

Mega Sukuk Temerrütleri İslami Finans için Bir Asit Testi mi?

Bu makale Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu tarafından 3 aylık olarak yayınlanan Malezya İslami Sermaye Piyasası bülteninin Aralık 2009 sayısından alınmıştır.

Tercüme : Hakkı Erçetin

Malezya İslami Sermaye Piyasası 3 aylık bülteninin Kasım 2008 sayısında yer alan "İslami Finansın Esnekliği" isimli makalede vurgulandığı gibi, İslami finans, global finansal piyasa ile bağlantılı olması sebebiyle finansal krizlerden etkilenmiştir ve benzer sistematik ve spesifik risklere maruz kalmıştır. Bu nedenle, sukuk ve çok sayıdaki İslami finans ürünü risklerden, temerrütlerden ve sermaye kayıplarından da izole edilmiş değildir.

Bu makale, sukuk piyasasının darbe aldığı görünen bir zamanda konuyu tekrar ele almaktadır. East Cameron Partners ile başlayan bir dizi iflaslar üzerine çalmaya başlayan alarm zilleri, Investment Dar fiyaskosu ve en son ortaya çıkan ve 80-90 milyar USD borcun risk altında olduğu öngörülen Dubai finansal krizi ile birlikte sukukun risklerine dair endişeyi arttırmıştır¹. Hesabın büyüğüne maruz kalan Nakheel ve Dubai World oldu ve onlar yükümlülüklerini yerine getirmeye gayret ederken şok dalgaları global finans piyasasının her tarafına yayılmıştı. İronik bir şekilde, 2008 kredi krizinden burnu bile kanamadan kurtulan çok uluslu bankalar bu kez paçayı kurtaramadı. Pakistan'da ortaya çıkan 95 milyon tutarında diğer bir sukuk temerrüdü rapor edilmiştir².

Dubai sorununda, Emirlikler'in sukuk ihracı toplam borçlanmasının % 10'u bile değilken bu büyüklükteki bir problemin sebebinin sadece sukuk olabilmesi kafa karıştırmaktadır. Bunun İslami finansa ve İslami bono yapılarına bağlanmasının da ispatı mümkün değildir. Buna rağmen parmaklar başarısızlıklar için İslami finansı yani sukuku işaret etmiştir.

Malezya sukuk piyasası temerrütlerden uzak olmamasına rağmen toplamda sadece 741 milyon RM tutarında 7 adet sukuk temerrüdü vardı ve bu tutar, 2009 Ocak-Kasım arasındaki ülkenin sukuk piyasası toplamının %0,5'inden daha azına tebül etmektedir. Temerrütlere katkıda bulunan faktörler geleneksel bonolarınkinden farklı değildi. Yani büyük ölçüde, kredi verenlerin işlerindeki kötüye gitme veya harici olayların neden olduğu kredi sorunlarının bir sonucudur.

Şu sıralarda sukuka yönelik karşıt ilgiye bir cevap olarak bu makale, krizin en önemli noktasını tespit etmeye ve varsa sadece İslami finansa özgü temerrütlere katkıda bulunan faktörleri etüd etmeye gayret etmektedir. Sukukun kanuni yapısı, muhasebe işlemi ve farklılık arz eden *fıkıh muamelat* tefsirleri nedeniyle sukuk, finansal uygulayıcılar avukatlar ve şer'i uzmanlar arasında bile yanlış anlaşılmaya devam etmektedir. Aslında adamakıllı bir sukuk tanımlamasına ihtiyaç bulunmaktadır.

Sukuk yapılandırılmasında kullanılan 3 temel sözleşme

- Değişim-takas sözleşmeleri (contract of exchange), kiralama, selem, istisna' ve murabaha gibi sözleşmeleri içermektedir. Yetkili mercilerinin çoğu sadece kiralama sözleşmesini sukuk için bir değişim sözleşmesi olarak kullanmaktadır. Çünkü selem, istisna' ve murabaha sözleşmeleri esas varlık olarak işlem görememektedirler. Bununla birlikte bazı fıkıhçılar borçtan kısmi bir terkibe varlık destekli menkul kıymet (asset-backed security) hususunda olduğu gibi esas varlık olarak müsaade etmişlerdir³.

En yaygın ijarah (kiralama) sukuk formu, esas varlığın üretici tarafından yatırımcılara sukuk ihraç eden özel amaç aracına (SPV) satışını ihtiva eder. SPV varlığı üreticiye geri kiralar, böylece SPV periyodik kira ödemeleri temin eder. Kanuni çerçeveye bağlı olarak, bir ihraççı başarısız olursa onun kanuni konumunun güvencesiz bir kredi verene eşdeğer olabileceği vardır.

- Vekillik sözleşmesi (aqd wakalah - contract of agency). Vekillik büyük ölçüde fon yönetimi için kullanılmıştır. Bir çok takaful (yardımlaşma) şirketi bu gün mudarabadan çok vekillik modelini kabul ediyor. Son zamanlarda Körfez İşbirliği Ülkeleri'nde sukuk için vekillığe bir yönelme olmuştur. Onun popüler olması, ücretin peşin belirlendiği şer'i uygulamanın kolaylığı sayesinde.
- Ortaklık sözleşmeleri (Uqud İştirak- contract of participation) mudaraba ve muşaraka formunda uygulanmaktadır. Ortaklık sözleşmeleri, risk paylaşımı içeren yatırım veya iş fonlaması manasında peygamberimiz Hz.Muhammed (SAV) zamanında bile tercih edilen yapı olmuştur. *Mudaraba* ve *muşaraka* sırasıyla kar paylaşımı ve sermaye paylaşımı olarak açıklanmaktadır. Riskler, sermaye ödemesi ve hisse/kar ödemesindeki dalgalanmalar ihtimali ile birlikte üretici ve yatırımcılar arasında paylaşılmaktadır. Yapının öz sunumu, yatırımcıların kardan pay aldığı ve borç üzerinden faiz almadığı –iki farklı yükümlülük- manasına gelen bir konumdur.

Sukuk ve yapıları

Sukuk, ortaklık sözleşmeleri veya vekillik sözleşmelerini müteakiben ihraç edilen, bir esas varlığın sahipliğini gösteren bir sertifikadır. Sukuk, tahvillere İslami bir alternatif olarak yani ihraç edenin sermaye ihtiyaçlarını karşılayan ve İslami finansal kuruluşlar için önemli bir likidite aracı olarak tasarlanmaktadır. Tahviller esasen faiz ödemeleri -ki bu faizcilik veya riba ile aynı şeydir- nedeniyle şer'î görüşe göre kabul edilmemektedir. Sukuk, faizle ilgili yasaklamalara uymaya çabalayan ve para üreten maddi bir varlığa ait bir payın yatırımcılara verilmesi manasına gelen bir araçtır. İdeal olarak, sukukun daha fazla valik performansına bağlı olarak ödeme yapmama riskine karşı güvenceye alınmış araçlar olması muhtemeldir. Sukuk karşılık olarak, kupon ödemelerini andıran kira ödemeleri (kiralama yapısı için), kar veya vekalet ücretleri (vekillik yapısı için) formunda getiri sağlamaktadır.

Bununla birlikte, finansal araçlar tamamen bu temeller (ortaklık sözleşmeleri) üzerine yapılandırılmış olsaydı, bankaların portfolyoları varlıklarının büyük ölçüde sermaye korumalı araçlardan⁴ olmasını istediğinden dolayı, bankaların hazineleri tarafından büyük ölçüde onaylanmayacaklardı. Bundan dolayı sukuk uygulayıcıları bunu başarmak için, gerçekleşen karın tahmin edilen kardan fazla olması halinde ön (peşin) ödemeden feragat veya indirim dahil etme gibi yenilikçi yollar geliştirdiler. Tahmin edilen kardan eksik olması durumunda, üretici fon ihtiyacını ihtiyat hesabından çekme veya kredi çekme yoluyla karşılar. Üçüncü olarak, taahhüt edilen alışveriş fiyatı nominal değere eşit şekilde önceden tespit edilmektedir. Bu üç uygulamanın⁵ amacı yatırımcılara sabit kar ödemesi ve nominal değer üzerinden ödeme temin etmektir.

Sorunun merkezi

Sukuk ve tahvillerin başarısızlıklarını etüd edersek, bunların geçen finansal krize özgü olmadıklarını görürüz. Benzer hasletler aşağıda belirtilen durumlarda mevcuttu:

- Emlak balonu – Petro-dolar gelirlerinin harekete geçirdiği bol likitide, yatırımlar için tercih edilen bir şer’i seçenek olarak, alt yapı ve emlak finansman fonlarına kanalize edilmişti. Bu emlak balonu senaryosu Amerika’daki mortgage krizinden farklı değildi.
- Tek bir grup için tek geniş cephe – Finansmanın grup yapılması nihai olarak tek bir kuruluşla sonuçlanmıştır. Bankalar dolaylı hükümet desteğine bel bağlamıştı. Finansmanın büyüklüğü göz önünde tutulursa bankaların hala çok istekli oldukları görülür.
- Yabancı likitideye güven – Muazzam büyüklükteki likitide Körfez İşbirliği Ülkeleri piyasasına sevk ediliyordu. Petro-dolarların herhangi bir olumsuz ekonomik faktöre maruz kalmayacağı düşünülmüştü. Ne yazık ki, petrol fiyatlarındaki aşırı düşüş bankaların bazı başarısızlıklarında rol oynamıştır.

Buna rağmen, yakın zamana kadar ciddi bir şekilde hiç analiz edilmeyen sukukun özünde var olan problem, hukuki çerçeve veya onun yokluğudur. Bazı karar mercilerinde sukuk yatırımcılarının sahip oldukları mülkiyet hakları hususunda yanlış bir kanı vardır. Bir çok sukuk, vadesinde hakların yükümlüye geri iade edilmesini taahhüt eden bir satın alma veya yatırımcılara “borçlanma tutarı” oluşturma imkanı tanımada başarısız olan bir satın alma özelliğine sahiptir. Bu nedenle gerçekte sukuk mülkiyet hakkına sahip değildir fakat bunun yerine intifa hakkı sahipliği vardır. Yatırımcıların hukuki konumu bu nedenle kredi verenlerin konumuna benzemektedir.

Yasal çerçevenin belirsiz olduğu bir noktada, mudaraba ve muşaraka ihraç edenin kar üretmediği zamanda olduğu gibi karmaşıklık ortaya çıkar. Şeriat ilkelerine tam olarak riayet edilecekse, üretici veya yükümlü, dağıtacak kar olmadığı için yatırımcılara ödeme yapmak zorunda değildir. Kiralama yapılarında, ihraççı kira bedellerini ödeyemez durumda olduğu zaman, imtiyazlı çıkarı icra edilemeyecekse yatırımcılar varlıkları elden çıkarmada bir problem yaşayabilir⁶. İhraççılar bütün seçenekleri tetkik etmede insiyatifi ele alabilirlerdi, mesela, standartizasyonun yokluğu şunu ifade eder; temerrüd faizi, sözleşmeye bağlı olarak ödenmesi gereken bir şey olmayabilirdi veya “tartışmalı” gibi kar ödemelerinin ödenmemesine yol açabilirdi. Bir çok durumda, yine de yükümlülük açık ve nettir. Şeriatın bir kanun kaynağı olarak dahil edilebileceği fakat ticari işlemlere uygulanabilen bir kanun olmadığı noktada yükümlülükler medeni kanun kararlarına tabi olurlar. Sonuçta, yerel kanun altında uygulama talep edilir.

İslami finansın çıkışı

Modern İslami finans elli yıl önce faaliyete geçtiği zaman genel olarak tam gelişmemiş bankacılık çerçevesine sahip uygulama alanlarında kuruldu. Osmanlı İmparatorluğunun gelişmiş ve adil bir medeni kanuna sahip olmasına rağmen bu böyle olmuştur. Kurulu bankacılık sisteminden bağımsız olması, geleneksel modelden kopyalama yapmaktan çok, İslami finansa kendi ideal formu ve esası içinde bir şekil vermede itici güç desteği sağlayabilirdi. Bu da göstermektedir ki; erken dönem İslami pasifleri –mevduat ve takafül poliçeleri- mudaraba esaslı iken aktifleri borç yani murabaha formunda idi. Borcun ticareti yapılamazdı ve bu nedenle İslami likitide piyasası olmadığı gibi (borç ta) bir mesele değildi. Likitide ihtiyaçları karşılıklı düzenlemelerle temin edilirdi daha sonraları da merkez bankaları tarafından karşılanmıştır.

Malezya'da İslami Finansın gelişmesindeki kilometre taşları

- Malezya'da ilk İslami bankanın kurulmasına yol açan *İslami Bankacılık Kanunu*,1983
- Malezya'da ilk Takafül şirketinin kurulmasına yol açan *Takafül Kanunu*, 1984
- 1993'te *İslami Bankalararası Para Piyasası* kuruldu. Sonrasında İslami varlıklar için ayrı kayıt tutmayı taahhüt eden bankaların talep ettiği İslami bankacılık pencerelerinin oluşturulması
- 1990 yılında ilk sukuk ihracı
- 1997 yılında, İslami fonların gelişmesini mahmuzlayan ilk şer'î uyumlu hisse senetleri listesinin oluşturulması
- 1996 yılında, spesifik İslami sermaye piyasası ürünleri tertip etme, İslami talimatlar ve İslami sermaye ürünleri için merkezi bir onay otoritesi olarak *Menkul Kıymetler Komisyonu'na bağlı Şer'î Danışma Kurulu* tesis edildi.

Bununla birlikte, sıfırdan İslami finansı geliştirmek deneme ve sıkıntılara katlanmayı gerektiren uzun bir süreçtir. Hatalar yapıldığı zaman finansal sisteme zararı olabilir. İslami finans, deneme-yanılma esası üzerine bir İslami finans sistemi oluşturmayı kaldırmayabilir. Bu

nedenle Malezya İslami finans çerçevesini, şer'î uyumlu işlemleri temin ederken zaten hazır durumda olan güçlü bir geleneksel bankacılık çerçevesi üzerine inşa etme cihetine gitmiştir.

Standartlar

Şimdi, Malezya'daki İslami finansın şekillenmesine yardımcı olan tek tip Şer'î uygulama, bankacılık çerçevesi, vergi çerçevesi, muhasebe standartları ve kanuni sistemin nasıl oluştuğuna bir göz atalım.

Kanuni standartlar

Malezya'daki kanuni sistem yazılı ve yazılı olmayan bir kanunlar seti üzerine tesis edilmiştir. Yazılı kanunlar arasında, parlamento ve eyalet meclisleri tarafından çıkarılan kanunlar ve Federal Anayasa vardır. Yazılı olmayan kanunlar, yerel örfi hukuka, içtihatlar ve yerel şartlara adapte edilen İngiliz Ortak Kanunu'nun ilkelerinden oluşmaktadır. Müslüman hukuku da, sadece Müslüman nüfusun aile, miras gibi meselelerine uygulanan ve ayrı bir mahkeme sistemi tarafından yönetilen önemli bir hukuki kaynaktır. İslami finans işleminin kanuni belgesi Sözleşmeler Kanunu ilkeleri ve İngiliz Ortak Kanunu'nun diğer ilkelerine dayanmaktadır. Buna göre İslami finans işlemlerindeki ihtilaflar asliye hukuk mahkemelerinde işlem görmektedir.

Malezya'da, düzenleyici uygulama geleneksel borç senetleri ile İslami borç senetleri arasında benzer olmasına rağmen cari düzenleyici çerçeve, İslami borç senetlerinin bizatihi borç senedi olmadığı şeklinde İslami borç senetlerini geleneksel borç senetlerinden çok net bir şekilde ayırmaktadır. Buna göre, sukuk yatırımcıları sözleşmeden kaynaklanan haklara sahiptirler ve sermayedardan çok kredi veren olarak sınıflandırılmaktadırlar.

Sukuk yatırımcılarının çıkarları etkin bir şekilde korunmuş ve uygulanabilir. Malezya, varlıkların yatırımcılara gerçek satışı için menkul kıymetleştirme hususunda üreticiden izinli yeddiemin (emanetçi) elindeki varlıkların güvenli gözetimini kolaylaştıran bir tröst (güven) kanununa da sahiptir. İhraç edene finansal rücu bu sebeple şeffaftır. Sukuk, Menkul Kıymetler Komisyonu (SC) tarafından çıkarılan *İslami Menkul Kıymetlerin Arzı Tüzüğü*ne tabiidir. İhraç edenin gelirin kullanımını bildirmesi, Şer'î danışman tarafından derecelendirme ve onaylama v.s diğer talep edilen şeylerdir.

Muhasebe Standartları

Bütün İslami finans işlemleri, Malezya Muhasebe Standartları Kurulu (MASB)'un onayladığı standartlara yani Finansal Raporlama Standartları (FRS)'na uygun bir şekilde muhasebeleştirilmektedir. FRS, Uluslar arası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB) tarafından çıkarılan Uluslar arası Finansal Raporlama Standartları (IFRS)'ni kabul etmektedir. İslami finansal işlemler MASB'nin onayladığı standartlara yani FRS'ye uygun olarak muhasebeleştirilmektedir. MASB, işlemlerin temelini oluşturan şer'î ilkeleri ve onların, İslami finansal işlemlerine ait muhasebe hesapları resmi açıklamalarının oluşturulmasındaki finansal raporlama üzerindeki etkilerini özenle dikkate almıştır. İslami muhasebe kayıtlarının resmi bildirimini geliştirme sürecinde MASB, uygulayıcıların görüşlerine, muhasebecilere, denetimcilere, düzenleyicilere ve İslami finans kuruluşlarının mali tablolarını kullananlara başvurmuştur. FRS hukuki olarak bağlayıcı, uygulanabilir ve İslami finansal uygulamaların sağlıklı gelişimini engellememelidir. İslami muhasebe bildirimlerinin yayınlanması İslami bankacılık işlemlerine rehberlik edecek, ilkeler bazlı beyanları teşvik edecek, şeffaflığı arttıracak ve İslami sermaye piyasasının özenle gelişmesine yardım edecektir. MASB, içinde Şeriat'ın yapılmasını yasakladığı hiçbir şey bulunmayan, MASB tarafından onaylanmış

muhasebe standartlarına uygun şekilde şer'î uyumlu işlem ve faaliyetlerin muhasebeleştirilmesi için bir ilke kabul etmiştir.

Malezya, İslami ve geleneksel ürünler arasında vergi tarafsızlığı uygulayarak, İslami finansal işlemleri kolaylaştırmak için gerekli uygulamalar için vergi muafiyeti getiren ilk uygulama alanıdır.

Şer'î standartlar

Şer'î Danışma Kurulu (SAC) İslami sermaye piyasası hakkında kararlar yayınlamaktadır ve bu kararlar Malezya'daki İslami sermaye piyasası uygulamaları için kabul edilen standartlardır. SAC yeni yapıların ve kararnamelerin şer'î uyumlu olup olmadığını değerlendirmeye devam etmektedir. SAC üyelerinden biri aynı zamanda AAOIFI'nin şer'î danışma kurulunda yer almaktadır. Sermaye Piyasaları ve Hizmetleri Kanunu 2007 (*Capital Markets & Services Act 2007*) ve Merkezi Bankacılık Kanunu 1958 (*Central Banking Act 1958*)'de son yapılan tadilde, Parlamento, SC'nin SAC'ı ve BNM (Bank Negara Malaysia- Malezya Merkez Bankası)'nın her birinin ayrı ayrı İslami finanstaki ihtilaflara etkin bir şekilde mukabele etmelerini onayladı. Bu kanunların hükmü, mahkemelerin Şeriat'ın alanına giren herhangi bir meselede SAC'a başvurmak zorunda olduğu manasına gelmektedir. Mesele SAC'a sevk edildiği zaman, hakim onun görüşlerine uymakla yükümlüdür.

Sonuç

Körfez İşbirliği Ülkeleri'ndeki mega sukuk temerrütleri yeni sukuk ihraçları üzerinde yavaşlatıcı bir etkiye sahiptir. Bölgeler, yurt içinde hakim yasal endişelerin adresi olan sukuku ihraç etmeye hevesli olduğu müddetçe, yeniden yapılandırmalar ve yeni ihraçlar geleneksel piyasada son bulabilir. O zamana dek, güven eksikliği yatırımcıların daha sağlıklı çerçeveye sahip diğer uygulama alanlarını değerlendirmesine sebebiyet verebilir. Ancak sukuk başarısızlıkları üzerindeki kasvete rağmen, CIMB İslami Bankası, Güneydoğu Asya önderliğinde global sukuk satışlarının 2010 yılında %24 artacağını ve 25 milyar USD'ye ulaşacağını tahmin etmektedir.

Dipnotlar

- 1 - *IFIS Newsletter*, Nakheel Sukuk: Did the Islamic Structure Protect Investors?
- 2 - Dawn.Com online dated 10 Dec 2009
- 3 - Malezya ve İran borcun alım-satım uygulamasını kabul etmektedirler.
- 4 - Tahviller, hazine bonosu ve diğer para piyasası araçları gibi
- 5 - AAOIFI'nin kararına göre caiz değildir
- 6 - Kanunların ülke sakini olmayanlara varlık transferini yasakladığı yerde