösterebilmekte, hatta birbirine yaklaşabilmektedir. Sukuk bir para politikası aracı olarak kullanılabilirdiği gibi, para politikası kararlarının da etkisi altında kalmaktadır. Özellikle son bir yıldır merkez bankaları tarafından politika faiz oranlarının yükseltilmesi, sukuk piyasasında da fonlama maliyetlerinin artmasına neden olmuştur. Sukuk piyasalarının hem ulusal hem de uluslararası yatırımcıların ilgisinin çekecek şekilde geliştirilmesi, yüksek sukuk talebi karşısında sukuk ihraçlarının artırılarak daha dengeli bir piyasanın oluşturulması ve ikincil piyasaları destekleyerek sukukun likiditesinin yükseltilmesi ekonomik olarak ülkemize de katkı sağlayacaktır.

Kaynaklar

Asian Development Bank. (2018), *Asia Bond Monitor*, June 2018, <https://www.adb.org>, (Erişim Tarihi: 28.08.2018).

- Afshar, T.A. (2013), Compare and contrast sukuk (Islamic bonds) with conventional bonds, are they compatible?, *The Journal of Global Business Management*, 9(1), 44-52.
- Alam, N., Hassan, M.K., Haque, M.A. (2013), Are Islamic bonds different from conventional bonds? International evidence from capital market tests, *Borsa Istanbul Review*, 13, s.22-29.
- Ariff, M., Safari, M., Mohammed, S. (2013), Sukuk securities and conventional bonds: Evidence of significant differences, *Social Sciences&Humanities*, 21(2), s.621-638.
- Aydın, E. ve Ayyıldırım, K. (2015), Kira Sertifikalarının ve Varlık Kiralama Şirketlerinin Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi Bakımından Değerlendirilmesi, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 46, s.43-74.
- Bidabad, B., Hassan, A., Ben Ali, M.S. Allahyarifard, M. (2011), Interest Free Bonds and Central Banking Monetary Instruments, *International Journal of Economics and Finance*, 3(3), s.234-241.
- Brooks, C. (2002), *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Büyükakin, F. ve Önyılmaz, O. (2012), Faizsiz Finansman Bonusu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 4(7), s.1-16.
- Büyükakin, F. ve Bilal, E. (2016), Finansal Krizlere Karşı Sukukun Uygulanabilirliği Üzerine Bir Değerlendirme, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(14), s.33-55.
- Dewandaru, G., Bacha, O.I., Masih, A.M.M., Masih, R. (2015), Risk-return characteristics of Islamic equity indices: Multi-timescales analysis, *Journal of Multinational Financial Management*, 29, s.115-138.
- Fathurahman, H., Fitriati, R. (2013), Comparative Analysis of Return on Sukuk and Conventional Bonds, *American Journal of Economics*, 3(3), s.159-163.
- Godlewski, C.J., Turk-Ariss, R., Weill, L. (2013), Sukuk vs.conventional bonds: A stock market perspective, *Journal of Comparative Economics*, 41, s.745-761.
- Gujarati, D. N. (2005), *Temel Ekonometri*, Çev.: Şenesen, Ü., & Şenesen, G. G., 3. baskı, İstanbul: Literatür Yayıncılık.

- Hanefah, M. M., Noguchi, A., Muda, M. (2013), Sukuk: Global Issues and Challenges, *Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues*, 16(1), s.107-120.
- ICD-Thomson Reuters. (2018), *Islamic Finance Development Report 2017 Towards Sustainability*, <https://www.icd-pc.org>, (Erişim Tarihi: 07.09.2018).
- International Islamic Financial Market (IIFM). (2018), *IIFM Sukuk Report 2018 (7th Edition) A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market*, <http://www.iifm.net>, (Erişim Tarihi: 29.08.2018).
- Islamic Financial Services Board (IFSB). (2018), *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2018*, <https://www.ifsb.org>, (Erişim Tarihi: 10.09.2018).
- İçellioğlu, C.Ş. (2013), *Gayrimenkul Ekonomisi*, No:93, İstanbul: Derin Yayınları.
- Karatas, A., Nienhaus, V. (2015), Comparing Sukuk and Conventional Securities: The Challenge of Consistency, *Journal of Islamic Banking and Finance*, 3(2), s.15-23.
- Naifar, N., Mroua, M., Bahloul, S. (2017), Do regional and global uncertainty factors affect differently the conventional bonds and sukuk? New evidence, *Pacific-Basin Finance Journal*, 41, s.65-74.
- Özeroğlu, A.İ. (2014), Sukuk ve Türkiye’de Sukukun Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi, *Tarih Okulu Dergisi*, XIX, s.751-772.
- Sevinç, E. (2013), Sukuklardan Oluşan Eşit Ağırlıklandırılmış Portföy İle Türkiye’de İhraç Edilmiş Eurobondlardan Oluşan Eşit Ağırlıklandırılmış Portföyün Riske Maruz Değerinin Karşılaştırılması, *Bankacılar Dergisi*, 86, s.78-100.
- Sevüktekin, M., ve Nargeleçekenler, M. (2010), *Ekonometrik Zaman Serileri Analizi*, Geliştirilmiş 3. Baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- S&P Global Ratings. (2018), *Global Sukuk Market Outlook: Another Strong Performance in 2018?*, <https://spratings.com>, (Erişim Tarihi: 28.08.2018).
- Tekin, A. (2017), Türkiye’de Kira Sertifikaları İle İslami Finans Piyasalarındaki Eşdeğer Ürünler Arasında Bir Karşılaştırma, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 20(2), s.160-175.

- Ulusoy, A., Ela, M. (2016), Sukukun İkinci El Piyasa Sorunu, *Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi*, 8(1), s.55-70.
- Yakar, S., Kandır, S.K. ve Önal, Y.B. (2013), Yeni Bir Finansman Aracı Olarak Sukuk-Kira Sertifikası ve Vergisel Boyutunun İncelenmesi, *Bankacılar Dergisi*, 84, s.72-94.