

SUKUKUN İKİNCİ EL PİYASA SORUNU¹

Ahmet Ulusoy

Prof. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF, Maliye Bölümü

aulusoy@ktu.edu.tr

Mehmet Ela

Arş. Gör., Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi, İİBF, Maliye Bölümü

mehmetela@osmaniye.edu.tr

Özet

Sukuk, son yıllarda artan büyüme hızı ile ilgiyi üzerine çekmiş olan bir İslami finansal üründür. Önemli bir aşama kaydetmiş olan sukukun bu gelişimine rağmen henüz ikincil piyasası oldukça sığ durumdadır. Bu durumun temel nedeni yatırımcıların sukuku satın alıp vadeye kadar elde tutma gelenekleridir. Sukukun vadeye kadar elde tutulmasının birçok nedeni sayılabilmekle birlikte en temel nedeni sukuk arzının talebi tam olarak karşılayamamasıdır. Gerçekten, çalışmada yer verilen bazı temel nedenlerden dolayı sukuk arzı düşükken sukuk talebi oldukça yüksek düzeydedir. Bu durumun çözümü ise şüphesiz devletlerin sukuk ihracını arttırmasında, sukuka yönelik yasal ve vergisel düzenlemelere gitmesinde ve sukukta standartlaşmayı yakalamasında yatmaktadır.

Bu çalışmada, sukukun vadeye kadar elde tutulma nedenleri ve sonuçları ele alınmış ve bu probleme yönelik olarak çözüm önerileri sunulmuştur.

Anahtar Kelimeler: *Sukuk, İkincil piyasa, Sukuk arz ve talebi.*

¹ Bu çalışma 14.10.2016 tarihinde Adana'da gerçekleşen IV. Sosyal Bilimler Araştırmaları Konferansında sunulan bildirinin gözden geçirilerek genişletilmiş halidir

Alan Tanımı: *İslami Finans*

THE SECONDARY MARKET PROBLEM OF SUKUK

Abstract

As an Islamic financial instrument, sukuk has grown very rapidly and taken stage in recent years. In spite of its rapidly growing, its secondary market is shallow. The main reason of this is buy and hold to maturity tradition. There are a lot of reasons of this buy and hold to maturity tradition but the main reason is scarcity of sukuk supply and high sukuk demand. Due to the reasons which studied in this paper, sukuk demand exceeds sukuk supply. The solution of this problem is rising sukuk supply. In this regard, governments can rise sukuk issuance make legal and tax regulations about sukuk and issue more standardized sukuk.,

Keywords: *Sukuk, Secondary market, Sukuk supply and demand.*

JEL Code: *G12, G14, G15.*

1. GİRİŞ

Sukuk özellikle son yıllarda İslami finansal bir enstrüman olarak İslami finans piyasasının yükselen yıldızı olarak göze çarpmaktadır. Öyle ki sukuk arzları son yıllarda giderek artışını sürdürmektedir. Buna mukabil olarak sukuk talebi arzın üzerindeki seviyesini korumaya devam etmektedir. Sukuk arz ve talebindeki bu artışa rağmen sukuk tam olarak potansiyelini gerçekleştirmiş değildir. Bunun temel sebepleri arasında kuşkusuz sukukun vadeye kadar elde tutulması yer almaktadır. Sukuk talebi, arzı aştığından dolayı yatırımcılar ellerindeki sukuku sattıklarında yerine koyacak aynı kalitede bir sukuk bulmak konusunda zorlanacaklarını bildiklerinden ellerindeki sukuku satmak istememektedirler. Bu durumun bir sonucu olarak sukukun ikincil piyasası oldukça sığ kalmaktadır. Bu durum ise birçok sukuk piyasası problemlerine yol açmaktadır.

Sukukun vadeye kadar elde tutulma geleneği kuşkusuz sukuk arzının talebi karşılayamamasının bir sonucudur. Sukuk arzları artışını sürdürse de talebi

karşılatabilmenin oldukça ötesindedir. Sukuk arzının kısıtlı olmasının ve sukuk ihraçlarının potansiyeline ulaşamamasının arkasında birçok problem yatmaktadır. Bu problemler arasında sukuk ihraç etmenin maliyetlerinin oldukça yüksek olması, yetersiz devlet sukuku ihraçları sonucunda özel sektör için gösterge (benchmark) getiri oranı belirlenememesi ve sukuk ihraç etmeye yönelik olarak birçok ülkedeki yasal ve vergisel düzenlemelerin yetersiz olması sayılabilmektedir. Bu anlamda yine sukuk talebi sukuk arzlarının en az birkaç katı olmayı sürdürmektedir. Sukuk talebinin son derece fazla olmasının arkasında ise, sukuk yatırımcılarının genellikle uzun vadeli yatırımcılar olan bankalar, fonlar ve merkez bankaları olması, sukukun portföy çeşitlendirmesi için aranan bir enstrüman olması, sukukun getirisinin genel olarak benzer vade ve dereceye sahip geleneksel tahvillere göre yüksek olması, sukukun reel bir varlığa dayanmasından dolayı özellikle krizlerden sonra güvenli bir yatırım aracı olarak görülmeye başlanması ve İslami finansal kuruluşların likidite yönetimi için çok fazla seçeneğe sahip olmaması yatmaktadır.

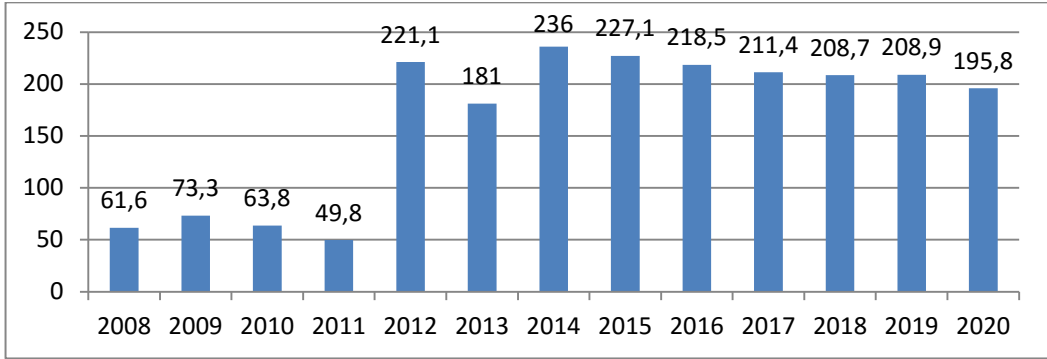
Sukuk talebinin arzdan fazla olması sonucunda sukuk genellikle vadeye kadar elde tutulmakta ve bu nedenle de ikincil piyasa gelişmemektedir. Bu durumun kuşkusuz önemli sonuçları vardır. Bunların hemen başında sukukun ikincil piyasasının zayıf olmasından dolayı yatırımcıların daha yüksek getiri istemesi sonucunda ihraç maliyetlerinin artması sayılabilmektedir. Yine sukuk ikincil piyasasının zayıf olmasından dolayı ikincil piyasada etkin bir fiyatlama da yapılamamaktadır. Bu sonuç ise sukuk piyasasının gelişimini olumsuz etkilemektedir.

2. SUKUKUN VADEYE KADAR ELDE TUTULMA NEDENLERİ

Sukuku satın alıp elde tutmak sukuk piyasasının geleneği haline gelmiştir (Bennett ve Iqbal, 2011:70; Iqbal ve Mirakhor, 2011:198). Bu anlamda sukukun vadeye kadar elde tutulmasının nedenleri çeşitlidir. Bunlar arasında Şeri kısıtlardan dolayı bazı (murabaha ve salam sukuk gibi) sukuk türlerinin ikincil piyasada ticaretinin kısıtlanmış olması (Iqbal ve Mirakhor, 2011:187), global ve

standartlaşmış sukuk ticaret platformlarının (ikincil piyasa platformlarının) yetersizliği (E&Y, 2012), birçok sukuk ihracının borsalarda listelenmemiş (Azzam, 2015) ve derecelendirilmemiş olması (ADB, 2014; McMillen, 2007:431) ve sukukun Şeriata uygunluğuna ve ikincil piyasada ticaretinin yapılabilirliğine ilişkin standardizasyonun olmaması (El Qorchi, 2005) sayılabilmektedir. Ancak burada belirtmek gerekir ki sukukun vadeye kadar elde tutulmasının en temel nedeni sukuk arzının yetersizliğidir (Bennett ve Iqbal, 2011:70; Iqbal ve Mirakhor, 2011:198).

Grafik 1: Sukuk Talep Açığı (Milyar Dolar)



Kaynak: Reuters, 2014b:32.

Grafik 1’den de görüldüğü üzere sukuk talep açığı özellikle 2012 yılından itibaren oldukça yüksek seviyeye ulaşmış bulunmaktadır. Ayrıca grafik 1’de yer alan Reuters (2014b:32) tahminlerine göre yakın gelecekte bu açığın kapanması beklenmemektedir. Sukuk talep açığının nedeni bir yandan arzın çok kısıtlı olmasına karşılık diğer yandan talebin yüksek seviyelerde olmasıdır. Aşağıda arzın kısıtlı olması ve talebin yüksek olmasının nedenlerine değinilecektir.

2.1. Arzı Etkileyen Unsurlar

Sukukun vadeye kadar elde tutulmasının temel nedenlerinden birisi hiç kuşkusuz sukuk arzının oldukça kısıtlı olmasıdır. Son yıllardaki hızlı ihraç artışlarına rağmen sukuk arzı talebi karşılamaktan oldukça uzaktır. Bu durumun temel sebepleri arasında yüksek ihraç maliyetleri, devlet sukuku ihraçlarının azlığı ve sukuk ihracına yönelik yasal ve vergisel düzenlemelerin yetersizliği yer almaktadır. Aşağıda bu sebeplere değinilecektir.

2.1.1. Yüksek İhraç Maliyetleri

Sukuk arzının kısıtlı olmasının nedenlerinin başında yüksek ihraç maliyetleri gelmektedir (Reuters, 2014a). Şöyle ki sukuk için başlangıç giderleri geleneksel tahvile göre yüksek olabilmektedir. Bu açıdan sukukun İslami kurallara uyma gereği, karmaşıklığı, çeşitli hukuki ve dini danışmanlık hizmetleri gereğini de beraberinde getirmektedir (Yean, 2009:12). Bunun temel nedeni ise Şeri kurallara uyma gereği ve standartlaşmanın olmamasıdır.

Sukukun ihraç maliyetlerinin geleneksel tahvilden daha yüksek olması sorunu (ADB, 2014:42). potansiyel ihraçları da engellemektedir. Örneğin, Kanada gibi sukuk ihraç etmek isteyen bazı ülkeler ihraç maliyetlerini oldukça yüksek bulmaktalar. Kanada Finans Bakanlığı sözcüsüne göre “Bu yeni geleneksel olmayan ürün oldukça yüksek ihraç maliyetine sahiptir. Artan maliyetler devletimizi düşük maliyetli ürünlerle fonlama amacımızı karşılamamaktadır.” (Reuters, 2014a).

2.1.2. Yetersiz Devlet Sukuku İhraçları

Son yıllarda devlet sukuku ihraçları sukuk piyasasını domine etmekle birlikte hala düşük seviyededir. Devlet sukuku ihraçlarının yetersizliği özel sektörün ihraçları için de engel teşkil etmektedir. Şöyle ki, devlet sukuku ihraçlarında sunulan getiri oranı diğer ihraççılar (özel sektör) tarafından gösterge getiri olarak alınmaktadır. Devlet sukuku ihraçlarının olmaması ise söz konusu ülkelerde getiri eğrisinin oluşmasını engellemektedir (IFSB, 2016:19).

Diğer yandan devlet sukuku ihraçları basitliği ve genel kabul görmüslüğü nedeniyle ijara sukuka yoğunlaşmış durumdadır. Malezya, Katar, Endonezya gibi

ülkelerde çeşitli sukuk tiplerini ihraç edebilecek yasal altyapı kurulmuşken birçok ülke (Türkiye de dahil) hala bu yasal ve vergisel altyapıdan yoksundur. Bu bağlamda birçok ülkenin hala muşaraka, wakala gibi diğer sukuk türlerini ihraç etmediği görülmektedir. Bu durum özel sektör için gösterge (benchmark) getiri oranı² oluşmasını ve dolayısıyla özel sektör ihraçlarını engellemektedir (Ulusoy ve Ela, 2016a: 354-355).

2.1.3. Yasal ve Vergisel Düzenlemelerin Eksikliği

Sukukun Şeri kısıtlara uyma zorunluluğundan kaynaklanan karmaşıklığı sukuka özgü yasal ve vergisel düzenlemeleri gerektirmektedir. Sukukun ihraç edilebilmesi için gerekli olan Özel Amaçlı Kuruluşa yönelik düzenlemeler ve sukukun sağladığı yararlanma (intifa hakkı) gibi kurum ve kavramlara yönelik yasal çerçeve sukukun ihraç edilebilmesi için oldukça gereklidir. Sukukun kullanılması için yasal düzenlemelerin gereği konusunda birçok neden sayılabilir. Sukuk, öncelikle bir özel amaçlı kuruluşun (SPV) kurulmasını gerektirir ve faiz yerine dayanak varlık temelli olduğundan birçok transferi de bünyesinde barındırır (Deloitte, t.y.:9; Clifford Chance, 2013; RAM, 2014:2). Ancak ülkelerde sukukun ihraç edilebilmesi için yasal düzenlemeler yapılmakla birlikte birçok ülke hala bu konuda gerekli düzenlemeleri tamamlamamıştır (IFSB, 2016:19).

Sukuk ihracını olumsuz etkileyen konulardan birisi de sukukun vergilendirilmesine ilişkindir. Sukuk Şeri kısıtlara uymak zorunda olduğundan varlığın birçok kez transferini de bünyesinde barındırır. Bu transferle sukukun ekonomik özüne yönelik olmayan damga vergisi, KDV, servet vergisi, sermaye kazanç vergisi gibi birçok verginin doğmasına neden olabilmektedir (Deloitte, t.y.:9; Clifford Chance, 2013). Dolayısıyla gerekli yasal düzenlemeler yapılmadığında sukuk geleneksel tahvile karşı vergisel açıdan dezavantajlı duruma düşmektedir (Ulusoy ve Ela, 2016b). Şu halde gerekli yasal ve vergisel düzenlemeler yapılmadan sukuk ihraçlarının artması beklenmemelidir.

² Yatırımcıların sertifikayı almak için kabul edebileceği en düşük getiridir. Genellikle kamu ihraçlarında yer alan getiri oranı baz alınarak bulunur.

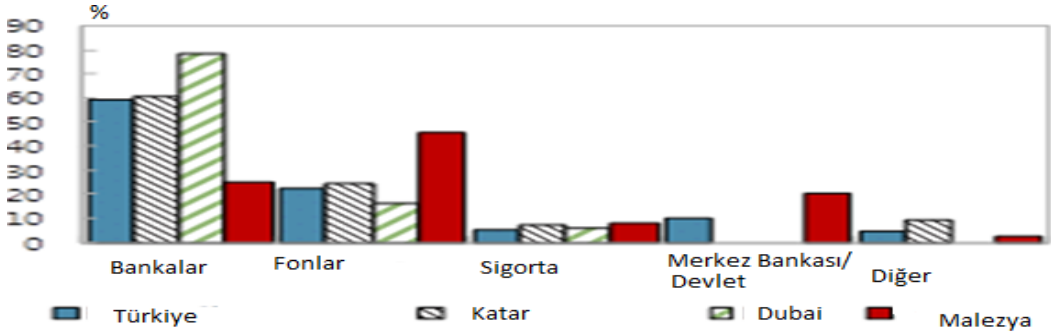
2.2. Talebi Etkileyen Unsurlar

Sukukun vadeye kadar elde tutulmasının nedenlerinden bir tanesi de sukuk talebinin sukuk arzından oldukça yüksek olmasıdır. Grafik 1'den de görüldüğü üzere sukuk talep açığı 2012 yılından sonra artarak 200 milyar doları aşmıştır. Sukuk talebinin bu denli yüksek olmasının temel nedenleri yatırımcı profili, portföy çeşitlendirmesi, sukukun getirisi, sukukun güvenli bir yatırım aracı olarak görülmesi ve likidite yönetim aracı olarak kullanılması olarak sıralanabilir.

2.2.1. Yatırımcı Profili

İkincil piyasada likiditenin olmamasının temel nedenlerinden biri yine yatırımcı profilinden kaynaklanmaktadır. Grafik 2'den de görüldüğü gibi sukuk çoğunlukla İslami ve İslami olmayan bankalar emeklilik fonları ve sigorta şirketlerince elde tutulmaktadır. Bu yatırımcıların çoğu da fonlama yapısını uyumlaştırmaya çalışan uzun vadeli yatırımcılardır (Ascarya ve Yumanita, 2008:403). Bu anlamda söz konusu yatırımcılar sukuku uzun vadeli bir yatırım aracı olarak düşünmektedirler. Böylece yatırımcılar sukukları ikincil piyasa ticaretine konu etmekten imtina etmektedirler. Bu durumun diğer bir sonucu da sukukun ortalama bir bireysel yatırımcı için ulaşılabilir olmamasıdır. Bu açıdan bireysel yatırımcılar kısmında genellikle zengin Müslümanlar yer almaktadır (Yean, 2009:12). Diğer ortalama yatırımcılar ise birincil piyasada sukuk satın almakta zorlanmaktadır.

Grafik 2: Sukuk Yatırımcıları Profili



Kaynak: World Bank (t.y.).

2.2.2. Portföy Çeşitlendirmesi

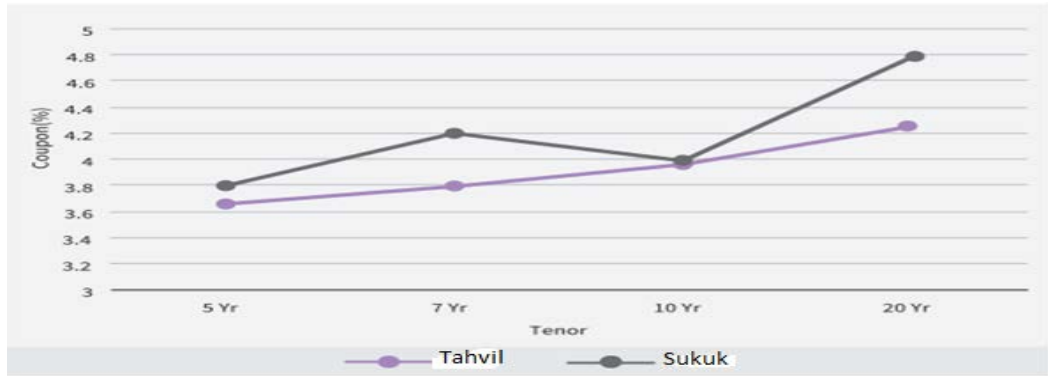
Sukuk İslami yatırımcılar yanında geleneksel yatırımcılardan da özellikle son zamanlarda büyük ilgi görmektedir. Özellikle geleneksel yatırımcıların sukuka yatırım yapma nedeni olarak getiri elde etmek yanında portföy çeşitlendirmesi öne çıkmaktadır (Alawi ve Al-Quati,2014:3). Bu anlamda sukuk geleneksel olmayan yatırımcıların portföyüne girerek onlara birtakım avantajlar sağlamaktadır (Hanefah vd., 2013:117). İlk olarak bir portföyde varlığa dayalı bir menkul kıymete sahip olmak portföyün çeşitlendirmesi anlamına gelmektedir (Ismail, 2013:12). Dahası Cakir ve Raei (2007)'ye göre portföyde geleneksel tahviller yanında sukukun da olması riske maruz değeri azaltmaktadır. Diğer yandan sukuk daha gelişmiş portföy, likidite ve risk yönetimi araçları sunarak (finansal) kurumların sağlamlığını ve istikrarını arttırmaktadır (Zakaria vd., 2012: 663). Böylece, sukuk geleneksel yatırımcılarca (kurumsal ve bireysel) yatırımların çeşitlendirilmesi amacıyla yoğun biçimde talep edilmektedir.

2.2.3. Sukukun Getirisi

Yatırımcıların sukuku vadeye kadar elde tutmasının ve sukuka aşırı talep göstermesinin temel nedenlerinden birisi de sukukun geleneksel tahvillere nazaran

daha fazla getiri sunmasından kaynaklanmaktadır (Y-Sing ve Richter, 2009; Boumediene, 2015:335). Şöyle ki, sukuk ihraçlarında geleneksel orana (LIBOR'a dayalı) ek primler eklenerek getiri oranı bulunmaktadır. Yani, sukukun getiri oranı genellikle benzer kredi derecesi ve vadeye sahip geleneksel tahvillerin getiri oranına ek primler vererek belirlenmektedir (IFSB, 2015:20,49; Zaidi, 2007). Bu anlamda sukuk geleneksel tahvillere göre daha yüksek getiri oranı sunmaktadır. Bu açıdan sukuk ihraçları 2015'te de derin ve aktif ikincil piyasaya sahip olan ülkelerde bile ek primler vermeye devam etmektedir. Örneğin Grafik 3'den görüleceği üzere 2015'te Malezya Devleti, sukuk ihraçları 5 yıldan 20 yıla kadar olan vadelere sahip sukuklarda benzer tahvillere göre 15 ila 50 baz puan daha fazla prim vermektedir. Şöyle ki, ek oranlar 7 ve 20 yıllık vadeye sahip sukuklarda oldukça yüksektir.

Grafik 3: Sukuk ve Geleneksel Tahvil Getirisi



Kaynak: IFSB, 2016:106.

Sukukun ek oranlarla gelen yüksek getirisi ile ikincil piyasanın likit olmaması arasında kendi arasında bir döngü de oluşmaktadır. Bu anlamda yatırımcılar likit olmayan ikincil piyasanın tazmin edilmesi için sukukta geleneksel tahvile göre

daha yüksek getiri talep etmektedirler (Reuters, 2014a; ADB, 2014:42;). Bu durumda yatırımcılar ellerindeki sukuku sattıklarında yerine yeni yüksek getirili sukuk bulamayacaklarını düşündüklerinden sukuk ticareti oldukça sınırlı düzeyde kalmaktadır.

2.2.4. Sukukun Güvenli Yatırım Aracı Olarak Görülmesi

Sukuk, reel bir varlığa dayandığından yatırımcılar açısından geleneksel tahvilden daha güvenli bir liman olarak kabul edilmektedir (Ismail, 2013:11; E&Y, 2012). Bu nedenle de geleneksel yatırımcılar tarafından talep edilen sukuk miktarı da özellikle finansal kriz ve Avrupa borç krizinin ardından artmıştır (E&Y, 2012).

Küresel kriz hiç kuşkusuz geleneksel tahvil piyasası yanında sukuk piyasasını da önemli ölçüde etkilemiştir. Öyle ki sukuk ihraçları 2008'de %50'den fazla düşmüştür. Sabit getirili piyasadan yatırımcıların kaçınmasına neden olan kredi daralması hiç kuşkusuz sukuk piyasasını da etkilemiştir. Ancak belirtmek gerekir ki kriz sukuku geleneksel tahvile nazaran daha az etkilemiştir (Ahmad vd., 2015: 260; Ahmad ve Radzi, 2011:6). Bu durum göstermektedir ki sukuk özellikle yaşanan krizlerin ardından yatırımcılar açısından daha güvenli bir liman olarak görülmektedir.

2.2.5. Sukukun Likidite Yönetim Aracı Olarak Kullanılması

Son yıllarda artan İslami bankacılık, İslami finansal kuruluşların sayısını arttırarak sukuk piyasalarının gelişiminde önemli rol oynamaktadırlar (E&Y, 2012). Şöyle ki İslami finansal kuruluşlar, faiz taşıyan enstrümanlara yatırım yapmadıklarından paralarını kullanacakları sınırlı sayıda ürün ve enstrümana sahiptirler (Zaidi, 2007). Bu durum ise fazla likit varlıkları yönetmelerini zorlaştırmaktadır. Likidite fazlalığına çözüm olarak ortaya çıkan sukukun arzı ise talebi karşılamaktan oldukça uzaktır. Dolayısıyla İslami piyasada likidite ve fon yönetiminde kullanılacak sınırlı sayıda enstrümanın olması sonucunda İslami finans kuruluşları yatırım yaptıkları sukuku ellerinde tutarak likiditelerini yönetmeye çalışmaktadır (Ayub, 2007:411). Ancak sukukun kıtlığı bu işlevini tam olarak yerine getirmesini de engellemektedir. Böylece kıt olan sukuka ulaşmaya çalışan İslami finansal

kuruluşlar kısıtlı olan yatırım seçeneklerini satmaktan ziyade elde tutmaya devam etmektedirler. Sonuçta sukuk ikincil piyasası gelişmemektedir.

3. SUKUKUN VADEYE KADAR ELDE TUTULMASININ SAKINCALARI

Sukukun vadeye kadar elde tutulmasının birçok sonuçları söz konusudur. Bunlardan birincisi, sukuk getirilerinin yüksek olmasıdır. Nitekim yatırımcılar sınırlı ikincil piyasanın bu durumunu tazmin etmek için daha yüksek getiri talep etmektedir. Sonuçta ihraççılar daha fazla getiri sunmak zorunda kalmaktadır (Y-Sing ve Richter, 2009; Boumediene, 2015:335). Bu durum ise ihraç maliyetlerini arttırmakta (IFSB, 2015:49), potansiyel sukuk ihraçlarını engellemekte ve sukuk piyasasını olumsuz etkilemektedir.

Sukukun vadeye kadar elde tutulması şüphesiz ikincil piyasada etkin bir fiyatlamamanın yapılmasını da engellemektedir. İkincil piyasanın likit olmaması fiyat bozulmasına (price distortion)³, ihraççıların sukuk ihracı konusunda isteksizliğine (Y-Sing ve Richter, 2009) ve düşük sukuk arzına neden olmaktadır.

Sukukun ikincil piyasanının gelişimi yüksek oranda birincil piyasanın gelişimine bağlıdır. Bu anlamda ikincil piyasanın derin olmamasının temel nedenlerinden birisi de birincil piyasanın zayıf olmasıdır. Ancak unutulmamalıdır ki ikincil piyasanın derinliği birincil piyasanın gelişimi için gereklidir (Iqbal ve Mirakhor, 2011:130). Bu anlamda sukukun vadeye kadar elde tutulması ikincil piyasayı olumsuz etkilemektedir.

4. SONUÇ

Sukuk, İslami finans piyasasının en çok başvurulan enstrümanı olarak son yıllarda büyümesini hızla sürdürmektedir. Bu anlamda sukuk arz ve talebi hızla artmaya

³ Sukukun ikincil piyasanının zayıf olması sukukun tam anlamıyla fiyatlandırılmamasına neden olmaktadır ki buna fiyat bozulması denmektedir.

devam etmektedir. Buna rağmen sukuk talebi arzın oldukça üstünde olduğundan sukuk vadeye kadar elde tutulmaktadır. Şöyle ki, sukuk arzının kıtlığı veri iken elindeki sukuku sattığında yenisini bulamayacağını bilen yatırımcı sukuku satmaya yanaşmamaktadır. Böylece sukuk ikincil piyasası sığ kalmaya devam etmektedir. Sığ ikincil piyasa (sukuk likiditesinin düşüklüğü) ise birincil piyasanın gelişimini engellemektedir.

Sukukun vadeye kadar elde tutulmasının birçok nedeni söz konusudur. Bunlardan en önemlisi, sukuk arzının talebi karşılayamıyor olmasıdır. Sukuk arzı ise yüksek ihraç maliyetleri, yeterli devlet sukuku ihracının olmayışı ve sukuk ihracına yönelik yasal ve vergisel düzenlemelerin istenen düzeyde olmaması nedeniyle kısıtlanmaktadır. Buna karşılık sukuk talebi ise kısa dönemde karşılanamayacak kadar yüksektir. Bu açıdan sukuk talebinin yüksek olmasının nedenleri arasında sukuk yatırımcılarının uzun vadeli pozisyon almaları, portföy çeşitlendirmesi aracı olarak sukukun sıkça kullanılması, getirisinin geleneksel tahvillere göre daha yüksek olması, krizlere karşı güvenilir bir yatırım aracı olması ve İslami finansal kuruluşların sukuku likidite ve fon yönetim aracı olarak kullanması sayılabilmektedir.

Sukukun vadeye kadar elde tutulmasının oldukça önemli etkileri söz konusudur. Nitekim sukukun vadeye kadar elde tutulması ikincil piyasanın oldukça sığ kalmasına neden olmaktadır. Bu durumda yatırımcılar sığ ikincil piyasayı tazmin etmek için daha yüksek getiri istemekte, sukukun fiyatlanması bozulmakta ve sukuk ihraçları gereği kadar artmamaktadır. Diğer yandan sığ ikincil piyasa birincil piyasanın da gelişimine engel olmaktadır. Tüm bunlar sonucunda sukuk piyasaları gelişmemekte ve sukuk potansiyeline ulaşılamamaktadır.

Sukukun vadeye kadar elde tutulma geleneğinin son bulması ve ikincil piyasa işlem hacminin artması için hiç kuşkusuz sukuk ihraçlarının artması gereklidir. Tam da bu noktada devletlere önemli görevler düşmektedir. Devletler gerek sukuk arzını arttırarak, gerek sukuk yapısında ve Şeri açıdan standartlaşma sağlayarak ve gerekse de sukuk ihracını kolaylaştırmaya yönelik yasal ve vergisel düzenlemelere giderek sukuk ihracını arttırabilirler. Ayrıca sukuk ihraç eden bankalarla ve aracı

kurumlarla piyasa yapıcılığı sisteminin bir benzerini oluşturup ikinci el piyasada işlem hacminin belirli seviyelere çıkmasını teşvik edebilirler. Böylece gelişen ikincil sukuk piyasaları sukuk ihraçlarını cazip hale getirecektir.

Özetle ciddi bir gelişme gösteren ve İslami finans potansiyeli taşıyan sukuk'un ihracının (arz) artışı ve talebinin karşılanması için devletin teşviki, düzenleyici ve yönlendirici olarak piyasaya müdahalesi kaçınılmazdır.

KAYNAKLAR.

ADB, Asia Bond Monitor March 2014, <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/312>, [İndirme Tarihi:].

Ahmad, Wahida & Rafisah Mat Radzi. “*Sustainability of Sukuk and Conventional Bonds During Financial Crisis: Malaysian Capital Market*”, Global Economy and Finance Journal. 4:2, 2011, 1-14.

Ahmad, Nurul Wajhi; Ripain, Norazlina; Bahari, Nor Fadilah & Wan Shahdila Shah Sharar. “*Growth and Prospect of Sukuk in Malaysian Market: A Review*”, 2nd. International Conference on Management and Muamalah, 16- 17 November, 2015.

Alawi, Abdullah ve Al-Quati Saleh (2014). Sukuk: The Sharia Fixed Income Alternative Strategy. Aljazira Capital Strategy Report. http://www.aljaziracapital.com.sa/report_file/ess/SPE-171.pdf [İndirme Tarihi: 23.06.2016].

Ascarya & Diana Yumanita. “*Comparing the Development of Islamic Financial/Bond Markets in Malaysia and Indonesia*”, in: Salman Syed Ali (Ed.), Islamic Capital Markets Products, Regulation & Development. Saudi Arabia: Islamic Development Bank Publishing, 2008, ss. 375-409.

Ayub, Muhammad, Understanding Islamic Finance. England: Wiley, 2007.

Azzam, Henry T., *The Emerging Middle East Financial Market*, Bloomington:AuthorHuse, 2015.

Bennett, Michael & Zamir Iqbal. “*The Role of Sukuk in Meeting Global Development Challenges*” in: Sohail jaffer, (Ed.), *Global Growth, Opportunities and Challenges in the Sukuk Market*. United Kingdom:Euromoney Books, 2011, ss. 68-74.

Boumediene, Aniss. “*Financing Government Budget Deficit as a Liquidity Risk Mitigation Tool for Islamic Banks*”, *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*. 8:3, 2015, 329-348.

Cakir, Selim & Faezeh Raei. “*Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk*”, IMF Working Paper, No. WP/07/237, 2007).

Clifford Chance “*Hong Kong Takes Steps Towards Becoming a Centre for Islamic Finance*”, Briefing Note. Summer, 2013.

Deloitte (t.y.). *Corporate Sukuk in Europe. Alternative Financing for Investment Projects*, https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/xs/Documents/financial-services/me_islamic-finance_corporate-sukuk-in-europe.pdf, [İndirme Tarihi: 15.12.2015].

El Qorchi, Mohammed (2005). *Islamic Finance Gears Up*. *Finance and Developmet*, 42(4), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2005/12/qorchi.htm>, [İndirme Tarihi: 08.06.2016].

E&Y (2012). *Global Demand for Sukuk to Reach US\$900bn by 2017*, http://www.ey.com/NN/en/Home/PR_EY--Global-demand-for-Sukuk-to-reach-US-900bn-by-2017, [İndirme Tarihi:06.06.2016].

Hahefah, Mustafa Mohd; Noguchi, Akihiro & Muhamad Muda. “*Sukuk: Global Issues and Challenges*. *Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues*”, 16:1, 2013, 107-119.

IFSB. Islamic Financial Services Industry Stability Report 2015. Malaysia:Islamic Financial Services Board Malaysia Publishing, 2015.

IFSB . Islamic Financial Services Industry Stability Report 2015. Malaysia:Islamic Financial Services Board Malaysia Publishing, 2016.

Iqbal, Zamir & Abbas Mirakhor. An Introduction to Islamic Finance. Theory and Practice. Singapur:Wiley Finance, 2011.

Ismail, Abdul Gahfar. “*Public Private Partnerships: Lessons from Sukuk*”, IRTI Working Paper Series. WP# 1435-04, 2013.

Kuhartoum Stock Exchange (2013). Annual Report 2013, <http://www.cbos.gov.sd/en/node/1000>, [İndirme Tarihi:06.06.2016].

McMillen, Michael J.T. “*Contractual Enforceability Issues: Sukuk and Capital Markets Development*”, Chicago Journal of International Law. 7:2, 2007, 427-467.

RAM . Sukuk Focus. Sukuk and Taxation: The Road to Liberalisation. Kuala Lumpur:RAM Ratings Services, 2014.

Reuters (2014a). Islamic Finance Looks to Shake off Sukuk Pricing Hitch, <http://ww.w.reuters.com/article/islamic-finance-sukuk-idUSL6N0O60TQ20140522>, [İndirme Tarihi: 20.07.2016].

Reuters (2014b). Sukuk Perceptions & Forecast 2015, <http://thomsonreuters.com>, [İndirme Tarihi: 10.09.2016].

Ulusoy, Ahmet & Mehmet Ela. “*Türkiye’de Devlet Sukuku İhraçları ve İhtiyacı*”, 2. Uluslararası Çin’den Adriyatik’e Sosyal Bilimler Kongresi, 5-7 Mayıs 2016, Payas, 2016a, 341- 358.

Ulusoy, Ahmet & Mehmet Ela. “*Sukukun Vergilendirilmesi*”, International Joint Conference on Islamic Economics and Finance, 1-3 Ekim 2016, İstanbul, 2016b.

World Bank (t.y.). Integrating Islamic Finance into Global Finance Draft Note for the G20, <https://g20.org/wp-content/uploads/2015/09/IMF-WBG-Note-on->

Integrating-Islamic-Finance-into-Global-Finance.docx, [İndirme Tarihi: 07.07.2016].

Yean, Tan Wan (2009). Sukuk: Issues and the Way Forward. International Legal News, www.assaif.org, [İndirme Tarihi: 02.03.2016].

Y-Sing, Liao & Frederik Richter (2009). Sukuk Pricing Distorted by Thin Secondary Market, <http://www.investing.com/news/financial-news/analysis-sukuk-pricing-distorted-by-thin-secondary-market-32464>, [İndirme Tarihi: 09.08.2016].

Zaidi, Jamal Abbas. “*Overcoming Barriers to Liquidity; Commoditization, Sukuk Promoting issuance and a Secondary Market*”, Islamic Finance and Investment World Europe, 2007.

Zakaria, Nor Balkish; Isa, Mohamad Azwan Md ve Rabiatal Alawiyah Zainal Abidin. “*The Construct of Sukuk, Rating and Default Risk*”, Procedia-Social and Behavioral Sciences. 65, 2012, 662-667.