

**T.C.  
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ SONRASINDA  
İSLAMİ FİNANS ARAÇLARININ ANALİZİ**

**Yüksek Lisans Tezi**

**Oğuz KARASU**

**1350Y56102**

**İstanbul, Haziran 2016**

**T.C.  
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ SONRASINDA  
İSLAMİ FİNANS ARAÇLARININ ANALİZİ**

**Yüksek Lisans Tezi**

**Oğuz KARASU**

**1350Y56102**

**Danışman: Prof. Dr. Yusuf TUNA**

**İstanbul, Haziran 2016**

T.C.  
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ONAY SAYFASI

Yüksek lisans öğrencisi *Oğuz Karasu*'nun "2008 Küresel Finans Krizi Sonrasında İslami Finans Araçlarının Analizi" konulu tez çalışması jürimiz tarafından ....*İktisat*..... Yüksek Lisans tezi olarak (oybirliği  oyçokluğu  ) ile başarılı bulunmuştur.

Adı – Soyadı

Tez Danışmanı : *Prof. Dr. Yusuf Tuna*

Jüri Üyesi: *Yrd. Doç. Dr. Nurullah Güneş*

Jüri Üyesi: *Yrd. Doç. Dr. Hilabi Ersoy*

İmza

*Y. Tuna*

*N. Güneş*

*H. Ersoy*

Hazırlamış olduğum tez özgün bir çalışma olup YÖK ve İTÜCÜ Lisansüstü Yönetmeliklerine uygun olarak hazırlanmıştır. Ayrıca, bu çalışmayı yaparken bilimsel etik kurallarına tamamiyle uyduğumu; yararlandığım tüm kaynakları gösterdiğimi ve hiçbir kaynaktan yaptığım ayrıntılı alıntı olmadığını beyan ederim. Bu tezin ihtiva ettiği tüm hususlar şahsi görüşüm olup İstanbul Ticaret Üniversitesi'nin resmi görüşünü yansıtmamaktadır.

## Özet

2008 küresel finans krizi sonrasında finansal işlemlerin varlığa dayalı olmamasının yanında, finansal mühendisliğin tasallutu altında gerçekleşen konvansiyonel finansal işlemlerine alternatif olarak İslami finans araçlarına yönelik talep hem Türkiye’de hem de dünya genelinde kayda değer bir artış yaşamıştır.

Dünya genelinde sukuk ihracatı 2001 yılında 1,172 milyon dolardan, 2014 yılına gelene kadar artarak 138,170 milyon dolar değere ulaşmıştır. Yine İslami finansa dayalı varlık hacmi de 809,980 milyon dolardan 1,261,064 milyon dolar seviyesine yükselmiştir. Ayrıca dünya genelinde İslami finans araçlarının kullanımına yönelik 38 milyon potansiyel müşteri olduğu dikkate alınır, İslami finans araçlarının sadece Türkiye gibi gelişmekte olan bir finans piyasası için değil aynı zamanda dünya genelinde Müslüman az yoğun olan ülkeler için de ne gibi imkânlar taşıdığı hususu önem arz etmektedir.

Mevcut tez çalışması dahilinde ise tarihsel süreç içerisinde reel sektör ile sanal piyasalar arasında yaşanan dengesizlik sonucu ortaya çıkan krizlerin yapısından, 2008 küresel finans krizinin sebeplerinden, nasıl bir süreç içerisinde küreselleşerek dünya çapında ne gibi bir etki oluşturduğu ve nihayet söz konusu krize yönelik ne tür bir mücadele süreci yürütüldüğü ele alınmaktadır.

Bununla birlikte İslami finansman araçlarının türleri, işleyişi, kullanım alanı, İslami finansa kimlerin ihtiyaç duyduğu, hangi ülke ve kuruluşların öncülük ettiği gibi meselelerin yanı sıra İslami finans varlık hacimlerinin küresel kriz sonrasında yaşadığı tarihsel seyir incelenmekte ve Türkiye özelinde de sektörün nasıl bir gelişim potansiyeli içinde olduğu ele alınmaktadır. Son olarak da küresel düzlemde İslami finans varlık hacmine sahip ülkelerin söz konusu yıllar dahilinde GSYİH değerleri ile nasıl bir etkileşim içinde olduğu panel veri analizi üzerinden incelenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** 2008 Küresel Finans Krizi, İslami Finans Araçları, İslami Finans Varlık Hacimleri, Sukuk.

## **Abstract**

There has been a significant increase in the demand for Islamic financial instruments following the global financial crisis that hit US and other countries in 2008. Islamic finance serves as an alternative to the conventional financial instruments that operate under the umbrella of financial engineering.

Global sukuk export was worth 1,172 billion dollars in 2001, and its value increased to 138,170 billion dollars in 2014. Within the same time frame, total global shari'ah-compliant assets had increased from 809,980 billion dollars to 1,261,064 billion dollars. It's relevant to mention that there are 38 million potential consumers for Islamic financial instruments who could benefit from these rising trends. When considering such figures together, it is crucial to point out the role that Islamic financial instruments may have in countries that aren't largely Muslim populated.

This thesis examines the historical background of financial crises that has been caused by the instability between real and fictional markets, studying the cause and effects of such crises in different countries, and the ways these countries have tried to tackle them.

As well as, an analysis of the type of Islamic financial instruments, its functions and area of use, a throughout study of the Islamic financial assets in Turkey following the global crises is presented. The thesis is concluded with panel data analysis of shari'ah-compliant assets and the GDP of various countries between the years of 2009-2015.

**Key Words:** 2008 Global Financial Crisis, Islamic Financial Instruments, Shari'ah-Compliant Assets, Sukuk.

## **Teşekkür**

Çalışmamın ortaya çıkmasında ve nihayete ermesinde akademik birikimini, süreç içerisinde desteğini ve karşılaştığım her türlü zorlukta ihtiyaç duyduğum şevki bir an olsun şahsımdan esirgemeyen değerli hocam Prof. Dr. Yusuf Tuna'ya teşekkürü bir borç bilirim.

Ayrıca ilim ile iştiğal etmenin yalnızca bir problem çözme imkanına kavuşmak değil, aynı zamanda üzerinde yürümeye degecek, zorlu bir yol olduğunu gösteren ve hep kolaylaştırarak öğreten değerli hocam Prof. Dr. Tahsin Görgün'e, bu yolda yürürken her daim maddi ve manevi desteklerini benden esirgemeyen Doç. Dr. Lütfi Sunar ile Dr. Süleyman Güder hocalarıma, tezimin yazım sürecinde her daim katkıları ile yardım eden ve düştüğüm hataları benimle paylaştıkları için Taha Eğri'ye, Eyüp Al'a ve Mefule Fındıkçı'ya ne kadar minnettar olduğumu ifade etsem de eksik kalacaktır.

Son olarak, süreç boyunca her türlü zorlukta benim yanımda duran ve desteklerini esirgemeyen dostlarıma; fedakârlıkta sınır tanımayan annem, babam ve kendilerine vakit ayırmakta zorlandığım pek değerli kardeşlerime şükranlarımı sunarım.

# İÇİNDEKİLER

<b>Özet</b> .....	iii
<b>Abstract</b> .....	iv
<b>Teşekkür</b> .....	v
<b>Tablolar Listesi</b> .....	viii
<b>Şekiller Listesi</b> .....	ix
<b>Grafikler Listesi</b> .....	x
<b>Kısaltmalar Listesi</b> .....	xi
<b>GİRİŞ</b> .....	1
<b>1. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ</b> .....	4
1.1. Dünya Ekonomisinde Krizlerin Tarihi.....	4
1.2. 2008 Küresel Finans Krizini Anlamak İçin Bazı Temel Kavramlar.....	21
1.3. 2008 Küresel Finans Krizinin Sebepleri.....	24
1.4. 2008 Finans Krizinin Küreselleşmesi ve Etkileri.....	33
1.5. Krizle Mücadele Süreci.....	35
<b>2. İSLAMİ FİNANS ARAÇLARI ve İŞLEYİŞİ</b> .....	41
2.1. İslami Finansın Genel Finansal İşlemlerdeki Rolü.....	41
2.1.1. İslami Finansın Odak Noktası.....	46
2.1.2. İslami Finansın Potansiyel Müşterileri.....	46
2.2. Küresel Düzlemde İslami Finansın Gelişimi.....	47
2.3. İslami Finansın Küresel Kullanımı ve Potansiyel İmkânlar.....	49
2.3.1. 2009- 2011 Yılları Arasında Küresel Düzlemde İlk 15’te Yer Alan Ülkeler ve İslami Finans Varlıkları.....	52
2.3.2. 2012-2015 Yılları Arasında Küresel Düzlemde İlk 20’de Yer Alan Ülkeler ve İslami Finans Varlıkları.....	55
2.4. İslami Finansa Yön Veren Öncü Ülkelerin Potansiyel Durumları.....	59
2.5. Türkiye’de İslami Finans.....	63
2.5.1. Türkiye’de İslami Bankacılık Faaliyetleri.....	64
2.5.2. Türkiye’de Gerçekleşen Sukuk (İslami Tahvil) İhraçları.....	65
<b>3. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ SONRASINDA İSLAMİ FİNANS ARAÇLARININ BÜYÜME ile İLİŞKİSİNİN İNCELENMESİ</b> .....	68
3.1. Metodoloji.....	68
3.1.1. Panel Veri Analizi.....	68
3.1.2. Panel Birim Kök Testleri.....	69

3.2. Bulgular .....	71
<b>SONUÇ</b> .....	76
<b>EKLER</b> .....	80
<b>KAYNAKÇA</b> .....	84





## Tablolar Listesi

	Sayfa No.
<b>Tablo 1.</b> Tarih Boyunca Spekülasyona Konu Olmuş Bazı Nesnelere (1618-2008).....	10
<b>Tablo 2.</b> Çeşitli Kurumların İslami Finans Hizmetine Başlama Tarihleri.....	47
<b>Tablo 3.</b> 2009 Yılı İçinde İslami Finans Varlıklarının Kullanıldığı En İyi 15 Ülke Sıralaması (milyon dolar).....	53
<b>Tablo 4.</b> 2010 Yılı İçinde İslami Finans Varlıklarının Kullanıldığı İlk 15 Ülke Sıralaması (milyon dolar).....	54
<b>Tablo 5.</b> 2011 Yılı İçinde İslami Finans Varlıklarının Kullanıldığı İlk 15 Ülke Sıralaması (milyon dolar).....	54
<b>Tablo 6.</b> 2012 Yılı İçinde İslami Finans Varlıklarının Kullanıldığı İlk 20 Ülke Sıralaması (milyon dolar).....	55
<b>Tablo 7.</b> 2013 Yılı İçinde İslami Finans Varlıklarının Kullanıldığı İlk 20 Ülke Sıralaması (milyon dolar).....	56
<b>Tablo 8.</b> 2014 Yılı İçinde İslami Finans Varlıklarının Kullanıldığı İlk 20 Ülke Sıralaması (milyon dolar).....	57
<b>Tablo 9.</b> 2015 Yılı İçinde İslami Finans Varlıklarının Kullanıldığı İlk 20 Ülke Sıralaması (milyon dolar).....	58
<b>Tablo 10.</b> 2009-2015 Yılları Arasında Ülkelerin Sahip Olduğu İslami Finans Hacmi Toplamı .....	59
<b>Tablo 11.</b> Değişkenlerin Tanımlanması.....	72
<b>Tablo 12.</b> Birim Kök Test Sonuçları .....	72
<b>Tablo 13.</b> Hausman Testi Sonuçları .....	73
<b>Tablo 14.</b> Sabit Etkiler Modeline Ait Sonuçlar .....	74
<b>Tablo 15.</b> Ülkelere Ait Sabit Etkiler .....	74

## Şekiller Listesi

Sayfa No.

Şekil 1. Dünya Ekonomisinin Ağırlık Merkezinin Gelişimi.....	5
Şekil 2. Finansal Kiralama (İcara Sukuk) İşlem Şeması.....	44
Şekil 3. Sukuk İhraçlarının Ülkelere Göre Dağılımı (Haziran 2001-Temmuz 2014)....	50



## Grafikler Listesi

	Sayfa No.
<b>Grafik 1.</b> Model alınmış* GSYİH'lar Üzerinden Küresel Düzlemde Gerçekleşen Yabancı Yatırım Varlıklarının Yüzdesi.....	8
<b>Grafik 2.</b> Tarih Boyunca Gerçekleşen Finansal Balonlar (adet).....	9
<b>Grafik 3.</b> Amerikan Merkez Bankası (FED)'in Tarihsel Bilançosu (1914-2012).....	17
<b>Grafik 4.</b> Ekonomik Büyüme Oranları (2000-2010).....	35
<b>Grafik 5.</b> Toplam Küresel Sukuk İhracı (milyon dolar).....	50
<b>Grafik 6.</b> Türkiye Piyasası'nda İşlem Gören Sukuklar .....	65
<b>Grafik 7.</b> Eşit Ağırlıklandırılmış Sukuk Portföyü ile Eşit Ağırlıklandırılmış Eurobond Portföyü Riske Maruz Değeri Grafiği (bin dolar) .....	66

## Kısaltmalar Listesi

<b>AAOIFI</b>	: İslami Finans Kuruluşları İçin Muhasebe ve Denetleme Kurumu
<b>AB</b>	: Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>BDDK</b>	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>C.</b>	: Cilt
<b>CAGR</b>	: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
<b>CDS</b>	: Credit Default Swap
<b>çev.</b>	: Çeviren
<b>ed.</b>	: Editör
<b>FED</b>	: ABD Merkez Bankası
<b>FTSE</b>	: Financial Times Menkul Kıymetler Borsası
<b>GCC</b>	: Körfez İşbirliği Konseyi
<b>GDP</b>	: Gross Domestic Product (GSYİH)
<b>GMO</b>	: Grantham, Mayo, Van Oterloo & Co LLK (US)
<b>GSYİH</b>	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
<b>IIFM</b>	: Uluslararası İslami Finans Piyasası Kurulu
<b>IILM</b>	: International Islamic Liquidity Management Corporation
<b>IIRA</b>	: İslam Ülkeleri Uluslararası Derecelendirme Ajansı
<b>IFSB</b>	: İslami Finansal Hizmetler Kurulu
<b>IMF</b>	: Uluslararası Para Fonu
<b>LMH</b>	: Liquidity Management House
<b>s.</b>	: Sayfa
<b>S.</b>	: Sayı
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>QISMUT</b>	: Katar, Endonezya, Suudi Arabistan, Malezya, Birleşik Arap Emirlikleri ve Türkiye
<b>WTO</b>	: Dünya Ticaret Örgütü

## GİRİŞ

Günümüzde işlem görmekte ve gün geçtikçe genişleyen hacmi ile ortaya çıkan İslami Finans araçlarının temelleri 1960'lı yıllara kadar dayanmaktadır. İslam iktisadı çerçevesinde başlamış olan çalışmalar, bankacılık sektöründe uygulamaya konulmuş ve zaman içerisinde de finansal piyasalarda kendine yer edinmiştir. Her geçen gün büyüyen hacmi ve farklı birçok ülkede kullanılmaya başlanması İslami Finans araçlarına yönelik ilgi ve talebi de zaman içerisinde arttırmıştır.

Özellikle 2008 küresel finans krizinin ardından İslami finans araçlarının varlık temelli, sosyal adaleti gözeten ve faizsiz işlem yapan özellikleri sayesinde finans piyasaları ile bankacılık sektöründe önemli bir konum elde etmiştir. Elbette bu finans araçlarının 'İslami' özellik taşımaları, yani İslam hukuku çerçevesinde şekillenmeleri, konvansiyonel piyasalar içinde yer edinmesini güçleştirecek bir durum teşkil etmemiştir. Zira dünyada öne çıkan ilk yirmi ülkenin son beş yıldan bu yana İslami varlık hacimleri toplamı her sene yaklaşık 1 trilyon doları aşmaktadır. Birleşik Arap Emirlikleri, Endonezya, Katar, Kuveyt, Malezya, Sudan, Suudi Arabistan ve Türkiye gibi Müslüman yoğun olan ülkelerin yanı sıra İngiltere, İsviçre ve Tayland gibi ülkeler de ekonomilerini ve finans sektörlerini İslam finans araçlarının kullanımına açmaktadırlar.

İslami finans araçları, İslam hukuku sınırları içerisinde şekillenmiş olan ve onlara bağımlı olarak günümüzde çeşitlenmektedir. Ancak İslam'ın bir din olarak beraberinde getirdiği nizami kurallar yalnızca mensubu olan Müslümanlar için değil, beraberindeki bütün insanlık için bir hayır ve varlık vesilesidir. Dolayısıyla zaman içerisinde geliştirilerek günümüz finans piyasalarına uyumlu hale getirilen İslami olarak nitelendirdiğimiz finans araçları, talep edecek olan bütün insanların kullanımına açıktır. Ancak bu araçların oluşumuna etki eden ve onları şekillendiren İslam hukuku tartışmaları bu çalışmanın kapsamı dışındadır. Bu sebeple araçların İslam hukuku içerisinde temellendirilme yöntemlerine ve bu yöntemlerin tartışmalarına yönelik gerçekleştirilen eleştiriler ele alınmamıştır.

Özellikle krizden sonra güvenilir bir liman olarak nitelendirilen ve zaman içinde güçlenerek genişleyen bir hacme sahip olsa da; İslami finans araçlarına yönelik

talebin, krizin aşıldığı düşünöldüğü takdirde ne şekilde tepki vereceğı de sağıklı bir açıdan analize ihtiyaç duymaktadır.

Piyasanın içinde bulunduğı sınırlılıklarından bir diğeri de, yerleşik ve sistemleştirilmiş bir İslam ekonomisinden ziyade günümüz küresel finans piyasaları dahilinde yahut ulusal bankacılık sistemleri içerisinde uygulanmakta olmasıdır. Dolayısıyla İslami finans araçları güçlenecek zemini, bir İslam ekonomisinden ziyade küresel piyasa sistemi içerisinde eklenerek elde etmektedir. Elbette bu durum çeşitli olumsuzlukları beraberinde getirir de, bu tür araçların ortaya koydukları imkan ve fırsatların günümüz ekonomik sisteminin işleyişine alternatif olabilecek kurumların ortaya çıkmasına zemin hazırladığı da düşünölmektedir.

2008 küresel finans krizi; 1929 Büyük Buhranı'nın yol açtığı etkinin bir benzeri ile ancak bu sefer küresel çapta bir etkiye ulaşarak ortaya çıkmıştır. Krizin iktisadi ve finansal olarak öncüllerine dikkat ettiğimizde ortaya çıkan sonuç, yalnızca ekonominin yanlış yönetilmesi değil beraberinde insanların aşırı kazanç talebi ve iktisadi karar birimlerinin sergilemiş olduğu irrasyonel işlemlerden kaynaklanmaktadır. Krizin öncesindeki süreçte finansal mühendislik yani borç dinamiklerinin yönlendirilmesi ile finans piyasalarında etkisini arttıran teknolojik imkanlar bilgi asimetrisine yol açmıştır. Krizden önce belli başlı ölkelerin para politikası gereğı, piyasalara sürölen aşırı likidite ile maliye politikalarının bir sonucu olarak ekonomiyi canlandırmaya yönelik verilen primler ve teşvikler ile bankacılık sistemine işlevsellik kazandırılmaya çalışılmıştır. Ancak küreselleşmiş durumdaki piyasa sistemi, Amerika'da dahil olmak üzere sıkıntılı çalıştığı görölmüştür. Son tahlilde krizin küresel bir mahiyet kazanmasına sebep olan emlak balonu, bankaların aşırı derecede kredi vermiş olmasından kaynaklanmıştır.

Faiz oranlarının günümüz küreselleşmiş piyasalar ekonomisinde döviz kurundan ve enflasyondan daha baskın bir şekilde kontrol ediliyor olması, aynı zamanda finans sisteminin küresel çapta dominant bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Krizlerden her seferinde ders alındığını iddia eden ancak sistemin bütününe yönelik bir açılım gerçekleştirilmeyen ekonomik karar mercileri, eğer finans sisteminin etkisini dominant seviyede tutacaklarsa alternatif bir takım araçların yaygınlaşmasını kabullenmeli ve teşvik etmelidir. Bu araçlar da günümüz şartları

içerisinde bir açıdan güvenilirliğini ispatlamış olarak yine İslami finans araçları olarak karşımıza çıkmaktadır. Kriz ortamında bütün olumsuz gelişmelere rağmen İslami finans araçlarının gelişim trendi de bu durumu haklı çıkarmaktadır. Mevcut çalışma içinde krizi etkilerini derinleştiren CDS gibi finansal araçların teknik işleyişinden ziyade işlem mantığı daha çok ele alınmıştır.

1960'lı yıllardan başlayarak günümüze kadar sürdürülen İslam iktisadı ve finansı çalışmalarının artık İngiltere, Malezya ve Türkiye gibi ülkelere ziyade bir çok ülke akademilerinde yaygınlaştırılması da hem sektörün işleyişini geliştirecek hem de alanında uzman insanların yetişmesiyle uygulamanın hacmini de genişletecek bir imkan taşıyacağı umulmaktadır.

Tez çalışması toplamda üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, 2008 küresel finans krizinin öncülleri ve dinamikleri incelenmiş ve bu bağlamda finansal sistemin sahip olduğu sınırlılıklar tartışılmıştır. Ancak yapılan bu değerlendirmeler finans araçlarının iktisadi etkilerine yönelik gerçekleştirilmiştir. İkinci bölüm; İslami finans araçlarının türleri, yapısı ve işleyişinin yanı sıra İslami varlık hacmine sahip olan ülkelerin sahip oldukları varlıklar, 2009 yılından 2015'e kadar incelenmiş ve yıllık olarak yaşanan değişimler değerlendirilmiştir. Üçüncü bölümde yine 2009 ile 2015 yılları arasında varlık hacmine sahip olan ilk 19 ülkenin yine aynı döneme tekabül eden gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) değerleri ile panel veri analizi üzerinden karşılaştırılarak değerlendirilmiştir. Sonuç bölümünde ise birinci ve ikinci bölümde ele alınan meseleler, değerlendirme kısmı birlikte analiz edilerek İslami finans araçlarının, 2008 küresel finans krizi sonrasında ne gibi bir etkileşim içinde oldukları, sektörün geleceğine yönelik beklentiler de göz önünde bulundurularak dile getirilmiştir.

# 1. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ

## 1.1. Dünya Ekonomisinde Krizlerin Tarihi

Dünya üzerinde yaşamış olan insanlar, geçmişten günümüze kadar bir şekilde iktisadi faaliyet içerisinde bulunmuştur. İnsanların kendi aralarında gerçekleştirdikleri alışveriş gibi devletler ve milletler de tarih içinde birbirleri ile ticari faaliyet içinde bulunmuşlardır. Gerçekleşen bu iktisadi faaliyetler her daim düzenli bir şekilde işlememiş ve zaman zaman buhranlar ve durgunluk dönemleri, insanların iktisadi yaşantılarını olumsuz etkilemiştir. Bir anlamda krizler ulusal, bölgesel ve küresel düzlemde ekonomilerin hep bir parçası olagelmıştır. Ancak geçmişte yalnızca ulusal düzlemde ortaya çıkan krizler zamanla bölgesel ve son olarak da küresel düzlemde ekonomileri etkilemeye başlamıştır.

Krizlerin ve ekonomilerde yaşanmış olan durgunluk dönemini tarihsel perspektiften anlayabilmek için öncelikle geçmişten günümüze gerçekleştirilmiş olan uluslararası ticaretin günümüzde mevcut olan küresel ilişkiler ağına kavuşana kadar hangi merhalelerden geçmiş olduğuna değinmek gerekmektedir.

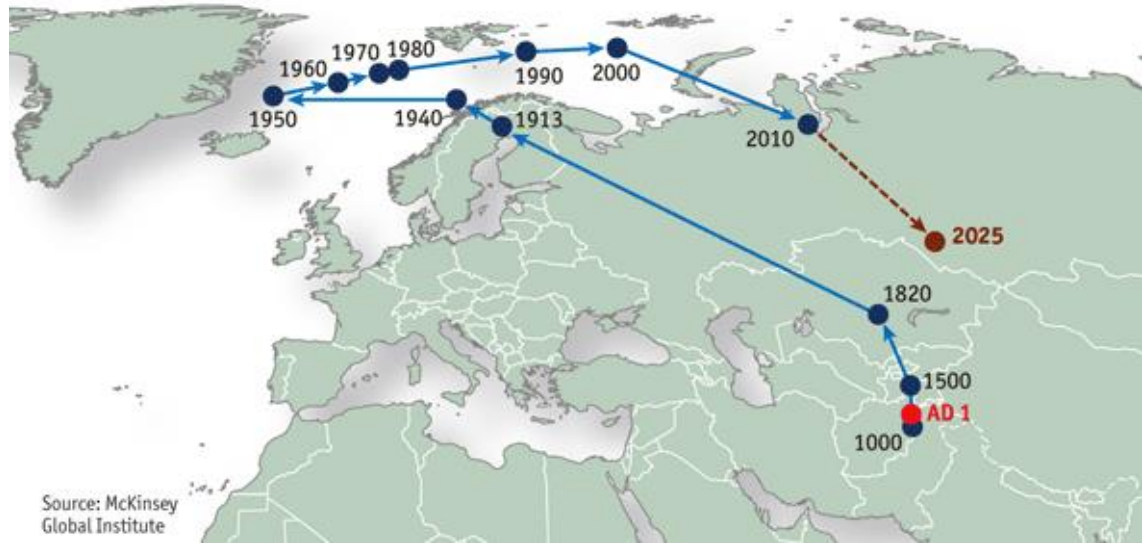
Dünya üzerinde insanların takas yoluyla başladıkları iktisadi faaliyet, tarımın yaygınlaşmasıyla birlikte ortaya çıkan ihtiyaç fazlası tarımsal ürünlerin ihtiyaç sahibi insanlara ticaret yoluyla satışı ile birlikte gelişme gösterdi. Tarımsal faaliyetlerin yanı sıra değerli madenlerin para olarak kullanılmaya başlanması da ticari faaliyetlerin geliştirilmesine katkıda bulundu.

Ancak sanayi devrimi ile birlikte dünya ekonomisinde gerçekleştirilen üretim endüstriyel tarzda yapılabilme imkanına kavuşmuştur. Bu üretim imkanı yalnızca tarımsal faaliyetlerde değil, aynı zamanda makineleşmeye yönelik üretim imkanlarında da gelişme sağlamıştır. Böylelikle makineleşmeye yönelik üretim çeşitlenmeye ve dünyada ulaşım, haberleşme ve daha birçok alanda icatlar ortaya çıkmıştır. Sanayileşme sürecinin başlangıçta kömür madeniyle karşılanması gelişen süreç içerisinde yeni enerji kaynaklarının bulunmasıyla çeşitli dönüşümleri de beraberinde getirmiştir.



Bu süreç içerisinde bazı ülkeler hem üretim sürecinde ihtiyaç duydukları hammadde ve enerji ihtiyacını karşılamak için, hem de işgücü ihtiyacını karşılayabilmek için sömürge faaliyetlerine ve beraberinde kendi hegemonyalarını güçlendirecek şekilde askeri güçlerini kullanarak dünya üzerinde kendileri gibi gelişim göstermemiş olan milletlerin topraklarını ve ekonomilerini istila etmeye başlamışlardır. Sömürgeci devletlerin, sömürülen topraklar üzerine girdikleri rekabet sonucunda ortaya çıkan anlaşmazlık ise 1914 yılında Birinci Dünya savaşını doğurmuştur.

Birinci Dünya savaşına kadar gerçekleşmiş olan ekonomik gelişimin beraberinde dünya üzerinde gerçekleşmiş ticaretin zaman içerisinde ağırlık merkezinin nasıl bir seyir izlediğine de değinmek dünya ekonomisinin tarihsel yönelimini anlamayı kolaylaştıracaktır. Angus Maddison'un kullanmış olduğu verilerden hareketle Mckinsey Global Institute'un hazırlamış olduğu dünya ekonomisinin ağırlık merkezinin gelişimi şekil 1'de milattan sonra 1000 yılından 2010 yılına kadar gösterilmiştir. Ayrıca 2025 yılı tahmini ağırlık merkezi de şekilde belirtilmiştir.



**Şekil 1. Dünya Ekonomisinin Ağırlık Merkezinin Gelişimi**

**Kaynak:** (The Economist, 2012)

Şekil 1'deki AD 1 noktası milat döneminde (yani Hz. İsa'nın doğduğu yıl içinde) dünyanın ekonomik ağırlık merkezini temsil etmektedir. 1000 yıl içerisinde bu ağırlık merkezi bir miktar güneye ancak 1500 yılına doğru ise kuzeye kaymıştır. 1400'lü yıllarda daha çok ekonomik ihtiyaçları karşılamak için başlayan coğrafi keşifler beraberinde sömürgeciliğin de dünyada yayılmasını hızlandırmıştır. 1700'lerde İngiltere'de özellikle dokuma sektöründe öne çıkan sanayileşme atağı, teknik ve teknolojik yenilikler, keşfedildiği iddia edilerek Amerika olarak tanımlanan kıtanın sömürgeleştirilmesi ve ardından üretim imkanlarının gelişmesiyle birleşince, 1820'den 1913'e kadar geçen süre içerisinde ağırlık merkezi hem daha kuzeye hem de batı coğrafyasına daha da yaklaşmış oldu. 1914'te başlayan Birinci Dünya savaşının etkisiyle birlikte Avrupa'da bulunan ülke ekonomileri ağır bir yıkıma uğrarken, Amerika hem üretim hem de ticari düzlemde daha da güçlenerek dünyanın mevcut ağırlık merkezini -1929'da yaşanan Büyük Buhran'a rağmen- batıya kaydırmayı başarmıştır. Ancak 1939 ile 1945 arasında yaşanan İkinci Dünya savaşının ardından ağırlık merkezi 10 yıl gibi kısa bir zaman içinde batıya daha da yaklaşarak son atağını gerçekleştirmiş oldu.

25 Mart 1957'de imzalanan Roma Antlaşması ile birlikte kurulan Avrupa Ekonomik Topluluğu İkinci Dünya savaşı sonrasında ortaya çıkan yıkımın yaralarının hızla sarılmasını sağlamıştır. Böylelikle 1950'den 1960'a ve devam eden süreçte dünya ekonomisinin ağırlık merkezi kuzey batıdan kuzey doğuya doğru yönelmeye başlamıştır. Özellikle soğuk savaş dönemi ile çift kutuplu hale gelen dünya ekonomisi Berlin duvarı yıkılana kadar kuzeydeki konumunu koruyarak doğuya yaklaşmayı sürdürdü. Berlin duvarının yıkılışı ve Sovyetler Birliğinin çöküşü ile birlikte artık Amerika'nın liderliğinde tek kutuplu bir ekonomik sisteme evrilen dünya ekonomisi küreselleşme denilen yeni bir döneme başlamış oldu.

Küreselleşme, serbest ticaretin önündeki engellerin bütünüyle ortadan kaldırılması durumunda ortaya çıkan ekonomi sistemidir. Üretim artık lokal olmaktan çıkarak, girift bir küresel ölçeğe taşınmıştır. Bu sürecin doğal bir parçası olarak, ticaret ve pazarlama küresel bir mahiyete kavuşmuştur. Bilişimin üretim ve hizmet sektörlerine adapte edilmesi sonucunda ise büyük bir verimlilik artışı kaydedilmiştir (Öztürk, 2009, s. 27). Süreç içerisinde küreselleşmeyi yönlendiren ve

yöneten üç ana kuruluş ise: Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası ve Dünya Ticaret Örgütü (WTO) 'dur (Stiglitz, 2002, s. 32). Bölüm içerisinde de bir son kredi mercii olarak IMF'in ekonomi içerisindeki konumu ile ulusal ve bölgesel ekonomilerde ne gibi bir yaptırım gücüne sahip olduğundan bahsedilecektir. Zira son kredi mercilerinin yaptırım gücü ile krizlerin başlangıcı yahut mücadele sürecinin uzaması noktasında ciddi bir ilişki olduğu düşünülmektedir.

2000'den 2010 yılına doğru yaşanan değişim dünya ekonomisinin ağırlık merkezinin sadece doğuya olan yönelimini değil, artık kuzeyden güneye geçişinin de bir göstergesidir. Zira 2001 yılında Çin'in Dünya Ticaret Örgütü'ne katılımıyla başlayan süreç, Çin'deki düşük ücretli iş gücü imkanı sayesinde dünyanın bir çok yerinden doğuya üretim merkezlerinin taşınması sonucunu doğurmuştur.

Ülkeler geçmişte de uluslararası mahiyette bir ticaret yürütmekteydi, ancak küreselleşme ile gerçekleşen ticaret bütün ülkelere hızla yayılmasının yanı sıra hacmi de genişlemeye başlamıştır. Elbette bu noktada ulaşım sektöründe yaşanan gelişmeler bunun zeminini hazırlamıştır. Teknolojide yaşanan gelişmeler ise enformasyon ve haberleşme sektörünün dolayısıyla da finans sektörünün küreselleşerek atağa kalkmasına imkan verdi. Ekonominin küreselleşmeye başladığı 1990'lı yıllarda gerçekleşen yükseliş Grafik 1'de 20. yüzyılda yaşanmış olan ekonomi tarihine ait önemli vakalarla birlikte verilmiştir.



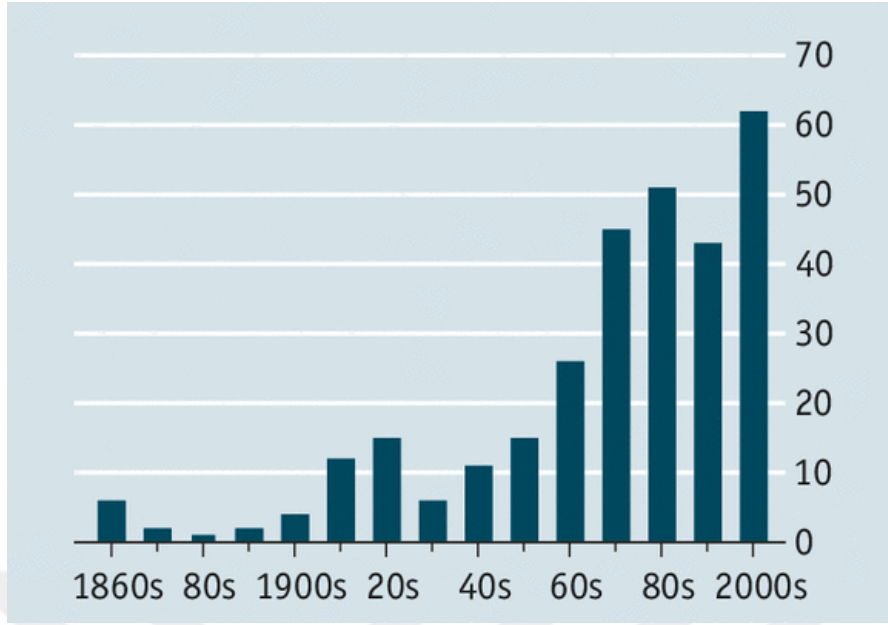
**Grafik 1. Model alınmış\* GSYİH'lar Üzerinden Küresel Düzlemde Gerçekleşen Yabancı Yatırım Varlıklarının Yüzdesi**

**Kaynak:** (The Economist, 2013a, s. 3).

(\*: 1825'te 7 ülkeden 1990'ta 79'a genişlemesi)

1945 yılında sona eren İkinci Dünya savaşı ile birlikte büyük bir çöküş yaşadktan sonra toparlanma evresine giren dünya ekonomisi, sanayileşmenin dünyaya yayılması ile birlikte ciddi bir gelişim göstermiştir. Ancak 1989'da Berlin duvarının yıkılması ve 1991 yılında Sovyetler Birliği'nin çöküşü ile birlikte yirmi yıl gibi kısa bir süre içerisinde hızlı bir yükseliş içinde olduğu görülebilmektedir.

Ancak yaşanan bu aşırı büyüme, dünya ekonomisi genelinde reel ekonomi ile sanal işlemler içeren finansal ekonomi arasındaki farkın açılması ile birlikte ortaya ekonomik düzlemde durgunluklar ve krizlere yol açan balonlar çıkarmıştır. Öyle ki bu durum 1930'lu yıllardan itibaren kontrol edilemeyecek büyüklüklere ulaşmış ve finansal balonların patlaması beraberinde gerçekleşen ekonomik kriz ve durgunlukların aralarındaki zaman farkını gittikçe azaltmış ve etkilerini genişletmiştir. GMO'nun verileri ile hazırlanmış olan Grafik 2'de görüleceği üzere 1860'tan 2000'li yıllara dek dünya çapında gerçekleşmiş finansal balonların büyüklüğü mevcuttur.



**Grafik 2. Tarih Boyunca Gerçekleşen Finansal Balonlar (adet)**

**Kaynak:** (The Economist, 2013b)

Grafik 2 ile birlikte sanal (fiktif/itibari) piyasaların zaman içerisinde ne kadar büyük bir hacim kazandığı görülebilmektedir. Zira sorunların aslı, sanal ekonomiyle reel ekonomi arasındaki değer farklarından kaynaklanmaktadır (Eğilmez, 2009, s. 93). Dolayısıyla bu değer farkının yıllar içerisinde, özellikle de 1930’lu yıllardan itibaren ne kadar büyük bir hacme kavuştuğunu görmek, krizlerin ulusal düzlemde bölgesel ve hatta küresel düzleme geçişine de işaret etmektedir.

Dünya tarihinde her ekonomik kriz, öncelikle insanların mevcut iktisadi etkilere yönelik panik duymasıyla başlamaktadır. Paniğin insanlar arasında yayılmasıyla krizler büyümekte ve ekonomiler artık geriye dönülemez zararlar yol açacak şekilde çöküşe sürüklenmektedir. Dolayısıyla öncelikli olarak her türlü krizin altında aşırı kâr hırslarının varlığından söz etmek mümkündür (Eğilmez, 2009, s. 93). Bununla birlikte krizlerin ağırlık kazanan etkileri: ufku, beklentileri, kâr fırsatlarını ve davranışları değiştiren dışsal bazı olaylardır (Kindleberger, 2008, s. 56). Örneğin; savaşlar, göçler, geniş kapsamlı politik değişimler, doğal afetler, bölgesel ve mevsimsel olarak yaşanan iklim değişiklikleri ve benzeri durumlar krizlerin değişen etkilerinden bazılarıdır.

Asaf Savaş Akat'ın, Charles Kindleberger'in Cınnet, Panik ve çöküş kitabının sunuş kısmında krizlere zemin hazırlayan temel insan psikolojisine yönelik yaklaşımı da oldukça açıklayıcıdır:

“Bire aldığını emek sarf etmeden, alın teri dökmeden, sıkıntı çekmeden üçe, beşe, ona satmanın cazibesi sağduyuyu köreltir. İnsanın en temel dürtülerinden biri, zenginlik ve iktidar tutkusu, kumar oynamanın ve risk almanın salgıladığı adrenalinle derhal birleşir. (Kindleberger, 2008)”

Herhangi bir krizin özellikleri elbette bir diğersininkinden farklıdır: ağırlık kazanan etkilerin doğası, spekülasyon nesnesi ya da nesnelere, kredi genişlemesinin formu, hilekârların mahareti, şiddetli çekilmeyi ateşleyen olayın doğası bu özelliklerden bazılarıdır (Kindleberger, 2008, s. 29). Ancak yine de tüm bu hayali kazançlar eninde sonunda birilerinin kaybı olacaktır (aktaran Kindleberger, 2008, s. 47). Çoğu zaman da krizlerin genel kabul görmüş en önemli nedeni bankaların uzun bir süre boyunca aşırı ve tedbirsiz olarak verdikleri kredi olmuştur (Ahmed, 2010, s. 315).

Balonlar veya dolandırıcılıklar genellikle görünüşte meşru veya en azından kanuni niyetlerle başlar (Kindleberger, 2008, s. 112). Ancak devam eden süreçte şişen balon nihai olarak patlayacak ve karşılaşılan zarar dolandırıcılığın da etkisiyle, daha da büyüyecektir. Ayrıca finansal sıkıntılar dolandırıcılığa yol açmaktadır, böylece zararın yükü başkalarına yüklenebilmektedir (Kindleberger, 2008, s. 115). Bu bağlamda tarih boyunca spekülasyona konu olmuş ve insanların büyük bir kısmını zarara uğratan nesnelere, finansal araçlar yahut çeşitli politikalar; zararın gerçekleştiği yıl veya yıl aralığı içinde, zarara uğrayan muhatap ülkeler ile birlikte Tablo 1’de düzenlenmiştir.

**Tablo 1. Tarih Boyunca Spekülasyona Konu Olmuş Bazı Nesnelere (1618-2008)**

<b>Yıl Aralığı</b>	<b>Nesne</b>	<b>Muhatap</b>
1618-1623	Metal paralar	Kutsal Roma İmparatorluğu
1636-1640	Laleler	Hollanda Doğu Hindistan Şirketi hisseleri, kanallar, kanalizasyon projeleri, lüks evler

(Tablo 1. Devam)

1720	Seçilmiş Şirketler	South Sea Company, Compagnie d'Occident, Sword Blade Bank, Banque Generale, Banque Royale
1750'ler, 1793 ve 1824	Taşra Bankaları	İngiltere
1763	İngiliz Hükümet Borçları	Amsterdam
1772 ve 1783	Seçilmiş Şirketler	İngiliz Doğu Hindistan Şirketi
1779 ve 1857	İthalat malları	Hamburg'da şeker ve kahve
1780-1820	Sayfiye evleri ve inşaat alanları	İngiltere
1793, 1820'ler	Kanallar	İngiltere
1810, 1816 ve 1836	İhraç Malları	İngiltere
1823	Kanallar	Fransa
1825	Yabancı Bonolar	İngiltere
1825	Yabancı Madenler	İngiltere
1825	İnşaat alanları	Fransa
1830-42, 1843-62, 1853-77, 1898-1933	İnşaat alanları	Chicago
1836, 1857, 1888-90	Kamu arazileri	Arjantin
1836, 1847	Demiryolu hisseleri	İngiltere
1836 ve 1861	İthalat malları	İngiltere ve Fransa'da pamuk
1847	İthalat malları	İngiltere ve Fransa'da buğday
1847, 1857	Demiryolu hisseleri	Fransa
1850	Yabancı Madenler	Latin Amerika, Fransa ve İngiltere'de
1850'ler ve 1870'lerin başı	Müşterek Hisseli Bankalar	Almanya
1857, 1873	Demiryolu hisseleri	ABD
1860'lar	Müşterek hisseli iskonto kurumları	İngiltere
1860'lar	Doğrudan Yabancı Yatırımlar	ABD
1872-73	İnşaat alanları	Berlin ve Viyana
1888	Yabancı Bonolar	Paris
1888	Özel Şirketlerin halka arzı	İngiltere
1888	Bakır	Fransa

(Tablo 1. Devam)

1880'ler	Yabancı Madenler	Almanya, Avusturalya ve Afrika'da altın madenleri
1907	Bakır	ABD
1914-1921, 1970'ler	Tarım arazileri	ABD
1920	Mevcut Birleşen Şirketler	İngiltere
1920'ler, 1960'lar	Yeni Sanayiler	ABD
1921-1923	Döviz	Mark
1924	Yabancı Bonolar	New York
1924-1926	Döviz	Frank
1928	Özel Şirketlerin halka arzı	ABD
1931, 1964 ve devamında	Döviz	Sterlin
1931-1982 ve 1990	Üçüncü Dünya Banka Sendikasyon kredileri	New York
1960'lar	Mevcut Birleşen Şirketler	ABD'de holdingler
1960'ların sonundan 1980'lere	Mevcut Birleşen Şirketler	ABD'de birleşmeler ve devirler
1973	Döviz	Dolar
1970'ler ve 1980'ler başı	İnşaat alanları	ABD'nin güneybatısında ve Güney California'da
1979	Altın	Sene başında onsu 200 dolardan bir yıl içinde 850 dolara çıktı
1980	Altın	Onsu 300 doların altına düştü
1980'lerin başından itibaren	Türevler	Mallarda opsiyon, futures, döviz, Standard&Poor 500 hisse senedi endeksi, faiz oranları endeksleri
1980-1985	Döviz	Sürekli artan dolar, sonraki üç yılda da düşüş göstermiştir
1982	Gümüşte tekelcilik girişimi	Banker Hunt
1980'ler	ABD müşterek fonları	Japon hisse senetlerine yatırımlar
1980'ler	Gayrimenkul	İnşaat alanları, geliştirilebilir araziler, Gayrimenkul Yatırım Tröst'leri (REIT'ler), ofis binaları, alışveriş merkezleri, lüks evler, apartman daireleri, huzurevleri, emekli siteleri
1990'lar	Yeni Sanayiler	ABD; teknoloji hisseleri
1990'lar	Özel Şirketlerin halka arzı	ABD'de IPO'lar (halka arz)
1990'lar	Doğrudan Yabancı Yatırımlar	ABD'deki yabancı şirketler
1992-1993	Döviz	Sterlin ve Liret



(Tablo 1. Devam)

1993 ve 1994	ABD müşterek fonları	Yükselen piyasalara yatırımlar
1994'ten itibaren	Hedge Fonları	Amerika
1994	Devletin kısa dönemli dış borçları	Meksika'da dövize endeksli borçlar
1995	Bankaların yabancı para yükümlülükleri	Arjantin'de, özellikle de Pezo yükümlülükleri
1995	Emlak piyasası	Japonya'da kredi ve emlak değerlendirmesi
1997	Dış ticaret hadleri ve Varlık fiyatlarındaki çöküş	Tayland'da şirketler ve bankalar
1997	Mali sektörde yaşanan uyumsuzluklar	Kore
1997	Tayland Krizi ve Bankacılık krizi	Endonezya
1998	Dış ticaret haddinin bozulması	Rusya
1999	Rusya Krizi ve Dış yükümlülükleri yüksekliği	Brezilya'daki cari açık
2000	Bankacılık sisteminin kur ve vade uyumsuzluğu	Türkiye'de büyüyen cari açık, TL'nin değerlenmesi, dış ticaret şokları
2002	Maliye-Para politikası uyumsuzluğu ve Rusya Krizi etkisi	Arjantin'de kamu ve özel sektörün yabancı para yükümlülüklerinin yüksekliği
2002	Arjantin mevduatlarının donması	Uruguay bankalarından para çekilmesi
2007	Subprime mortgage piyasası	ABD'de Kredi ve emlak piyasasının şişkinliği

**Kaynak:** 1618 ile 1994 yılları arasındaki veriler; (Kindleberger, 2008, s. 61-65), 1994 ile 2008 yılları arasındaki veriler; (Eğilmez, 2010)'den alıntı yapılarak düzenlenmiştir.

Tablo 1'de görüleceği üzere, piyasaların en etkileyici başarısızlıkları, son iki yüzyıldır kapitalizmle kol kola olan ve çok sayıda işçiyi işsiz, sermayenin büyük bir bölümünü atıl bırakan periyodik krizler, durgunluklar ve bunalımlardır. Ancak bunlar piyasaların başarısızlıklarının en bariz örnekleri olsa da piyasaların verimli sonuçlar üretmeyi başaramadığı, daha küçük çaplı sayısız örnek vardır. Son altmış yılda ise ekonomi bilimi, temel olarak piyasaların neden ve hangi şartlar altında iyi işlediğini ve ne zaman iyi işlemediğini açıklamıştır (Stiglitz, 2002, s. 245).

Homer Hoyt, Chicago Tribune’ün Nisan 1890 tarihli başyazısından şu alıntıyı yapmıştır: “Tüm çöken yükselişlerin enkazının altında, kurgusal olduğunu bildikleri fiyatlardan mülk alan, fakat daha da büyük ahmakların bu mülkleri onlardan alıp, onlara kâr bırakacaklarına güvenebileceklerini bildikleri için bu fiyatları ödeyen insanların işleri bulunmaktadır.” (Kindleberger, 2008, s. 159). Hoyt’un yapmış olduğu bu alıntı esasında tarih boyunca ortaya çıkmış olan krizlerin öncesinde şişen finansal balonların temel sebebine de ışık tutmaktadır. Bununla birlikte ortaya çıkan spekülâtif yönelimler, para ve kredinin genişlemesiyle hızlanmakta veya bazı durumlarda para ve kredinin genişlemesiyle başlamaktadır (Kindleberger, 2008, s. 71). Temelde ise her tür finansal kriz, bir geri ödeme sıkıntısından kaynaklanır ya da o sıkıntıya yol açar ve sorunun çözümü daima likidite sağlanmasından geçer (Eğilmez, 2009, s. 9).

Bir anlamda reel yahut sanal değerlerin aşırı şişmesi, ekonomik sistemin içinde parasal genişlemeye sebep olmakta ve sebep olunan bu parasal genişleme de yeni bir krizin öncülü durumuna gelmekteydi. Bu noktada elbette ekonomik faaliyetler içerisinde ve özellikle de değerlerin aşırı seviyelere ulaştığı dönemlerde ortaya çıkabilecek ihtimal dahilinde olan dolandırıcılık eğilimleri de görmezden gelinmemelidir. Zira ticari ve finansal krizler; kanunların ve ahlakın sınırlarını -bu sınırlar çok belirgin olmasa da- aşan işlemlerle sıkı sıkıya bağlıdır. Dolandırma ya da dolandırmaya eğilim, bir patlama sürecinde spekülasyon yapma eğilimiyle her zaman için paralel gidecektir (Kindleberger, 2008, s. 105). Patlama döneminde servetler kazanılır, insanlar açgözlüleşir ve bu açgözlülüğü kullanacak dolandırıcılar ortaya çıkmaktadır (Kindleberger, 2008, s. 109).

Ponzi’nin biyografisine önsöz yazan bir gazeteci 1920’ler ile 1970’ler arasında benzerlik kurmakta ve enflasyonun bir ürünü olarak hayat pahalılığı; aile reisini, aile bütçesini ve geliri arttırmak için risk almaya zorladığında, dolandırıcılığın ortaya çıktığını iddia etmektedir (Kindleberger, 2008, s. 108). Keza, modern mikro iktisat teorisine konu edilen “iktisadî birey”, saf bir faydacı/hedonist (sonsuz zevk alma) yaklaşımına oturtularak ele alınmaktadır. Sanki bu ideoloji, insanı tanımlayan, kalıcı ve bilimsel bir gerçekmiş gibi sunulmaktadır (Öztürk, 2009, s. 153).

Yine Tablo 1'den hareketle 1600'lü yıllardan itibaren spekülasyona konu olan nesnelere başlangıçta mal, maden, arazi, kanal gibi reel piyasa dahilinde iken, 1850'lerden sonra bu saydığımız nesnelere bakır, hisse senetleri, bonolar ve doğrudan yabancı yatırımlar da eklenmiştir. 1920'li yıllardan sonra ise ağırlıklı olarak döviz, altın, krediler, fonlar ve türevleri dahil olmuştur. Zaman içerisinde ekonomik krizlerin ortaya çıkış tarihlerinin yakınlaştığı ve birbirlerini etkileme güçlerinin artarak ulusal krizlerden bölgesel krizlere evrildiği görülmektedir. 2008 yılında yaşanan son kriz ise dünya tarihi boyunca görülmüş ilk küresel çapta kriz olma özelliğini taşımaktadır.

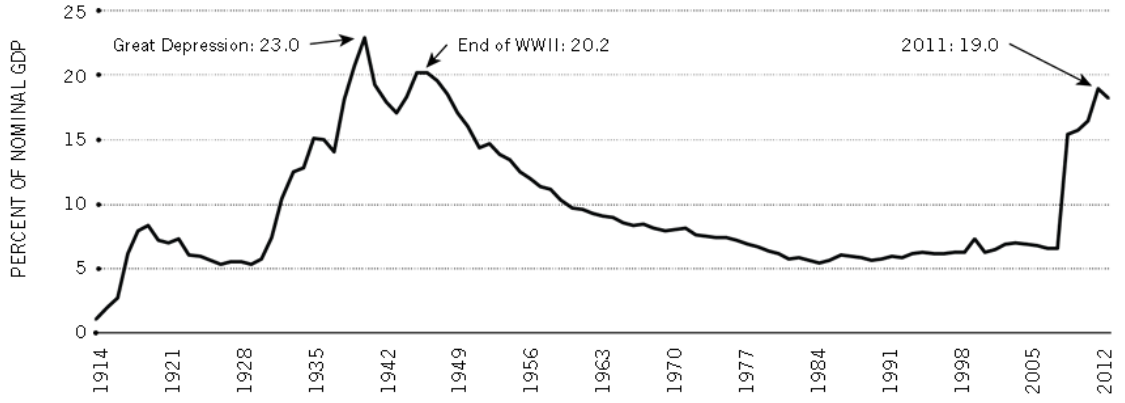
Her bir kriz durumunda çöküş, aktiflerin fiyatlarının alt üst oluşu veya önemli bir firma ya da bankanın iflasıdır. Panik ise, aktif piyasalarda oluşabilir ve daha az likit aktiflerden daha fazla likit olanlara koşuşturmaya yol açabilir (Kindleberger, 2008, s. 151). Ancak hangi durumda olursa olsun paniğin doruğunda para artık elde edilemez olur (Kindleberger, 2008, s. 152). Krizlerin uzak faili spekülasyonlara konu olan nesnelere yahut kredi genişlemesi olsa da, yakın faili genellikle insanların sisteme duyduğu güveni sarsan ve onlara iflas etmenin doğuracağı olumsuz sonuçları düşündürterek bir an önce sahip oldukları finansal araçları satarak paraya geçmelerini yönlendiren olaylardır (Kindleberger, 2008, s. 144). Bu olaylar neticesinde sahip olunan sermaye, faiz ya da hangi adla olursa olsun, getiri nerede yüksekse oraya akacaktır (Eğilmez, 2009, s. 42). Dolayısıyla ülke ekonomilerinde paniğin baş göstermesi ile birlikte gelen çöküş, finansal gücü halen elinde bulunduran bireyler için büyük bir kazanç kaynağı sağlayacak bir ortam oluşturmuş olacaktır. Son kredi mercinin konumu ve krizlere yönelik müdahale yaklaşımı da bu noktada belirleyiciliğini korumaktadır. Genellikle kurtarma operasyonlarında para ya Batılı kredi kuruluşunun normalde alacağından daha fazla geri ödeme alması ya da döviz kurlarının normalde duracağından daha uzun süre aşırı değerli seviyelerde tutulması için harcanmaktadır. Bu durum da ülke içindeki zenginlerin daha uygun koşullarla daha fazla para kazanmasına neden olurken, ülkeyi daha fazla borç içinde bırakmaktadır (Stiglitz, 2002, s. 264).

Ekonominin günümüzde son olarak geldiği noktada insanlar ve firmalar borç paraya bel bağlamak zorunda kalmaktadırlar. Borç ise beraberinde riski de

getirmektedir. Bir kriz olduğu zaman, sermaye piyasasını liberalleştirmek ve faiz oranlarını astronomik seviyelere çıkarmak gibi IMF stratejileri, borçlanmayı daha da riskli hale getirmektedir. Ancak bu durum, ekonominin gelecekte gerçekleşecek büyümesine nasıl yansıtacağı yahut sermayenin ne yöne doğru hareket edeceği gibi bilinmezlikler karşısında ortaya çıkacak olan zayıflık, IMF tarafından hesaba katılmamaktadır. Çünkü IMF modelleri, sermaye piyasalarında bilgi eksiklerinin etkileri dahil olmak üzere bu piyasaların aslında nasıl çalıştığını tüm gerçekliğiyle yansıtmamaktadır (Stiglitz, 2002, s. 151). Bu durumda Ortodoks iktisat yazınının ve müdahaleye imkan tanımayacak şekilde dayatılan iktisat teorilerinin gerçeklik karşısında geçerliliği yitirmesi anlamına gelmektedir.

Bilhassa piyasa şartlarından kabul edilen rasyonellik kuralının işlerliği de krizlerin beraberinde tartışmaya konu olmaktadır. Örneğin; hisse senedi, tahvil gibi kağıtları birer mal gibi kabul edilecek olunursa, rasyonellik kuralı burada da işleyerek bunların fiyatı arttıkça bunlara yönelik talebin de düşmesi gerekmektedir. Oysa gerçekleşen durum bunun aksine, bunlara yönelik talep arttıkça fiyatın yükselmesi ve fiyat yükseldikçe de talebin artması şeklinde gerçekleşmektedir. Bu gelişim piyasaının rasyonellik sağlama fonksiyonunun belirli alanlarda işlemediğini, hatta bir irrasyonellik mekanizmasına yol açabildiğini göstermektedir (Eğilmez, 2009, s. 33).

İktisadi karar birimlerinin özellikle finansal piyasalar dahilinde irrasyonel seçimler yapması gibi ortaya çıkan balonlar ve iflaslar da irrasyonel kabul edilmektedir. Ancak irrasyonel şeyler olmaları sebebiyle balonların ve iflasların oluşmayacağına dayanarak, finansal krizleri dikkate almamak teori adına gerçekleri görmezden gelmektir. Finansal krizleri için uygun tedavi son kredi mercidir, fakat bunun neticesinde ortaya çıkan süreç mutlak yan etkilerle gölgelenmiştir (Kindleberger, 2008, s. 315).



**Grafik 3. Amerikan Merkez Bankası (FED)'in Tarihsel Bilançosu (1914-2012)**  
**Kaynak:** (The Rise and (Eventual) Fall in the Fed's Balance Sheet, 2014)

Grafik 3'te Amerikan Merkez Bankası (FED)'in bir son kredi mercii olarak bilançosu mevcuttur. 1929 yılında yaşanan Büyük Buhran'ın etkisi ile FED'in bilançosunda nominal GSYİH'nin %5'inden, 1940'a kadar %23'üne yükselmiştir. İkinci dünya savaşının sonunda ise %20.2'ye gerilemiş ve 1980'li yıllara kadar azalarak tekrar %5 seviyesine yaklaşmıştır. Ancak 2008'de yaşanan kriz ile birlikte bu oran Büyük Buhran döneminden çok daha kısa bir zamanda artış göstermiş ve sadece 3 yıl içinde %19 seviyesine kadar çıkmıştır. Zira FED, ticari tahvil piyasasına Büyük Depresyon'dan beri ilk kez müdahale etmiştir (Dönmez, 2009, s. 92).

Bugün dünyadaki bütün ekonomiler karma ekonomik sistemi uygulamaktadır. Krize yol açmak bakımından Keynezyen ekolün krizlere karşı daha dayanıklı olduğunu ancak Friedmancı ekolün krize daha yatkın olduğu görülmektedir (Eğilmez, 2009, s. 33). Amerika da 2008'de gerçekleştirdiği müdahale ile karma ekonominin gerekliliklerini yeri geldiği zaman uyguladığını göstermektedir. Bununla birlikte kapitalizmin krizler ile varlığını teyit eden ve güçlendiren bir sistem olageldiği bilinmektedir. Bu sebeple büyüme ve genişleme safhalarında Friedmancı ekol savunularak piyasalara müdahale edilmesi engellenirken, kriz ve çöküş zamanlarında Keynezyen ekolün imkanları kullanılarak bankalar kamulaştırılabiliyor ve piyasaya ihtiyacı olan likitide sunulabilmektedir. Böylelikle kapitalizmin yaratıcı yıkım gelişimi sürdürülebilir bir imkan kazanmaktadır.

Joseph A. Schumpeter'in de bahsettiği üzere:

“Yeni milli pazarların veya dış piyasaların açılması; el sanatları atölyelerinden, yoğun ve büyük işletmelere geçiş, kapitalist sistemi durmadan, yorulmadan, içinden bir ihtilal, yenileme havasında tutmakta; yok etmekte, yenilerini yaratmaktadır. Bu “Yaratıcı yıkım gelişimi” kapitalizmin esas temelidir, ister istemez her kapitalist teşebbüs er geç bu gelişime uymak zorundadır” (Schumpeter, 1966, s. 119).

Ancak burada yaratıcı yıkım gelişiminin kimin yararına yahut kimin zararına olacağı son kredi mercii tarafından neyi gözeterek verdiği bilinmemektedir. Ayrıca son kredi mercinin gerçekleştireceği müdahaleler gibi, gerçekleştirmediği müdahaleler de piyasayı ilk elden etkilemekte ve iktisadi karar birimlerinin tercihlerini direkt olarak etkilemektedir. Dolayısıyla bu noktada verilen müdahale kararlarının ulusal yahut küresel düzlemde ortaya çıkardığı sonuçlar ve etkileri bakımında adaletli olup olmaması, ortaya çıkan problemlere üretilen çözümlerin yetersizliği gibi sonuçlar doğurmaktadır.

Kapitalist sistemin küreselleştiğini ifade etmek için sermayenin küreselleştiği ama emeğin küreselleşmemiş olduğu yeterli bir delildir. Kapitalizmin küreselleşmesi, piyasa sisteminin özünde yer alan kriz yaratıcı mekanizmayı da beraberinde bütün dünyaya yaymış bulunmaktadır (Eğilmez, 2009, s. 44). Bu da beraberinde ortaya çıkabilecek krizlerin ulusal düzlemde bölgesel düzleme, bölgesel düzlemde küresel düzleme aniden sıçrayarak paniğin yayılabileceği bir ortam oluşturmaktadır. Dolayısıyla böyle bir yapı içerisinde küresel çapta çöküşlerin yaşanması da kaçınılmaz olacaktır. Çünkü küreselleşmeyle birlikte serbestleşen sermaye hareketleri, daha çok para kazanmanın yolunu arayan profesyonellerin elinde yeni ve karmaşık tekniklerle yepyeni finansal buluşlara yol açmıştır. Bu tür gelişmelerin büyük çoğunluğu klasik kuralların ve denetimin dışındadır. Buna da “gölge finans sistemi” adı verilmiştir (Eğilmez, 2009, s. 124).

Finansal istikrarı sağlamak, küresel finans düzenini takip etmek ve gerektiği zaman finansal destek sağlamak amacıyla kurulmuş olan IMF, küresel ekonomiye yön veren ve yöneten bir kurum olarak küresel sisteme ne şekilde müdahil olduğunu incelemek de genel olarak kapitalist sistemi ve beraberinde getirdiği krizleri anlamayı da kolaylaştıracaktır.

Tarih boyunca krizlerin ortaya çıktığı anda ilk tepkinin hep inkar üzere kurulu olduğu dikkate alınır, IMF'nin de önermiş olduğu politikalarla ilgili belirsizlikleri tartışmak istememesi aksine asla yanılmaz imajı çizmektedir (Stiglitz, 2002, s. 257). Bu tutum ve pratik yönlendirmeler son kredi mercilerinin geçmişlerindeki hatalardan ders almayı zorlaştırdığı gibi belirsizliklerin üzerini örtterek krizlerin gerçekleşmiş olduğunu kabullenmeyerek, gereken zamanda müdahale etme imkanından da onları alıkoymaktadır.

Ulusal ekonomilerin politikasını etkileyen sadece Wall Street'in doğrudan çıkarları değildir; aynı zamanda finans dünyasında hakim olan ideolojidir. Örneğin Wall Street tarafından enflasyon dünyanın en kötü şeyi olarak görülmüştür. Verilen borcun gerçek değerini azaltarak, faiz oranlarında artışlara, buna karşılık tahvil fiyatlarında düşüşe yol açmaktadır. Finans dünyasındakilere göre işsizlik her zaman için çok daha az önemli bir sorun olarak görülmüştür (Stiglitz, 2002, s. 197). IMF elbette bir komplonun içinde yer almamaktadır. Ancak Batı'nın finans dünyasının çıkarlarını ve ideolojisini politikalarını belirlediği ülke ekonomilerine de yansıtmaktadır. (Stiglitz, 2002, s. 153). Buna rağmen Batı, ikiyüzlülük etmediğinde bile küreselleşme gündemini, gelişmekte olan ülkeleri harcamak pahasına kendisinin kazançtan orantısız bir pay almasını garanti edecek şekilde yönlendirdi (Stiglitz, 2002, s. 29). Böylelikle krizler patlak verdiği zaman, IMF 'standart' olsa bile modası geçmiş, yersiz çözümler içeren reçeteler vererek; bu politikaları uygulaması istenen ülkelerdeki insanların bunlardan nasıl etkileneceğini göz önüne almamaktadır (Stiglitz, 2002, s. 15).

IMF'nin krizler üzerine yoğunlaşması gerekmekte ancak buna rağmen gelişmekte olan ülkelerin her zaman için yardıma ihtiyacı olmaktadır. Dolayısıyla IMF, gelişmekte olan ülkelerin yaşamlarının kalıcı bir parçası haline gelmişti. Berlin duvarının yıkılması, IMF için yeni bir faaliyet alanı yarattı; bu da eski Sovyet cumhuriyetleri ve Avrupa'daki komünist blok ülkelerinde piyasa ekonomisine geçişi yönetmekti (Stiglitz, 2002, s. 35). Bu süreçte de bir ülke krize girdiğinde IMF fonları ve programları, istikrarı sağlayamadığı gibi, birçok durumda işleri özellikle yoksullar için daha da kötüleştirdi. IMF asıl görevi olan küresel istikrarı artırma görevini başaramamıştır; bunun dışında üstlendiği, ülkelerin komünizmden piyasa

ekonomisine geçişine kılavuzluk etme gibi yeni görevlerde de başarılı olduğu söylenemez (Stiglitz, 2002, s. 36). Beraberinde ekonomik büyümeyi teşvik ettiğini gösterir hiçbir kanıt olmamasına karşın sermaye piyasasını liberalleştirme politikası ülkelere dayatılmıştır (Stiglitz, 2002, s. 38).

Bazı durumlarda büyüme hiç sağlanamadı bile, sağlandığı durumlarda da herkese yarar getirmedi; Washington Uzlaşması'nın belirlediği politikaların net etkisi çoğunlukla, çok kişinin zarar görmesi pahasına az kişinin, yoksulların durumunun daha da kötüleşmesi pahasına zenginlerin yararına oldu (Stiglitz, 2002, s. 41). Washington Uzlaşması, neoliberal anlayışa uygun iktisat politikalarının vücut bulmuş halidir. Kavramı ilk defa 1989 yılında kullanan Williamson, yeni anlayış doğrultusunda iktisadi sorunların üstesinden gelebilmek için uygulanması gereken iktisat politikalarını somut bir şekilde ortaya koymuştur. Washington Uzlaşması, neoliberal iktisat anlayışının zirvesini ifade eder, öteki alternatiflerin yaşam hakkı artık yoktur (Yıldırım, 2011, s. 5). Böylelikle piyasalara herhangi bir müdahaleye imkan tanınmamaktadır. Ancak mevcut uzlaşmaya rağmen birçok durumda çevre, demokrasi, insan hakları ve sosyal adalet kaygılarının yerini ticari çıkarlar ve değerler almıştır (Stiglitz, 2002, s. 42).

IMF'nin verdiği tavsiyeler sık sık ekonomiyi aşacak şekilde politik yargılar taşımakta olduğu görülmektedir. IMF'nin özelleştirme konusunda dayatmasının sebeplerinden biri de, hükümetlerin, iktisadi teşebbüsleri yönetirken kendilerini politik baskılardan ayıramadığı düşüncesi idi (Stiglitz, 2002, s. 68). Bu gibi sahip olunan düşünceler yüzünden IMF birçok ülkede işleri daha da kötü hale getirmiştir. Çünkü kemer sıkma programları çoğu zaman o kadar yüksek faiz oranlarına neden olur ki, (bazen %20'yi, bazen %50'yi geçer; hatta bazen %100'ün üstüne bile çıkar) ekonomik ortam ABD'ninki kadar iyi olsa bile iş ve girişim yaratılması imkansızdır. Büyüme için gerekli sermaye artık çok maliyetli bir seviyeye gelmiştir (Stiglitz, 2002, s. 81).

Batı dünyası ve beraberinde IMF para piyasalarının sırf kendi çıkarlarına hizmet etmesinin ötesinde, sermaye piyasasını liberalleştirmeyi sadece başka bir piyasa erişim şekli (daha fazla para kazanılacak daha fazla piyasa) olarak görmektedirler (Stiglitz, 2002, s. 122). Bu sebeple de IMF hazırladığı reçetelerle



faizin artırılmasını ister, böylece o ülkede gelişmesi ve beslenmesi gereken sektörlere yönelik yatırım da böylelikle engellenmiş olacaktır (Stiglitz, 2002, s. 132).

Son bir örnek olarak, 1998’de gerçekleşen Rusya krizi karşısında dayatılan IMF politikaları, başarısızlığa mahkum bir nedenden dolayı Rusya’ya para vererek, hiçbir kazanç bırakmaksızın ülkeyi daha derin bir borç batağına sürükledi. Bu hatanın maliyeti, krediyi veren IMF görevlileri veya bunu zorlayan Amerika ya da bu krediden faydalanan Batılı bankacılar ve egemenler tarafından değil, Rus vergi mükellefleri tarafından karşılanmıştır (Stiglitz, 2002, s. 175). Tıpkı geçmişte yaşanmış olan diğer tüm krizlerde olduğu gibi krizlere sebep olan aşırılık ve irrasyonelitenin kazancından ziyade yükümlülükleri genel olarak krizlere sebep olmamış vergi mükelleflerine yüklenmiştir. Yahut son kredi mercinin eninde sonunda (iflas halinde dahi) müdahale ederek, sermaye sahiplerinin kurtarılması inancı içten içe insanların irrasyonel tercihlerini kendi içlerinde rasyonelleştirmelerine zemin hazırlamaktadır.

Özellikle 1820’lerden itibaren artan ticaret hacmi sonrasında sanayi devriminin de etkisiyle gelinen nokta küreselleşme olarak nitelendirilmektedir. Ancak yukarıdaki örneklerden de görüleceği üzere bugün dünya ülkelerini krize sürükleyen iç ve dış sebepler olmak üzere birçok etken sistemde mevcuttur. Yine küreselleşmenin beraberinde getirdiği 2008 krizi de bu bağlamda Amerika’da son kredi mercinin likidite fazlasına sebep olmasından ve kendisine bağlı bulunan diğer ülke ekonomilerinin ihtiyaçlarını karşılamaktan ziyade kendi ekonomik çıkarlarına hizmet etmeye yönelik politikalar dayatması sonucunda krizin etkilerinin bu denli yayıldığı ve derinleştiği görülmektedir.

## **1.2. 2008 Küresel Finans Krizini Anlamak İçin Bazı Temel Kavramlar**

2008 Eylül ayında ilan edilen finansal kriz küreselleşme sürecinde beraberinde yeni kavramları da literatürde ön plana çıkarmıştır. Bir önceki bölümde açıklanmaya çalışıldığı üzere; ortaya çıkan her finansal kriz piyasaya likidite aktarmak suretiyle daha büyük bir balon oluşturarak zararları karşılanmaya

çalışılmıştır. Tarihin en büyük krizini anlamak için de bazı kavramların daha detaylı incelenmesi meseleyi analiz etmeyi kolaylaştıracaktır.

*Batık krediler (Bad Loans):* Belli bir süreyi aşan ödenmemiş borç ve/veya ekonomik sebeplerle yok olmuş veya aşınmış teminat değeri kredisi olarak adlandırılmaktadır. Bir başka deyişle, kredinin geri ödemelerine ilişkin, ödünç veren ve ödünç alanın başta kabul ettikleri koşullar yerine getirilmediğinde ve hiçbir zaman da yerine getirilemeyeceği ihtimali olduğunda, bu krediler, batık kredi olarak nitelendirilir (İKV, 2013, s. 144).

*Finansal Kurumların Yeniden Sermayelendirilmesi (Recapitalisation of Financial Institutions):* AB’de yaşanan borç kriziyle birlikte, sorun yaşayan ülkelerdeki bankaların sermayeleri de erimeye başlamıştır. Borç kriziyle mücadele ve yeni krizlerin oluşmasının önlenmesi amacıyla AB’de devletler, ihtiyaç duyan bankalar ve kredi kurumlarına sermaye enjekte ederek yeniden sermayelendirilmelerini sağlamaktadır.

26 Ekim 2011 tarihindeki Euro Alanı Ekonomi ve Maliye Bakanları Zirvesi’nde, Sermaye Artırımının Finansmanı konusuna ilişkin bazı kararlar alınmıştır. Öncelikli olarak özel sektör kaynaklarına başvurma yoluna gidilmesi öngörülmekle beraber, bu seçenekle başarı sağlanmaz ise ve gerek görüldüğü takdirde, ulusal hükümetlerin de devreye girmesi karara bağlanmıştır. Ancak bu da yeterli olmazsa, Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması devreye girecektir (İKV, 2013, s. 161).

*FTSE 100 Endeksi (FTSE 100 Index):* Londra Borsası’nda piyasa değeri en yüksek 100 şirketin sıralandığı hisse senedi endeksine verilen isimdir. Dünyadaki hisse senedi piyasasının %7,8’ini temsil eden FTSE 100 Endeksi, İngiltere piyasasının ise %85,2’sini temsil etmektedir. Hâlihazırda Londra Borsası, Hindistan Ulusal Borsası ve diğer kurumlardaki finansal ürünlerin değerini belirlemek için temel oluşturmaktadır (İKV, 2013, s. 161).

*Hedge Fonları / Serbest Yatırım Fonları (Hedge Funds):* Özel bir tür yatırım fonlarına verilen isimdir. Farklı piyasalara, yatırım araçlarına ve stratejilere yatırım

yaparlar. Pek çok kişinin küresel ekonomik krizin sebeplerinden biri olarak hedge fonları göstermesinin sebebi, bu fonların yüksek kâr amacıyla kısa vadeli hareket etmeleridir. Türkiye’de Sermeye Piyasası Kurulu tarafından “serbest yatırım fonları” olarak adlandırılan hedge fonlar, katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan ve mevzuatta yer alan portföy sınırlamalarına istisna tutulan fonlar olarak tanımlanmıştır (İKV, 2013, s. 165).

*Lehman Brothers (Lehman Brothers):* Merkezi ABD’nin New York kentinde bulunan ABD’li bir yatırım bankasıdır. Ağırlıklı olarak sabit faizli hisse senetleri ile çalışır. 2004 yılı itibarıyla dünya çapında yaklaşık 20 bin çalışanı vardır. 15 Eylül 2008 tarihinde iflasını açıklamasıyla, 613 milyar ABD doları ile ABD tarihinin en büyük iflası meydana gelmiş ve küresel ekonomik krizin simgesi haline gelmiştir (İKV, 2013, s. 172).

*Toksik Varlıklar (Toxic Assets):* Önemli oranda değer kaybeden finansal varlıklara verilen isimdir, böyle bir durumda, bu varlıkların uygun ücrete satılabileceği işlevsel bir piyasa bulunmamaktadır. Toksik varlıklar piyasası işlevselliğini kaybettiğinde, donmuş varlıklar (frozen assets) olarak nitelendirilmektedir. Ekonomik şartlar ve dış piyasa ortamı, bu varlıkların değerlerinin belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Toksik varlıklar, özellikle 2008 yılında meydana gelen finansal krizden sonra önem kazanmıştır (İKV, 2013, s. 189).

*Türev Araçlar (Derivatives):* Değeri başka bir finansal varlığın veya malın değerine doğrudan bağlı olan veya dayanak varlıktan türeyen finansal araçlardır. İki veya daha çok taraf arasında bir sözleşme olan türev araçların değeri, dayanak varlığın değerindeki dalgalanmalar ile belirlenmektedir. En yaygın dayanak varlıklar, hisse senetleri, bonolar, emtia, para birimleri, faiz oranları ve piyasa endeksleridir. Türev araçlar genellikle yüksek riskli yatırım araçlarıdır. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, forward ve swap sözleşmeleri en yaygın türev araçlardır. Ayrıca AB’de sıçrayarak derinleşen ekonomik kriz, türev araçlarla ilgili risklerin tezgâh üstü piyasada yeterince karşılanmadığını ortaya çıkarmıştır (İKV, 2013, s. 190).

*Konsolidasyon:* Bir borcun, borçlu tarafından alındığı zaman belirlenen koşullara uyulmayarak, vade, faiz ve benzeri yönlerden yeniden yapılandırılmasıdır. Konsolidasyon zorunlu veya gönüllü olarak yapılabilir. Genellikle borcun vadesini uzun süreye yayılması şeklinde uygulanır. Bu uygulama iç borçlar için de, dış borçlar için de geçerlidir. Borçları büyüyen ve ödeme imkanlarını kaybeden az gelişmiş ülkeler tarafından zaman zaman uygulanmaktadır. Konsolidasyonun bedeli, borç verenlerin güveninin sarsılması ve gelecekte yeniden borçlanma olanağının azalmasıdır (Emiroğlu, Danişoğlu ve Berberoğlu, 2006, s. 478).

### **1.3. 2008 Küresel Finans Krizinin Sebepleri**

Bazı yorumcular küresel krizin ABD’de 2006 yılında ortaya çıkan subprime mortgage kriziyle başladığını, bazı yorumcular da yine ABD’de ortaya çıkan Lehman Brothers’ın batışının gerçekleştiği 2008 yılında başladığını kabul etmektedir. Esasında ise krizin başladığı yıldan çok krizin küreselleşmesi önem taşımaktadır. Bu da 2008 yılında gerçekleşmiş görünmektedir. O nedenle başlangıç yılı olarak 2008 yılını almak daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Küresel kriz, başlangıçta finansal bir kriz olarak ortaya çıktı ve bir süre o çerçevede devam etmiştir. Sonraları giderek reel sektöre de yayılarak bir ekonomik krize dönüşmüştür (Eğilmez, 2013). Mevcut çalışmada finansal etkileri ve bu finansal etkilere alternatif olarak ortaya çıkmış olan araçlar inceleneceği için reel sektör üzerindeki etkilerine ayrıntılı olarak değinilmemiştir.

Krizler tarihi bölümünde bahsedildiği üzere, krizler reel ekonomi ile sanal ekonomi arasındaki farkın giderek büyümesi sonucunda ortaya çıktığı ifade edilmiştir. Reel ile sanal ekonomi arasındaki farkı rakamsal olarak ifade etmek gerekirse; küresel menkul kıymetler piyasası 2007 yılı itibariyle 149,1 trilyon dolar büyüklüğe erişmiştir. Varlığa dayalı menkul kıymet büyüklüğü ise aynı dönemde sadece 10,7 trilyon dolardır (Erdal, 2011, s. 60). Gerçekleşen bu büyük fark dolayısıyla insanların varlığa dayalı olmayan sanal ekonominin enstrümanlarına aşırı bir talep gösterdiği görülmektedir. 2008 krizinin çıkartan temel sebep de insanların göstermiş olduğu bu aşırılıktır. Piyasalarda ortaya çıkan bu aşırı tutum beraberinde

insanların sanal enstrümanlara yönelik irrasyonel taleplerde bulunmasına da sebep olmaktadır.

Bu krizin bütün öteki krizlerden en önemli farkı ilk küresel kriz olmasıdır. Çünkü dünya ilk kez bu kriz öncesinde kapitalizmin küresel sistem haline geldiği bir yapıya bürünmüştür. Örneğin 1929 Büyük Buhran'ı kapitalizmin krizi olarak çıkmış ve orada kalmış; o zaman için var olan, kendi içine kapalı sosyalist dünyayı pek etkilememiştir. Dolayısıyla 1929 krizi bir küresel kriz değildir (Eğilmez, 2013).

Krizin finans düzleminde ortaya çıkmış olan temel sebeplerine değinmeden önce, 15 Eylül 2008'de saat 13:45'te Lehmann Brothers'ın iflasını açıklamasıyla başladığı iddia edilen krize zemin hazırlayan süreci kısaca açıklamak gerekmektedir. Öncelikle 2000'li yılların başındaki durgunluğu aşmak üzere başta ABD olmak üzere, dünyada takip edilen aşırı genişleyici para politikasının, türev ürünlere dayalı sanal bir refah artışı göz önünde bulundurulmalıdır. Talep artışını ve kredi genişlemesini tetiklemek üzere 2002 yılının başından beri sürdürülen düşük faiz, kolay kredi politikası güden FED; %5 civarındaki politika faiz oranlarını çok hızlı bir şekilde düşürmeye başlamış, faizler 2004 yılı itibariyle %1 seviyelerine kadar gerilemiştir. Merkez bankalarının izlediği genişleyici para politikaları, çok geçmeden karşılığını denetimsiz finans sisteminde bulmuştur (Öztürk ve Tuzcu, 2012, s. 37).

Karşılığı denetimsiz finans sisteminde bulunan bu genişleyici para politikalarının sağlamış olduğu parasal genişlemenin gerçekleştiği ekonomilerde yalnızca finansal mühendislik alanında, herkesin anlamadığı ve büyük getirisi olan ürünlerin çıkması gibi basit olan bazı uygulamaların, bu derece büyük bir krize yol açmış olması kabul edilebilir bir sebep değildir. Dolayısıyla küresel çapta etkiye yol açmış bir krizin de sebepleri, sistem içerisinde çok daha köklü ve derin bazı problemlerin varlığından kaynaklanmaktadır.

Bu yaşanan olumsuzluklar sonucunda görülmektedir ki, FED'in son kredi mercii olarak sistemin daha da kötüye gideceğini öngörememiştir. Zira ortaya çıkan bu olumsuzluklara rağmen süreç içinde sürekli olarak bu durumun üstesinden gelinebileceğine yönelik söylemler ifade edilmekteydi, bir anlamda krizin sinyalleri inkâr etmekte FED ısrar etmekteydi. Ancak Lehmann Brothers'ın da iflasını

açıklamasıyla artık kriz ne Amerika için, ne de dünyanın geri kalanı için geri dönülemez bir hale geldiğini göstermekteydi. İflas haberi ile birlikte güven dibe vurmuş, panik ortaya çıkmış, varlık fiyatları serbest bir şekilde düşmeye başlamış ve ilerleyen süreçte küresel bir etkiye kavuşacak olan kriz, 2008'in üçüncü çeyreği itibariyle daha fazla gizlenemeyerek “resmen” başlamıştır (Öztürk ve Tuzcu, 2012, s. 42). Bu yaklaşımın bir tezahürünü de yine The Economist'ten alıntılanan grafik 1'de görülebilmektedir. Zira şişen finansal balonun iflas tarihinden daha önce patladığını ancak krizin eylül ayı itibariyle ilan edildiği söylenebilir.

ABD mortgage piyasasında mortgage kredileri, ödeme şekline, faiz yapısına, kredi talebinde bulunanın kredibilitesine göre çeşitli ayrımlara tabi tutulmaktadır. İndirimli, yüksek ödemeli, balon ödemeli mortgage kredisi gibi birçok kredi türü mevcuttur. Ancak mortgage piyasalarının sorunlu kredi yapısını subprime mortgage (eşikaltı/yüksek faizli) kredileri ile değişken faiz oranlı mortgage kredileri oluşturmaktadır. Subprime mortgage kredileri, konut kredisi talebinde bulunanların özellikleri dikkate alınarak yapılan bölümlendirmenin içinde yer almaktadır (Demir, Karabıyık, Ermişoğlu ve Küçük, 2008, s. 15).

Sistemi derinden etkileyen köklü problemlerden birisi mortgage kredilerinin yapısının bozulmasıdır. Zira faizlerin düşük olduğu dönemlerde artan risk iştahıyla kişilerin kredi geçmişlerine bakılmadan verilen subprime mortgage kredilerinde, faizlerin yükselmesiyle birlikte temerrütler ve icra yoluyla satışlar artmaya başlamış ve bu durum karmaşık türev araçlarla finansal sisteme yayılarak dalgalanmaya neden olmuştur. 2007 yılının ikinci çeyreğinden sonra krize dönüşen bu süreçte mortgage kredilerinin geri ödemelerinde yaşanan aksaklıklar sistemin tamamını olumsuz etkilemiştir (Demir ve diğer., 2008, s. 45).

İkinci aşamada ise elde edilen bu ipoteklerin menkul kıymete tahvil edilmesi söz konusudur. Menkulleştirme sürecinin bizatihi kendisi krizi tetikleyecek zayıf halkaların başlangıcını teşkil etmiştir. Gerçekten de ABD'de bulunan bankaların konut kredileri için gereken kaynağı yatırım bankaları üzerinden ihraç ettikleri tahviller ile borçlanarak sağlamış oldukları bilinmektedir. Süreç, bu varlıkların pazarlanmasında kredi derecelendirme kuruluşlarının devreye girmesiyle üçüncü ve ahlaki açıdan en çok sorgulanması gereken safhaya taşınmıştır. Bu aşamada, “finans

mühendisleri” risk ve getirisine göre tasnif edilmiş bu menkul varlıkları derecelendirmiş ve “yatırım yapılabilir” notu vermiştir (Öztürk, 2009, s. 29). Burada günü kurtarmak adına geleceği tehlikeye atan bir başka nokta daha söz konusudur. Bu durum, bir malın gelecekte sahip olması beklenen fiyatlardan menkul kıymete dönüştürülerek fahiş fiyattan satılmış olmasıdır (Öztürk, 2009, s. 30). Kriz esasında reel piyasada karşılığı olmayan sanal ürünlerin hacminin kontrol edilemeyecek şekilde büyütülmesiyle, temelde bu sebeple etkisini arttırmış bulunmaktadır.

Eylül 2008’e gelindiğinde; kapitalizmin son yükselişi emlak fiyatlarının şişmesi üzerine kurulmuştu. Emlak fiyatları artmakta iken, emlak sahipleri kendilerini daha zenginleşmiş hissederek borçlanıp, harcamalarını arttırmaktaydılar, bu durum ekonomiye canlılık getirerek ve emlak fiyatlarını daha da arttırmıştır. Emlak fiyatları arttıkça, emlak talebi de artmış, böylelikle emlak dayalı kağıtlarla yapılan finansal işlemler hızla büyümüştür. Bu işlemler dahilinde borçlanan herkes yatırım amacıyla ikinci, üçüncü gayrimenkulünü almak istemiştir. Bu alımlar altında yatan varsayım bunların günün birinde daha yüksek bedelle satılabileceğiydi. Söz konusu varsayımın gerçek olmayabileceği anlaşılınca fiyatlar gittikçe düşerek balon sönmüştür. 2008 küresel krizi, altında emlak fiyatlarının şişkinliği de olsa, kredinin değil ona dayanılarak yapılan işlemlerin yarattığı bir çeşit kredi krizi olarak da tanımlanmıştır. Krizi doğuran durum, kredilerin piyasa içerisinde inanılmaz bir ölçekte ve hızla el değiştirmesinden kaynaklanmaktaydı (Eğilmez, 2009, s. 67). Elbette krizin yayılmasında bu durumun kaynaklık ettiği ikinci ve üçüncü kredilerin paketlenerek Avrupa bankalarına satılması da etkiyi küreselleştiren bir mahiyete kavuşturmuştur (Eğilmez, 2009, s. 9).

Finansal mühendisliğin ve finansal buluşların üniversitelerde okutulması, türev ürünlerin gitgide yaygınlaşması ve hemen hemen bütün ülkelerde kabul görmeye başlaması, kredi, mülkiyet, risk, likidite gibi temel finansal işlemlerin paylaşılmasına ve dolayısıyla çok daha riskli alanlara, düşük kredibiliteli kişi ve kurumlara yönelik hizmetlerin de kolaylıkla yapılmasına yol açmıştır (Eğilmez, 2009, s. 118). Bu da finansal krizin en temelde reel piyasadaki çok daha yüksek hacimlere ulaşarak maliyetini toplumların bütün kesimlerini etkileyecek bir seviyeye

çıkarmıştır. Ayrıca finans mühendisliği ile çok hızlı ve kontrol edilemeyecek kadar yayılan finansal araçlar, piyasalarda bilgi asimetrisine de yol açmıştır.

Faiz yapısının uyumsuz bir hale gelmeye başlaması da krizi derinleştiren sebeplerden bir diğeri olarak karşımıza çıkmaktadır. Gerçekten de düşük faiz politikasının açtığı yolda aşırı ve kontrolsüz bir rekabet içine giren bankalar nedeniyle, ABD'nin düşük gelirli kesimleri için dahi borçlanma cazip hale gelmiştir. Öyle ki, bankalar o dönem için, bazen kabul edilemeyecek kadar zayıf ipotekleri de kabul edebilmektedir. Nitekim 2009 yılı itibariyle geri ödeme zorluğu yaşanan kredilerin birçoğu subprime kredilerdir (Öztürk, 2009, s. 29).

Sürdürülmesi imkânsız olan bu 'saadet zinciri'nin kopmasına neden olan ise; ekonomiyi soğutarak enflasyonu kontrol altına almak üzere FED'in 2006 yılı ve sonrasında faiz oranlarını yukarı çekmek zorunda kalmasıdır. Böylece ilk karmaşa, devasa konut sektöründe (mortgage) başlamıştır. İşi, geliri ve hatta varlığı olmayan ya da yetersiz olan kesimlere açılan ve adına daha çok "NINJA kredileri" (NINJA - gelirsiz, işsiz ve varlıksız-no income, no job, no asset) denilen konut kredilerinin değişken maliyetinin artmasıyla sektörde ödeme sıkıntısı derinleşmiştir. Bu aksaklık, zincirleme olarak önce bankacılık sektörünü, türev ürünleri paketleyip maharetle çeşitli fiyatlardan pazarlayan yatırım bankalarını ve ellerindeki sözde varlıkları satarak likidite etmeyi uman yatırımcıları vurmuştur (Öztürk ve Tuzcu, 2012, s. 42). Örnek olarak; kredi faiz oranlarının %1,5'ten %6,5'e yükselmesi 200.000 dolarlık kredi kullanıcısına ortalama yıllık 6.400 dolar ek maliyet getirmiştir. 20 yıl vadeli yıllık % 1,5 faiz üzerinden aylık taksit tutarı 964 dolar iken aynı koşullarda faizin % 6,5'e yükselmesi taksit tutarını 1490 dolara yükseltmektedir (Demir ve diğ., 2008, s. 50).

Kredi faiz oranlarını arttırarak engellenmeye çalışılan kriz üzerinde, önceki dönemlerde sağlanmış olan likidite bolluğu ile birlikte kredi yapılarındaki düzensizliğinin de etkisi olmuştur. Zira 2000'li yıllarda gerçekleştirilen genişletici para politikasının gerektiğinden daha uzun sürdürülmesi beraberinde emlak piyasasının aşırı değerlenmesiyle balona sebep olmuştur. Aynı zamanda bütçe ve mali disiplin de tümüyle kaybolmuş olmasına rağmen, bu gerçeğin üzeri örtülmüştür (Öztürk ve Tuzcu, 2012, s. 39).



Para politikaları tarafından belli başlı ülkelerin merkez bankaları politika faizlerini ‘sıfır’ seviyesine çekip, piyasa benzeri görülmemiş bir likiditeye boğulmuştur. Maliye tarafında ise, ekonomiyi canlandırma adına teşvikler ve primler verilerek bankacılık sistemi tekrar işlevsel hale getirilmeye çalışılmıştır.

Sistem bütün kurum ve kuruluşlarıyla hatalı çalışmaktaydı. Emlak balonunun oluşmasına aşırı kredi veren bankalar yol açmıştı. Bankaların bu kadar aşırı kredi vermeleri ise merkez bankalarının kriz öncesi yıllarda piyasalarda ucuz maliyetli aşırı likidite bulundurmasından ve kontrolsüz yaratılan finansal enstrümanlardan kaynaklanmaktadır. Kamu adına düzenleme ve denetim yapanlar, derecelendirme şirketleri, sigorta şirketleri, zincirleme olarak bu krizin sorumlusuydular (Okumuş, 2010, s. 7). Temelde ise paradan para yaratma, borçların tekrar tekrar satışı, subprime krediler, kısa satış ve risk paylaşımının olmaması bu durumun beraberinde getirdiklerini özetlemektedir (Ahmed, 2010, s. 307). Sonuç olarak ortaya çıkan finansal düzlem; kredi hacmi, kredi kalitesi ve subprime borçlulara yönelik kredi miktarı ile spekülâtorlerin insiyatifinde hızlıca yükseltildi (Ahmed, 2010, s. 315).

Böylelikle finansal piyasalarda meydana gelen zararların önemli bir kısmı ipoteğe dayalı menkul kıymetlerden meydana gelmiştir. Son yıllarda bankalar bilançolarında taşıdıkları kredi riskini menkul kıymetleştirme yoluyla sermaye piyasalarına aktararak dağıtmışlardır. Ancak, riskin başka yatırımcılara aktarılabildiği bu yapıda, bankaların ve diğer finansal kuruluşların kredi politikaları daha esnek olabilmekte ve bir bütün olarak finansal sistem üzerindeki riski artırmaktadır. Bu durum, kredi kalitesinin bozulması sonucu geri ödemelerin kesilmesi ile oluşan batık krediler dolayısıyla bilançolardan varlıkların silinmesine neden olmaktadır (Dönmez, 2009, s. 87). Ancak bu durum, adil bir sistem olup olmaması bir yana, kötü bir ekonominin izlerini taşımaktadır. Çoğu zaman sermaye piyasasının liberalleşmesinden sonra yoğun bir şekilde ülkeye giren ve çıkan sıcak para akımı, ardında her zaman için bir hasar bırakır (Stiglitz, 2002, s. 38).

İlk bölümde ele alındığı üzere her krizde son kredi merciinin sergilemiş olduğu tavırlar kriz öncesinde ve sonrasında gerçekleştirmiş olduğu politikalar kadar değerlidir. Dolayısıyla düzenleyici kurumların önlem almasında müdahale zamanını

ölçülü bir şekilde tayin edememek gibi sergilenen tutumlar da krizin yönelimini etkilemiştir.

Örneğin 2008’de kriz sürecinde en fazla eleştirilen kuruluşların başında FED gelmiştir. Nitekim FED değişen risk ortamına karşı önlem almada gevsek davranmış, bunun bir örneği olarak FED Başkanı Ben Bernanke 2007 baharı sonunda (17 Mayıs 2007) Subprime piyasasından diğer piyasalara endişe verecek bir yayılma olacağını beklemediklerini ifade etmiştir. Ancak tam tersi olmuş ve bu durum subprime piyasasından reel sektöre uzanan bir küresel kriz halini almıştır (aktaran Erdal, 2011, s. 94-95).

Ne zaman ki, aşırı ihtiyatsız krediler ve borç veren kimseler geri ödemededen emin olmazlar, CDS’ler (borçların ödenmeme riskine karşı sigorta maliyeti) gibi türevler karşı koruma aranabileceği varsayılan ölçüsüz bir çareye dönüşür. Swap alıcısı (alacaklı), borçlu temerrüde düştüğü durumda alacağı tazminat için satıcısına bir prim öder (hedge fon). Eğer bu koruma gerçek alacaklıyla sınırlandırılmışsa, herhangi bir sorun ortaya çıkmayabilir. Ancak, ne oldu ise 2008’den önce alacalıklara satılan hedge fonlar sadece gerçek banka kredisi değil, aynı zamanda borçlunun temerrüdü için iddiaya girmiş diğer birçok sayıda gönüllü kişiye de satılmıştır. Bu alacaklı takas sahipleri de, sırayla, bu swaplar başkalarına satılmış ve bütün süreç bu şekilde birkaç kez tekrarlanmıştır (Ahmed, 2010, s. 316). Bu tekrarlanan süreçler nihayetinde ABD konut kredisine ilişkin konjonktürün tersine dönmesi ile kriz baş göstermiştir (Dönmez, 2009, s. 99).

Uluslararası piyasalarda meydana gelen gelişmeleri iki süreçte değerlendirmek mümkündür. Birinci süreç Temmuz 2007’de başlayan ve 15 Eylül 2008’e kadar finansal piyasalarda yaşanan çalkantılar dönemidir. Amerika’da 2006’ya girerken ev fiyatlarındaki yükseliş ve düşük faiz oranları ipotek kredilerinin önemli ölçüde artmasına yol açmış, tüketiciler gelirlerine göre büyük oranda harcama eğilimi içine girmişlerdir. Nitekim Amerika’da hane halklarının kredi piyasalarından ve finansal olmayan kuruluşlardan borçlanmalarının GSYİH’e oranı 1994-2007 yılları arasında %118’den %173’e yükselmiştir. Nihayetinde hacizler ABD’de 2006 sonlarında hızlanmış, 2007 ve 2008 yıllarında küresel bir krizin tetikleyici unsurları arasında yer almıştır (Dönmez, 2009, s. 86).

Denetleme kurumları görevlerini etkin bir şekilde yerine getirmek için erken bir aşamada hileli uygulamaların fark edilmesini ciddiye almayarak başarısız olsalar bile daha başlangıçta bu durumu gizlediler (Ahmed, 2010, s. 316). Aynı şekilde kredi derecelendirme kuruluşları da bu menkul değerlerin derecelendirmelerinde ciddi hatalar yapmıştır. Bir başka deyişle kredi derecelendirme kuruluşları, mevcut konjonktür içerisinde konut fiyatlarının asla düşmeyeceğini varsayımlardır (Dönmez, 2009, s. 87-88). Dolayısıyla kredi derecelendirme sürecinde ciddi aksaklıklar olduğu gibi türev ürünlerinin denetlenmesinde de ciddi bir takım bilinçli ihmaller kriz sonrasında ortaya çıkmıştır.

Bu ihmaller ve telafisi olmayan hataların yapılması sonucunda finansal olarak başlayan kriz, bir dönem sonra reel krize dönüştüğü görülmektedir. Ancak krizin temel sebebi ilk elden emlak piyasası değil, sistemin kendisinden yani; finans mühendisliği dahilinde oluşturulan araçlardan, kredilerin birden fazla satılmasına müsaade eden denetimini sağlıklı bir şekilde gerçekleştirmemekten kaynaklanmaktadır. Öyle ki, ABD’de bankacılık sistemi denetleniyorken, “gölge bankacılık” da denilen türev piyasaları ve hedge fonlar, finans piyasasının hacminin artması hatırına denetlenmemiştir (aktaran Göçer, 2012, s. 20). Bu durumun aşırılığı beraberinde krizin de küresel bir düzlemde yaygınlaşmasını kolaylaştırmıştır.

Her ne kadar ekonomi temelinde ve finans piyasasında çıkan bir kriz olsa da 2008 küresel finans krizi karmaşık ve rakamlarla ifade edilen araçları ve zararlarının ötesinde insanların neden olduğu bir krizdir. Dolayısıyla krizin teknik ve karmaşık yapısının ardında insan hataları ve yönelimleri bulunmaktadır. Bu bağlamda davranışsal olarak krizin iki temel sebebi ön plana çıkmaktadır; aşırılık ve irrasyonelite. Nihayetinde ortaya çıkan kriz bir borç ve tasarruf problemidir, insanlar tasarruf ettiklerinden daha fazla harcamak istedikleri için irrasyonel tercihlerini, bilhassa aşırılığa başvurarak gerçekleştirmektedirler.

Bu dönemde mevduat ve yatırım bankaları ile derecelendirme kuruluşlarının davranışları aslında yasal ve ahlaki zemini sonuna kadar zorladığı halde, bunlara göz yumulmuş olması krizi teknik bir sorun olmaktan çıkartarak ahlaki bir zemine taşımaktadır. Zira, bu birliktelikten anlaşılması ve takip edilmesi çok karmaşık türev piyasaları doğmuş, maliyeti düşük ve alması kolay kredi imkanları da tüketicileri aşırı

borçlanmasına ve kontrolsüz kredi genişlemesine neden olmuştur. Böylece piyasanın kırılganlığı da artmıştır. Nitekim 1999 yılında 10 trilyon doların altında olan türev piyasalarının hacmi, 2004 yılında 40 trilyona ve 2008 yılında ise 70 trilyon dolara yükselmiştir. Kredi hacmi gün geçtikçe büyürken, bol, kolay ve ucuz kaynaklara ulaşan kitlelerin patlayan talebi karşısında ipotek olarak gösterilen gayrimenkul fiyatları da artmaya başlamıştır (Öztürk, 2009, s. 29).

Aynı zamanda hisse senedi, tahvil gibi kağıtları birer mal gibi kabul edecek olursak, rasyonellik kuralı burada da işleyerek bunların fiyatı arttıkça bu araçlara yönelik talebin de düşmesi beklenmektedir. Oysa bu durum bu şekilde gerçekleşmemiştir. Tam tersine, bunlara yönelik talep arttıkça fiyat yükselmiş ve fiyat yükseldikçe de talep artmıştır. Bu gelişim piyasa sisteminin rasyonellik sağlama fonksiyonunun belirli alanlarda işlemediğini, hatta bir irrasyonellik mekanizmasına yol açabildiğini göstermektedir (Eğilmez, 2009, s. 33). Böylelikle insanların kolay yoldan çok yüksek miktarda gelir elde etme arzuları, beraberinde değerleri karşılığı verilemeyecek seviyeye kadar şişirmiştir. Eğer ki bu tür işlemlerde bir kısıtlama olarak spekülâtorler tarafından kazanılan komisyonlar yapay olarak oluşan balonlar esnasında kesilseydi, kayıplar önlenecek, finansal kriz esnasında kaçınılmaz hale gelen iflas ile finansal krize giden yolun daha baştan önünün kesilmesine yardımcı olacaktı (Ahmed, 2010, s. 317). Ancak 2008’de bu tür önlemler tercih edilmemiştir, çünkü ekonominin büyük bir kesimi finansal piyasalardan büyük ve vazgeçilmesi zor gelirler elde etmiştir.

Yukarıda bahsedildiği üzere, dünya tarihi boyunca krizler reel ile fiktif yani gerçek ile sanal ekonomi arasındaki uçurumdan neşet etmektedir. Örneğin OPEC krizi de yine sanal ekonomi ile reel ekonomi arasında oluşan fark nedeniyle çıkmıştır. Sanal ekonomideki kağıt paraların değeri reel ekonomideki malların değerini ölçemez hale gelince sistemde düzeltme hareketi ortaya çıkmış ve kriz doğmuştur (Eğilmez, 2009, s. 63). Her ekonomide balon, sanal değerle reel değer arasındaki farkın giderek büyümesiyle oluşmaktadır. Fiyatların yükselmesinin temel nedeni bu tür sözleşmelerle lale soğanı alanların bunları daha pahalıya satarak para kazanacakları varsayımında bulunmaları sebebiyle, bir çeşit saadet zinciri oluşturmaya çalışmalarından kaynaklanmaktadır (Eğilmez, 2009, s. 100).

#### 1.4. 2008 Finans Krizinin Küreselleşmesi ve Etkileri

Bir önceki bölümde krizi ortaya çıkaran sebeplerin de gösterdiği üzere kuralların gevşetilmesi yani de-regülasyon modası hiç kuşkusuz kapitalizmin özünü oluşturan piyasa mekanizmasının her şeyi kendiliğinden düzeltereğine olan inançtır. Ancak bu inanç uğruna kuralların gevşetilmesi olması piyasa mekanizmasının daha rasyonel çalışmasına değil bir saadet zinciri yaratılmasına yol açmış ve maliyeti çok daha yüksek olmuştur (Eğilmez, 2009, s. 120).

ABD, 2008'den itibaren küresel çapta bir finans krizine dönüşen süreç sonunda; kredi piyasalarında işlemler durmuş, borsalar çökmüş ve birçok firmanın ödeme güçlüğüne düşmesi tüm uluslararası finans piyasalarını tehdit eder hale gelmiştir. Finansal kriz gelişmiş ülkelerde etkisini göstermeye başlamış olmakla birlikte Kasım 2008 ortalarından itibaren gelişmekte olan ülkeleri de etkilemeye başlamıştır. Birçok gelişmekte olan ülke borsalarında ciddi değer kayıpları olmuş, ülke paraları değer yitirmiş, ülke tahvilleri ve ticari bonolarda risk primleri artmış, aynı zamanda bu ülkelere olan yabancı sermaye akımları ve banka borçlanmaları önemli oranda düşmüştür (Dönmez, 2009, s. 85). Yine aynı zamana tekabül eden süreçte Batı dünyasında sıklıkla uygulanan finansal kaldıraçlı ürünler, finansman sorununun çözümünü, ülkelerin gelişmesini ve refahını giderek sürdürülemez noktaya getirmiştir (Çanakçı, 2014, s. 57).

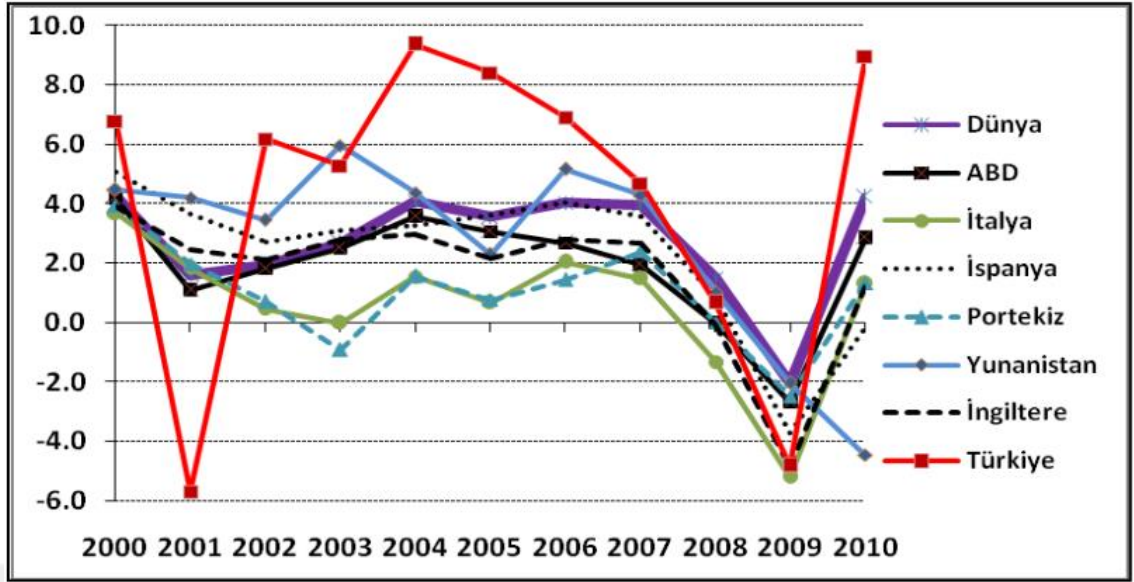
Elbette krizin gelişmekte olan ülkeleri derinden etkilemesinin birçok nedeni vardır. İlk olarak uluslararası sermayenin (sıcak para) kaynağı olan ülkelerde sorunlar çıkınca, bu sorunların, gelişmekte olan ülkeleri de etkileyeceği korkusu, bu ülkelerdeki uluslararası sermayenin hızla çıkmasına yol açmıştır. İkinci olarak, gelişmiş ülkelerde büyümenin düşmesi, talebin gerilemesine yol açmış, gelişmekte olan ülkelere yapılan ithalat azalmıştır. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin, ihracatlarının azalmasına ve ekonomilerinin küçülmesine yol açmıştır. Ekonomik olarak küçülmeye başlayan ülkelerde, işsizlik hızla artmıştır. İşsizliğin artması, iç talebi düşürmüş ve ekonomik kriz derinleşmeye başlamıştır (Göçer, 2012, s. 21). Kriz böylelikle gelişmekte olan ülke ekonomilerini sermaye girişi ve ihracat kanallarından etkilemiştir.

Özetlemek gerekirse, taahhüt (ipotek) standartlarındaki yetersizlik, sağlıksız risk yönetimi, karmaşıklığı giderek artan ve şeffaflığını kaybeden finansal ürünler ile bunun sonucu olarak ortaya çıkan aşırı borçlanma, sistemin bütününde büyük bir zafiyetin oluşmasına yol açmıştır (Öztürk, 2009, s. 30). Örneğin ABD’de bankacılık sektöründe gerçekleşmiş olan olumsuz gelişmeler finansal sistemde konsolidasyonlara yol açtığı gibi ABD’de yatırım bankacılığı modelinin de sonu olmuştur (Dönmez, 2009, s. 86). Finans kaynaklı başlayan krizin Avrupa’daki tezahürü ise zaman içerisinde bir kamu borç krizi olarak gerçekleşti. Aynı zamanda FTSE’ye satılmış olan toksik krediler ve gelişmiş ülke ithalat oranlarının düşüşü de gelişmekte olan ülke ihracat oranlarının düşmesine sebep oldu. Bu durum da ekonomilerde öncelikli olarak işsizliğin artmasına sebep oldu. İstihdam ve işgücü piyasası ciddi anlamda zayıflamıştır.

Travmalar ve şoklar 2013’te de Avrupa’da etkisini sürdürmeye devam etmiştir. 2013 Mayıs ayı verilerine göre, Euro Alanı ekonomisi, 2013 yılının ilk üç ayında da küçülmeye devam etmiştir. Böylece üst üste altı çeyrekte küçülme yaşanmıştır. Bu, Euro Alanı ekonomisi kayıtlarının tutulmaya başladığı 1995 yılından bu yana yaşanan en uzun süreli durgunluk olarak tarihe geçmiştir (İKV, 2013, s. 59). Yaşanan bu durgunluk Avrupa ekonomisinde daralmayı da beraberinde getirmiştir.

Bu noktada değinilmesi gereken bir diğer unsur; krizin çıkış noktasını oluşturan Amerika’nın sahip olduğu harcama-tüketim alışkanlıklarını, aşırı tasarruf elde eden uzak doğu ekonomisi üzerinden karşılanmaya çalışılmasıdır. Zira üretim maliyetleri uzak doğu ekonomilerinde oldukça düşük olması sebebiyle batıdaki birçok üretim hacmi doğuya kaymaktadır. Üretim ve pazarın bu şekilde yer değiştirmiş olması da aynı zamanda krizin küreselleşmesini kolaylaştırmıştır. ABD’li şirketler sermayelerini, teknolojilerini alarak üretim merkezlerini Çin’e taşımakta, orada yatırım yapmakta, Çin’de bulunan ucuz emek gücü sayesinde daha az maliyetle üretime başlanarak, üretilen ürünler de ağırlıklı ABD ve Avrupa pazarına satılmıştır. Oradan elde edilen kazançlar da ABD hazine tahvillerine yatırılarak ABD’nin cari açığı önemli ölçüde Çinli emeği sayesinde finanse edilmektedir (Eğilmez, 2009, s. 68).





**Grafik 4. Ekonomik Büyüme Oranları (2000-2010)**

**Kaynak:** (Göçer, 2012, s. 21)

Nihai olarak krizin bütün ülke ekonomilerine etkisi negatif olup, etki düzeyi ve etkinin anlamlılık derecesi farklılıklar göstermiştir. Krizden en çok etkilenen ülkelerin; ABD, İtalya ve Yunanistan olduğu görülmüştür. Dünya ekonomisinde ülke ekonomilerinin büyümesini ise en çok özel tüketim harcamalarının etkilediği gözlenmiştir (Göçer, 2012, s. 32). Ekonomilerde istikrar göstergeleri olarak büyüme, borç ve bütçe açığı önemli birer göstergedir. Bu bağlamda yukarıda verilen Grafik 4'te de büyüme seviyelerinin özellikle 2000'den 2010'a kadar dünya genelinde, ABD'de, İtalya'da ve Yunanistan'da ne seviyede gerçekleştiği görülebilir.

### 1.5. Krizle Mücadele Süreci

Krizlerin tarihinin ele alındığı ilk bölümde olduğu gibi son kredi mercileri de dahil olmak üzere insanlar, başladığı andan itibaren ilk başta krizi inkar etme eğilimi göstermektedirler. Bu sebebe bir örnek olarak; 1720'den 1988'e kadarki ulusal ve uluslararası finansal krizlerin çoğunda, genellikle itiraz etse de son kredi mercii piyasadan gelen baskı sebebiyle harekete geçmiştir (Kindleberger, 2008, s. 293). Elbette piyasadan gelen bu baskı son kredi mercinde isteksizlik de doğurmaktadır. Zira 1929 ve 1989'da para politikaları en sonda ve isteksizce uygulanmıştır; bu

yüzden krizler 1929 New York ve 1990 Tokyo krizlerine “sebepe” olmadılarsa bile etkisini büyötmüşlerdir (Kindleberger, 2008, s. 144).

Krizlerin yeni oluşumları da beraberinde getirmeye gebe olması durumu unutulmamalıdır. Bu durumun en temel sebebi, krizi çözmek için alınan bir takım tedbirlerle, aslında çok da uzak olmayan bir gelecekte, başka potansiyel krizlerin tohumlarının ekilmesidir. Böylelikle her seferinde birbirini besleyen ve büyöten krizlere yönelik finansal önlemlerin yanı sıra bazı değerlerin ve kültürlerin de yeniden sorgulanması yerinde olacaktır. Bu sorgulanması gereken değerlerin başında; aşırı kâr, mülkiyet, tüketim ve güç tutkusu gibi ahlaka dayanan temel bazı kavramlar gelmektedir (Öztürk, 2009, s. 151).

Bu sayılan değer yargıları temelinde yükselen sermaye hareketlerinin serbest kalmasıyla birlikte fonların, kaynakların, yatırımların yönetimi küreselleşmiş oldu. Buna rağmen küreselleşme eğilimine karşılık bankacılık kuralları dışında hiçbir alanda kurallar da denetim sistemleri de küreselleşmemiştir (Eğilmez, 2009, s. 124). Dahası küresel sistemin gerekleri olan ekonomi politikası koordinasyonu ulusal politikalarla ve rastgele toplantılarla dizayn edilmeye çalışılmıştır (Eğilmez, 2009, s. 126). Küresel düzeyde koordinasyonu yapılmayan makroekonomik politikalar etkisi tam anlamıyla ekonomiye yansımayan müdahalelerle sınırlı kalmıştır. Bu sebeple en temelde küresel bir düzleme yayılmış olan krize yine küresel çapta bir çözüm bulunması neredeyse zorunlu hale gelmiştir (Öztürk, 2009, s. 156).

Küreselleşen krizin beraberinde yaymış olduğu panik de küreselleşirken, uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmeler sonucu piyasalarda likidite olmaması, sorunlu aktiflerin değeri hakkındaki belirsizlikler ve sermaye eksikliğine karşı ivedi olarak önlemlerin alınması gerekmiştir. Ancak bu ivedi önlem alma çabaları kriz sonrası süreçte risk yönetimiyle ilgili denetim ve düzenlemeler konusundaki zafiyetler ortaya çıkarmıştır. Yapılan müdahalelerin göstergelerine bakıldığında, sorunun basit bir likidite sıkıntısı gibi ele alındığı görölmektedir (Dönmez, 2009, s. 89-90).

Tarih boyunca gündeme gelmiş tüm kurtarma operasyonlarında açık piyasa işlemlerinin genelleştirildiği gibi genelleştirilmeyen bir politik boyut vardır; kime



yardım edilecek, kime edilmeyecektir? (Kindleberger, 2008, s. 304). Bu durum 2008 krizinde de aynı şekilde gündeme gelmiştir. Gündeme getirilen tüm son kredi mercii kredilerinin kamu yararına olduğuna yönelik yaklaşımda dikkat edilmesi gereken bir husus daha vardır. Krizi ve beraberinde getirdiği zararları karşılamak istemeyen insanlar kendilerine düşen payı ödemek istemezler. Fakat ulusal düzeyde nihai sorumluluğu üstlenecek bir merkez bankası ve hükümet vardır. Uluslararası düzeyde ise bundan bahsedemeyiz (Kindleberger, 2008, s. 305). Dolayısıyla küresel çapta gerçekleşen bir krize küresel bir politika ile müdahale etmeye çalışmak beraberinde politik olarak temellendirilecek bir takım tartışmaları da sürükleyecektir. Bu durumda hangi ülkenin kurtarılıp, hangi ülkenin iflas edeceğine de yine krizin neşet ettiği gelişmiş ülkeler karar verecektir. Öyle ki bu durum gelişmekte olan ülkelere tavsiye edilen reformların, gelişmiş ülkeler tarafından halen daha ciddiye alınmamakta olduğundan da görülebilmektedir (Öztürk, 2009, s. 30).

Örneğin 1997’de Endonezya’daki bankaları kapatmaya yönelik politikalar, bir son kredi mercii olarak IMF’nin mali piyasaları anlamadığına dair en açık kanıttır. Güney Kore ise aksine kriz döneminde dış tavsiyeleri göz ardı etmiş ve en büyük iki bankasını kapatmak yerine yeniden finanse ederek nispeten daha çabuk toparlanmasını sağlamıştır (Stiglitz, 2002, s. 139). Bir son kredi mercii finansal krizi takiben iş hayatında oluşan buhranı kısalttığı iddiasında bulunulabilir (Kindleberger, 2008, s. 294). Elbette bu durum kimin kurtarılacağına ve kimin iflas etmesi gerektiğine, doğru karar verebilen bir mekanizma dahilinde işletilebildiği müddetçe geçerliliğini koruyacaktır.

Ancak ileride daha büyük bir hacimde oluşacak olan balonun zemini her halükarda hazırlanmaktadır. İnsanlar içten içe bu tip kriz durumlarında son kredi mercinin yeniden müdahil olarak zararlarını karşılayacaklarına yönelik şartlanmaktadırlar. Zira son kredi mercileri bunu yapmasalar, bireylerin sisteme olan inançlarını bütünüyle yitirmelerine sebep olacaklardır. 2008 krizinin hemen ertesinde de sırf bu sebeple öncelikli olarak sisteme olan inanç tazelenmiştir. Sırf bu sebeple ileride oluşacak olan daha büyük bir kriz göze alınmış olacaktır.

Son kredi mercii elbette olmalıdır, fakat tamamen ona bel bağlanarak hareket edilmemesi de önemlidir. Örneğin New York krizinin durdurulmasına destek olunup

olunmayacağı, olunacaksa kimin destek olacağı gibi konular uzun vadede ortaya çıkmalı ve son ana kadar da şüpheli bırakılmalıdır (Kindleberger, 2008, s. 18). Tüm bunlar şu ikilemden doğmaktadır: Eğer piyasalar bir son mercii tarafından destekleneceklerini bilirlerse, bir sonraki yükselişte para ve sermaye piyasalarının etkin işlemesi için daha az sorumlu (daha az sorumlu mu, yoksa hiç sorumluluk duymadan mı?) davranma ihtiyacı hissedeceklerdir (Kindleberger, 2008, s. 227).

Piyasalar içinde işlem yapan insanlar sorumlu davranışlar yahut davranışlar; kapitalist sistemde zarar, zarar edenin üstünde kalmaktadır. Oysa piyasa sistemi ne zaman krize girse bu kural işlemez hale geldiği görülmektedir. 2008 krizinde de kapitalizme liderlik eden ABD’de zararlar topluma devredilmekte, bankalar batmakta, zararlarını ise vergi mükellefleri ödemektedir. Bu krizde de zarar topluma devredilmiş ve ortaklaşa üstlenilmiştir (Eğilmez, 2009, s. 122).

Dolayısıyla geçmiş kriz dönemlerinden ders çıkarılmış olsaydı, hem son dönemde yaşanan krizlerin gerçekleşme aralığı kısalmaz, hem de 2008’de yaşandığı gibi küresel bir krize sebep olunmazdı. Örneğin İspanya’da hükümetlerin 1550’den 1650’ye kadar öğrenmede başarısız olmaları gibi İngiltere’de de piyasalar 18. ve 19. yüzyıllarda öğrenmede başarısız olmuşlardır (Kindleberger, 2008, s. 315). Ancak 2001’de Türkiye’nin yaşamış olduğu krizin ertesinde IMF’in müdahale etme biçimine bakılırsa finansal krizlerden ders çıkarma imkanının oldukça göreceli olduğu görülmektedir.

2001 krizinde eğer piyasaya gerekli likidite verilmiş olsaydı, bu krizin çıkması engellenebilir yahut en azından maliyetin bu düzeye çıkması engellenmiş olacaktı. Ne var ki o dönemde IMF, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (TCMB) piyasaya gerekli likiditeyi vermesine engel olmuştur. Yani kriz, kamu otoritesince yanlış teşhis edildi ve dolayısıyla yanlış tedaviye tabi tutuldu. Türkiye’nin 2001 yılında yaşadığı krizin iyi yönetilemediği, tam tersine yanlış tedaviye sokulup büyütüldüğü hipotezi 2008 yılında başlayan küresel mali krizle kanıtlanmış oldu. 2008 krizinde FED, Hazine ile ortaklaşa olarak bankalara yönelik kurtarma operasyonları düzenledi (Eğilmez, 2009, s. 78). Bu bağlamda rakamsal olarak ifade etmek gerekirse; Ekim 2008’de FED ve diğer merkez bankaları piyasalara 2,5 trilyon dolar tutarında likidite enjekte etmişlerdir. Bu dünya tarihindeki

en büyük parasal müdahale olarak gerçekleşmiştir. Yine Ekim 2008 itibariyle Amerikan finansal kurumlarının uğradığı zarar ise 8 trilyon dolardır (Dönmez, 2009, s. 86).

Kriz Avrupa'ya sıçradığında ise uzun süre bu kıtayı terk etmeyecektir. Avrupa'daki ekonomik entegrasyonun altyapısını oluşturan bankacılık sistemini korumak ve yıkılmasını önlemek için, AB bu dönemde üye ülke hükümetleri kurtarma operasyonları başlatmıştır. 2008 ile 2011 yılları arasında tam 4.500.000.000.000 euro (yazı ile 4,5 trilyon euro) kriz ile mücadelede kullanılmak üzere harcanmıştır. Bu rakam, AB'nin yıllık GSYİH'sinin neredeyse %37'si büyüklüğündeydi (İKV, 2013, s. 263).

2008 ve önceki yıllarda zayıf krediler yüksek dereceli menkul kıymetlerin alt yapısını oluşturmuş, bu ürünler sermaye yeterliliği standartları açısından daha uygun risk ağırlıklarına sahip olmuştur. Bu düzenlemelerin ve derecelendirme modellerinin finansal araçları daha az karmaşık hale getirmeye odaklanarak yeniden değerlendirilmesi gerekmekte olduğu, eğer sistemin ileride yeniden bu çapta büyük bir kriz oluşturması istenmiyorsa yeterli bir çözüm önerisi de getirmemektedir (Dönmez, 2009, s. 100). Reel piyasalar ile sanal piyasalar arasındaki farkı daha da açmaktan ziyade birbirine yaklaştıracak araçlar ancak küresel bir ekonomiyi krizlere karşı daha dayanıklı bir hale getirecektir. Elbette bu durum paradan para kazanma oranını ciddi anlamda azaltacağı için sermaye piyasaları için istenmeyen bir durumdur. Reel ile sanal ekonomi arasındaki farkı rakamsal olarak ifade etmek gerekirse; küresel menkul kıymetler piyasası 2007 yılı itibariyle 149,1 trilyon dolar büyüklüğe erişmiştir. Varlığa dayalı menkul kıymet büyüklüğü ise aynı dönemde sadece 10,7 trilyon dolardır (Erdal, 2011, s. 60). Dolayısıyla aradaki yaklaşık 139 trilyon dolarlık farkın oluşturacağı krizin maliyeti genellikle bu piyasalarda hiç işlem yapmayan insanlara da paylaştırılmaktadır.

İstenmeyen bir durum olsa da tüm bu gelişmelere ve rakamlara rağmen finansal sistemde güçlü ve istikrarlı olmanın yanı sıra adaleti teşvik etmek de mümkündür. Risklerin finansör ve girişimci tarafından iki yönlü değerlendirilmesi sisteme daha fazla disiplin enjekte etmeye yardımcı olacaktır. Böylelikle aşırı borcun azaltılmasında da büyük bir yol kat edilebilir (Ahmed, 2010, s. 316).

Borç elbette insanlar için vazgeçilmezdir. Ancak hayati olmayan şeyler için, savurgan tüketim ve verimsiz bir spekülasyon için de teşvik edilmemelidir (Ahmed, 2010, s. 317). Finansal piyasaların işleyişinden amaç, bir bireyi yahut firmayı etkinleştirmek için şu anda acil olarak ihtiyaç duyulan mal ve hizmeti, kişilerin daha sonradan ödeme yapma imkanına uygun olacak şekilde satın almaktır. Bu durumun maliyeti ve zararı çok yüksek krizlere sebep olmaması içinse satılan yahut kiralanan varlık, sanal ya da kavramsal değil gerçek olmalıdır. Satıcı yahut kiralayıcı, satılan veya kiralanan malın sahibi olmalı yahut o malı elinde bulundurmalıdır. Yapılan işlem bütünüyle teslim alma niyeti ile tam olarak gerçek bir ticari işlem olmalıdır. Borç, satılmamalı yahut satılamamalı ve böylece riskle bağlantılı olarak borç verenin de bu riski kendisi tarafından üstlenmesi gerekmektedir. Bu koşullarla birlikte sadece alacaklı motive edilmekle kalmaz, kredi riskini değerlendirirken daha ihtiyatlı olunması, aynı zamanda da işlemin değeri ve hacminden oluşacak gereksiz bir patlama da önlenmiş olacaktır.

Bu koşullar sayesinde gerçek ekonominin çok üzerine yükselecek olan borçluluk durumu önlenecektir. Ayrıca reel ekonomi için finansal kaynakların önemli bir kısmı da serbest kalacaktır. Böylece istihdamı ve kendiliğinden oluşacak olan istihdam fırsatlarını genişletmeye yardımcı ve ihtiyaç duyulan mal ile hizmetlerin üretimlerinin yerine getirilmesi de sağlanmış olacaktır (Ahmed, 2010, s. 316-317).

## 2. İSLAMİ FİNANS ARAÇLARI ve İŞLEYİŞİ

### 2.1. İslami Finansın Genel Finansal İşlemlerdeki Rolü

19. yüzyılda gerçekleşen sanayileşme atağı ve kitlesel üretimin artışı ile birlikte ulaşım ve iletişim imkânları temelinde küreselleşen ticari ve finansal işlemler teknolojinin de etkisiyle hem kolay hem de hızlı bir erişim imkânı elde etti. Dünyanın hızlanan günlük ticari ve finansal işlemler hacmi de gün geçtikçe artmış ve böylelikle sınırsız olduğu varsayılan insani gereksinimleri elde etmek görece kolaylaşmıştır.

Dünya üzerindeki her bir tüketici gibi Müslümanlar da küresel piyasaların bir unsurudur. İslam ülkesi olsun yahut olmasın, İslami hassasiyetlere bağlı olarak ticari ve finansal olarak günlük işlemlerini gerçekleştirmek isteyen insanlar, inandıkları dini kurallara bağlı olarak çeşitli ekonomik çözüm arayışlarında bulunmuşlardır. Tekil şahısların yanı sıra, işletmeler ve çeşitli kamu kurumları da günümüz küresel ekonomi içerisinde hayatîyetlerini koruyup güçlendirebilmek için fon ve yatırım arayışındadırlar.

Bilhassa son yüzyıl içerisinde genişleyerek hesap edilemeyecek boyutlara ulaşan finansal işlemler sadece buhran olarak nitelendirilen büyük krizlerde değil küçük ve orta ölçekli ulusal/bölgesel krizlerde de telafi edilemeyecek boyutta tahrifata yol açmaktadır. İlk bölümde ele alındığı üzere; 2008 yılında ABD’de başlayan finansal kriz kısa zamanda küresel bir boyut kazanarak etkisini diğer ülke ekonomilerini de sarsacak şekilde arttırmıştır. Ayrıca küresel kriz her ne kadar finans sektörlerinden başlamış olsa da, ülkelerin üretim seviyelerinde ciddi düşüşler yaşanmış, zincirleme etkilerin nihai sonucu olarak işsizlik rakamları ciddi bir şekilde yükselmiştir.

Dünya ekonomilerinde, fon ve kredi aracılığıyla uygun sermaye araçlarını talep edenler, bedel olarak faiz ödemek mecburiyetindedirler. İslam nezdinde yasaklanan faiz (riba) ise, Müslüman tüccar ve sermaye sahipleri ile İslami devlet kurumlarının fon ve kredi ihtiyacını karşılama imkânlarını ciddi anlamda kısıtlamaktadır. Müslüman ekonomistler ve ilim adamları da bu konuda yaşanan

olumsuz durumları aşmak ve faiz bedelini ödemeksizin kredi imkânına sahip olunabilmesi için zaman içerisinde İslamiyet'in doğuşundan günümüze elde edilen tecrübelerle de bağlı kalarak çeşitli araçlar geliştirmişlerdir. Teori çerçevesinde şekillenen İslami finansal araçları zaman içinde pratiğe yönelik karşılaşılan zorluklar ve imkânlarla birlikte çeşitlenmiş ve dünya üzerinde artan bir şekilde kullanıma açılmıştır.

Kullanıma açılan bu araçlar İslami sermaye piyasaları dahilinde her biri kendi içerisinde çeşitlenen, İslami hisse senetleri, İslami fonlar, İslami endeksler ve sukuk piyasası olmak üzere dört temel kategoriye ayrılabilir. İslami endeksleri, İslami fonlara dâhil olarak değerlendirmek de mümkündür (Altan, 2014, s. 99). Günümüz finans sektöründe de ön plana en çok çıkan İslami fonlar ile sukuk piyasası olduğu görülmektedir.

Tarihsel süreç içerisinde şekillenen dört kategori içerisinde yedi temel İslami finansman şekli ortaya çıkmıştır. Bu araçların Arapça isimleri ve Türkçedeki işlem karşılıkları şöyledir: Mudaraba (emek-sermaye ortaklığı), müşaraka (kâr-zarar ortaklığı), murabaha (maliyet+kâr marjlı satış), icara (kira finansmanı), karz-ı hasen (faizsiz ödünç), selem (ileriye dönük satın alma) ve tekafül (sigorta). Bu araçlar hâlihazırda da İslami bankacılık sisteminde aktif olarak kullanılmaktadırlar.

Sukuk ise, Arapça “sak” kökünden gelmektedir. Sak, kelime anlamı olarak sertifika ve ya vesika anlamlarını içinde barındırmaktadır. Sukuk “sak” kelimesinin çoğulu olduğundan, sertifikalar anlamına gelir. Arapçada bono ve tahviller için “senet” kelimesi kullanılırken; İslami tahvil olan saklar için ise, “sukuk” kelimesi kullanılmaktadır. Bu çerçevede “finansal sertifika” anlamına gelen ve çok çeşitli çalışmalarda tahvilin İslami muadili olarak tanımlanarak “İslam tahvili” adını alan sukuk, faizsiz olması özelliği ile İslami esaslara uygun bir menkul kıymet olarak kabul edilmektedir (Tok, 2009, s. 13).

İslami Finans Kurumları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (AAOIFI) tarafından ise sukuk şu şekilde tarif edilmiştir:

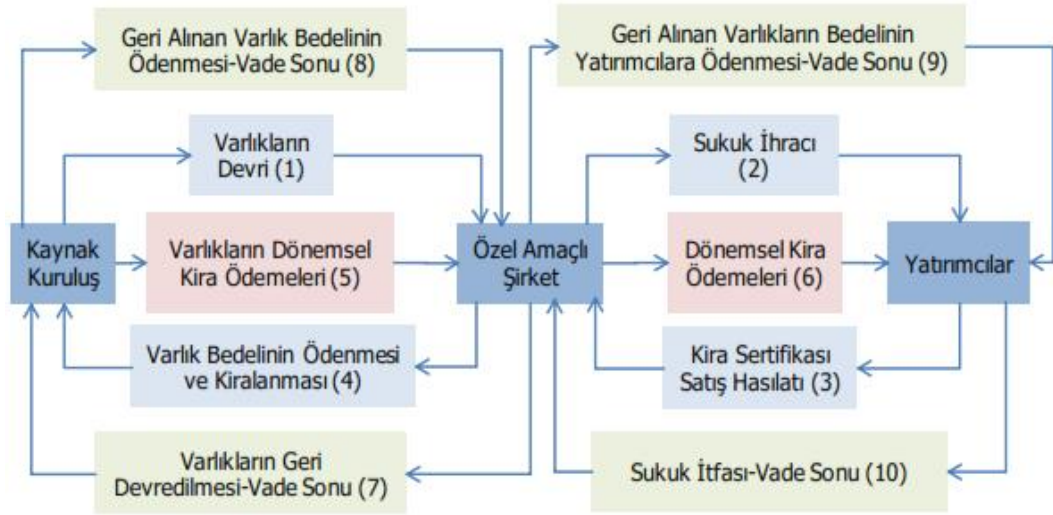
“Sukuk, ihraç edildikten sonra eşit değerleri temsil eden; ihraçtan elde edilen tutarların önceden planlanan şekilde yatırım yapıldığı, yapılan yatırım türüne göre

duran varlıklar ve benzerleri üzerindeki haklar ve payların temsil edildiği, ya bir projede ya da özel bir yatırım faaliyetinde ortaklık hakkı veren sertifikalardır.”

Tahvil, ödünç para bulmak için çıkarılan borç senetleridir. Buna karşılık sukukta, sukuk alıcısı ilgili varlıkta tam tasarruf hakkı kazanmaktadır. Sukuk ile tahvili birbirinden ayıran diğer bir özellik de tahvil ihraç edenin borcunu temsil ederken, sukuk ilgili varlıkta payı oranında malik olmak durumunu temsil etmektedir (Yılmaz, 2014, s. 83).

Vadesi genel olarak üç ila beş yıl arasında değişmekle birlikte zamanla vade süresinin uzadığı sukuk örnekleri görülmektedir. Yukarıda bahsedilmiş olan temel İslami finans araçlarından hareketle şekillenen sukuklar, finansman ve kullanıldığı yerler bakımından çeşitli şekillerde çıkarılabilmektedir. Sukuk çeşitleri olarak; kar paylaşımı (mudaraba) sukuk, kar-zarar paylaşımı (muşaraka) sukuk, finansal kiralama (icara) sukuk, maliyet ve karlı satış (murabaha) sukuk, ön ödemeli satış (salam) sukuk, alış emri (istisna) sukuk olmak üzere altı çeşide ayrılabilir (Sevinç, 2013, s. 80). En yaygın kullanılan ve Türkiye mevzuatında da yerini alan sukuk türü ise finansal kiralama (icara) sukuklarıdır. Bu aracın işletilmesinde uygulanan yöntem devret-geri kirala şeklindedir.

Örneğin murabaha ve muşaraka sukuk, yatırımcısına getiri garantisi vermez. Yapılan yatırımdan elde edilmesi halinde kâr, önceden belirlenen oranlarda paylaşılır. İcara sukuk, bir varlığın satın alınıp, kiraya verilmesinden doğacak gelirler yatırımcılara dağıtılır. Selem sukukta ise peşin bir ödeme yapılarak bir varlığın gelecekte teslim edileceği taahhüt edilir. Teslim tarihinde varlık satılarak, satışından elde edilen kâr yatırımcıya iletilir (Altan, 2014, s. 106).



## Şekil 2. Finansal Kiralama (İcara Sukuk) İşlem Şeması

**Kaynak:** (Çikot, 2012, s. 15).

Şekil 2’de görülen İcara türünden çıkarılan bir sukuk örneğinin işlem şemasından hareketle ihraç süreci şu şekilde gerçekleşmektedir: (1) Kaynak kuruluş, menkul kıymetleştirmeye konu olan varlıklarını sukuk ihracı amacıyla kurulan özel amaçlı şirkete devreder. (2) Ardından bu varlıklara dayalı olarak ihraç edilen sukuk karşılığında yatırımcılardan elde edilen (3) fon, (4) ihraca konu olan varlıkların bedeli olarak kaynak kuruluşu ödenir. Kaynak kuruluş varlıklarını önce özel amaçlı şirkete devrederken, ardından bunları kiralamaktadır. (5-6) Belirlenen dönemlerde kira ödemeleri özel amaçlı şirket üzerinden yatırımcılara aktarılır. (7) Vade sonunda ise kaynak kuruluş özel amaçlı şirketten varlıklarını geri devralırken, (8) bu devrin karşılığını özel amaçlı kuruluşu devreder. (9) Ardından bu bedel yatırımcılara aktarılırken, (10) sukukun da itfası (borcun kapanışı) gerçekleşir (Çikot, 2012, s. 15).

Sukuk, geleneksel tahvil ve bonolara bir alternatif olarak geliştirilmiş olup temel ilkesi İslami prensiplerle uyum içinde olmasıdır. İslami prensipler ise faizi yasaklamaktadır. İslami prensiplere göre borç alanlar, borç verenlerin iş ortağı olarak kabul edilmektedir. Yatırımın risk ve getirisi borç alan ve borç veren arasında paylaşılmaktadır. İslami tahviller, yapılandırılmış finansal araçlar olup bir ticari işleme dayanmaktadır. Söz konusu ticari işlem ise sukukun türüne göre, vadeli olarak varlık alım ve satımı, bir varlığın kiralanması, ortak girişim kurulması şeklinde olabilir. Bir İslami tahvil, yerel odaklı olabileceği gibi uluslararası bazda da ihraç edilebilmektedir (Yakar, Kandır ve Önal, 2013, s. 74).



İslami finans araçlarının bir diğeri güçlü yanı ise, Müslüman iktisatçıların yanı sıra söz konusu tikel kredi örneklerinin her birinin âlimlerden oluşan güçlü danışma kurulları tarafından onaylanmaksızın işlem görmemesidir. Bu vesile ile kurullar daimi olarak denetimleri altında tuttukları araçları, kendi teorik yapılarının yanı sıra ilgili yasal mevzuatların sınırlarını da belirlemektedirler. Yapısı gereği menkul kıymetlere benzeyen bir araç olduğu için, sukuk ihracı söz konusu olduğunda varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin esaslardan yola çıkılarak mevzuatı şekillendirmek daha yerinde olacaktır.

Finans piyasalarındaki ürün yelpazesinin genişlemesi, bunun yanı sıra dünya üzerindeki her kesimden yatırımcının teknoloji yardımıyla bu ürünlere ulaşarak finansal sisteme entegre olup, atıl durumdaki parasal değerini küresel ekonomik sisteme dâhil olmasını kolaylaştırmaktadır. Ancak bu kolaylık ile ortaya çıkan neticenin nelere yol açtığı yahut açabileceği henüz net değildir. Ancak bilinmektedir ki; ismi ister İslami finans, ister “İslam hukukuna uygun finans (shari’ah-compliant)”, “faizsiz finans (interest-free)” yahut “alternatif finans” olsun, bu yeni sistem, niş sektör olarak tüm önemli pazarlara yayılmış durumdadır (Altan, 2014, s. 78).

Son olarak sermaye piyasası faaliyetleri üzerinde ehemmiyetle durulması gerekmektedir. Çünkü faizsiz bankacılık uygulamalarında yeni trend, küreselleşme ve teknolojik gelişim ile şekillenmektedir. Dijitalleşen dünyada finans araçlarına erişilebilirliğin kolaylaşmasının yanı sıra mevzuatlar da bu imkânın fırsatlarını ve tehditlerini dikkate alarak şekillendirilmelidir. Zira yatırımcılar artık katılım hesabı gibi klasik ürünlerden ziyade; ikincil piyasası yani likiditesi olan, riski ölçülebilir ve getirisi uygun alternatif ve sofistike yatırım araçlarına yönelmektedirler (Tok, 2009, s. 60). Ülke ekonomileri mevcut mevzuatlarında günümüz dünyasının gerçeklerini dikkate alarak değişiklikler gerçekleştirebilirse, yasal düzlemdeki belirlilik ve netliğin İslami finansman araçlarının kullanımı ve gelişiminde direkt olarak olumlu yönden etkileyeceği açıktır.

### ***2.1.1. İslami Finansın Odak Noktası***

Günümüzde finansal kararların odak noktasını piyasa değerini etkileyen karar ve faaliyetler oluşturmaktadır. Dolayısıyla İslami finansman araçlarının kullanıldığı bir ekonomide düzenleyici kurumlar İslami ve konvansiyonel finansın işlem farklılıklarını dikkate alarak, mevzuat ve yasal düzenlemelerini İslami esaslara uygun bir şekilde sabit getirili araçlar olarak yeniden kabul ettirebilirler.

İslami bankalar için ayrı bir yasal çerçeve oluşturulan ülkelerde sektör daha hızlı büyümekte ve pazar payı artmakta olduğu gözlenmiştir. Bu nedenle, İslami bankacılık ve sermaye sisteminin hayata geçirileceği ülkeler için başarının rotası oldukça bellidir; bu da İslami bankacılık ve sermaye işlemleri için başlangıçtan itibaren ayrı bir yasal çerçeve oluşturarak belirliliği ve açıklığı güvence altına almaktır. Ayrıca finans sektörünü serbestleştirme politikaları yerli ve Ortadoğu merkezli bankaların iş birliği imkânlarını artıracak; bu şekilde güçlenebilecek “Doğu-Doğu” bağlantıları ticaret hacminin ve dünya İslami finans sektörünün büyümesine katkı sağlayabilecektir (EY, 2014, s. 73).

İslami bankaların küresel ve bölgesel açıdan finansal rekabeti içinde hayatiyetlerini sürdürebilmek ve güçlenebilmek için her birim sermayesinin getirisini maksimize etmeye çalışmak zorunda olmaları aşikârdır. Ancak İslami hassasiyetlerle ve sermayenin belirli bir zümre içinde dolaşımının önüne geçilmesi için hem bankacılık hem de finansal faaliyetler diğer konvansiyonel/faizle işlem gören finansal etkinliklerden farklı olarak sosyal açıdan da sorumlu olan yatırımlara odaklanmalıdır.

### ***2.1.2. İslami Finansın Potansiyel Müşterileri***

Dünya genelinde İslami finans araçları için yaklaşık 38 milyon potansiyel müşterisi olduğu göz önüne alınacak olursa, hem İslami bankacılık hem de finansal işlemler büyümeye ve beraberinde de yeni fırsatlara gebe bir sektör olarak gelişimini sürdürmektedir. Mevcut potansiyel 38 milyon müşterinin 3'te 2'sinin, Katar, Endonezya, Suudi Arabistan, Malezya, Birleşik Arap Emirlikleri ve Türkiye

bulunduğu da dikkate alınmalıdır (EY, 2014, s. 6).

Ayrıca İslami finans araçlarının varlığa dayalı finansal işlemler olması bu araçların Müslümanlar haricinde de güvenilir yatırım araçları olarak görülmesine zemin hazırlamaktadır. Bu gerçek dikkate alınarak yapılacak olan işlemlerin ekonomileri krizlere karşı koruyacak bir kalkan işlevi göreceği ve finans mühendisliğinin tasallutu altında gerçekleştirilen işlemlerin aşırı derecede değeriyle sanal bir değere ulaşmasına engel olacağı öngörülebilir. Dolayısıyla bu araçlar, piyasalar dahilinde ahlaki normlara, yahut varlık temelli yapılandırılmış işlemler yapmak isteyen birçok alıcının talep olma potansiyeline sahip araçlardır.

## 2.2. Küresel Düzlemde İslami Finansın Gelişimi

1970'li yıllardan itibaren İslam ülkelerinde kurulmaya başlanan İslami bankalar zamanla diğer ülkelere de yayılmış ve gün geçtikçe işlem hacmini artırmıştır. Bankaların yanı sıra ihtiyaca bağlı olarak şekillenen ve uygulamaya konulan sukuk ve benzeri finansal işlemler de yine öncü banka ve denetleme kurullarının çatısı altında ortaya çıkmıştır.

**Tablo 2. Çeşitli Kurumların İslami Finans Hizmetine Başlama Tarihleri**

Tarih	Kuruluş
1975	Dubai İslam Bankası
1977	Kuweyt Finance House
1977	Faisal İslam Bankası (Mısır)
1978	Faisal İslam Bankası (Sudan)
1981	Bahreyn İslam Bankası
1981	AlBaraka Grubu
1983	Katar İslam Bankası
1984	Al Rajhi Banking and Investment Corporation (İslami Bankacılık Lisansı aldı.)

**Kaynak:** (Türker, 2010, s. 12)

Tablo 2’de de 1970’lerden itibaren İslam coğrafyasında kurulmuş olan başlıca kurumlar yer almaktadır. Sermaye piyasasına ilişkin gelişmeler 1978 yılında Sudan’daki ilk sukuk ihracı ile başlamıştır (Altan, 2014, s. 80). İslami bankaların varlık yönetimini kolaylaştırmak için bu tahviller, karz-ı hasen (faizsiz borç) usulüne göre ihraç edilmiştir. Ancak bu tahvillerin ikincil piyasada işlem görmesine izin verilmemiştir. Malezya’nın ardından Kuveyt Merkez Bankası, mudaraba türünde tahvil ihraç etmiştir. “Sukuk” uygulamaları günümüzdeki kullanım şekli ile ilk kez Malezya hükümeti tarafından 2002 yılında gerçekleştirilmiştir. Başlangıçta 500 milyon dolar değerinde ihraç edilen Malezya sukuklarının %51’i Körfez ülkelerinde, %30’u , %15’i Avrupa’da ve %4’ü de Amerika’da satılmıştır.

1980’li yıllardan itibaren İslami bankacılık sektörü giderek gelişmiş, gerek İslam ülkelerinde gerekse diğer ülkelerde İslami banka sayısı ve hizmet türleri hızla artmıştır. 90’lı yılların başında İlk İslami hisse senedi yatırım fonu Malezya’da oluşturulmuştur. 1990’lı yılların sonunda ise İslami prensipler uygun ilk sigorta (tekâfül) türetilmiştir. 2000’li yıllara gelindiğinde Dow Jones, FTSE ve S&P gibi dünya çapında dev kurumlar, İslami endeksler yayınlamaya başlamıştır (Altan, 2014, s. 80-81). Yine mevcut İslami finans sektörü farklı biçimlerde (bankalar ve finans kurumları, fon yönetimi, proje finansmanı vb.) 90’dan fazla ülkede genişleyeceğine inanılmaktadır (aktaran Asutay, Aysan ve Karahan, 2013, s. 8).

İslami bankaların ve devletlerin bankacılık ve finans dünyasında işlem hacimlerini geliştirmeleriyle beraber gerçekleştirilen bu işlemlerin teorik ve yasal arka planını denetlemeye ve bu tür organizasyonları teşvik etmeye yönelik birçok kurum kurulmuştur. Bu kurumların öne çıkanları hakkında kısa bilgiler verilmiştir:

*Körfez İşbirliği Konseyi (GCC)* 1981’de Bahreyn, Kuveyt, Umman, Katar, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri’nden oluşan kurul ekonomik ve sosyal hedefleri olan bir topluluk olarak bilinmektedir. Bütün Körfez ülkeleri bu kurulun üyesi değildir. İran özellikle bu ülkelere dâhil edilmemiştir ve 2003 yılına kadar Irak, Körfez ülkeleri için İran'a karşı bir güvenlik bariyeri olarak yer almıştır (Sikimic, 2014).

1990 yılında kurulmuş olan *İslami Finans Kuruluşları İçin Muhasebe ve Denetleme Kurumu (AAOIFI)* bağımsız bir uluslararası organizasyon olarak İslami Finans Kurumları için şer'î ve ahlaki standartları belirleyen bağımsız ve kâr amacı gütmeyen tüzel bir yapıdır (AAOIF, 2016).

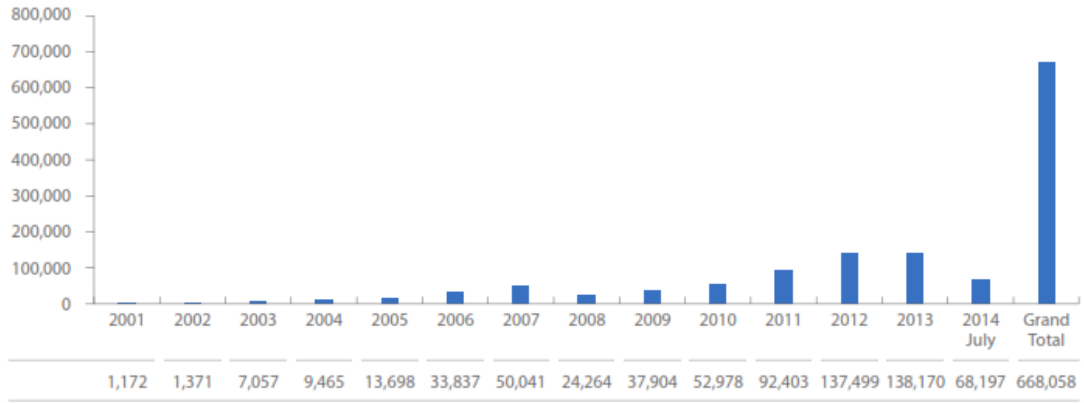
2002 yılında birkaç İslami bankanın kolektif çabası neticesinde kurulmuş olan *Uluslararası İslami Finans Piyasası Kurulu (IIFM)* ise, İslami finans sözleşmelerinin standardizasyonu üzerine odaklanan ve alandaki standartları belirleyen bir organizasyondur (IIFM, 2016).

Açılışı 2002 yılında gerçekleştirilen ve faaliyetlerine 2003 yılında başlayan *İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB)* ise uluslararası düzlemde İslami bankacılık ve finans hizmetleri ile ilgili standart belirleme temelinde denetleyici kurumlarla hizmet veren bir kuruluştur (IFSB, 2016).

2005 yılında finansal düzlemde operasyonlarına başlamış olan *İslam Ülkeleri Uluslararası Derecelendirme Ajansı (IIRA)* kuruluşların derece değerlendirmesi hakkında ağırlıklı olarak İslam ülkelerinde, sermaye piyasaları ile banka sektörüne veri sağlamak için kurulmuş tek derecelendirme kuruluşudur (IIRA, 2016).

### **2.3. İslami Finansın Küresel Kullanımı ve Potansiyel İmkânlar**

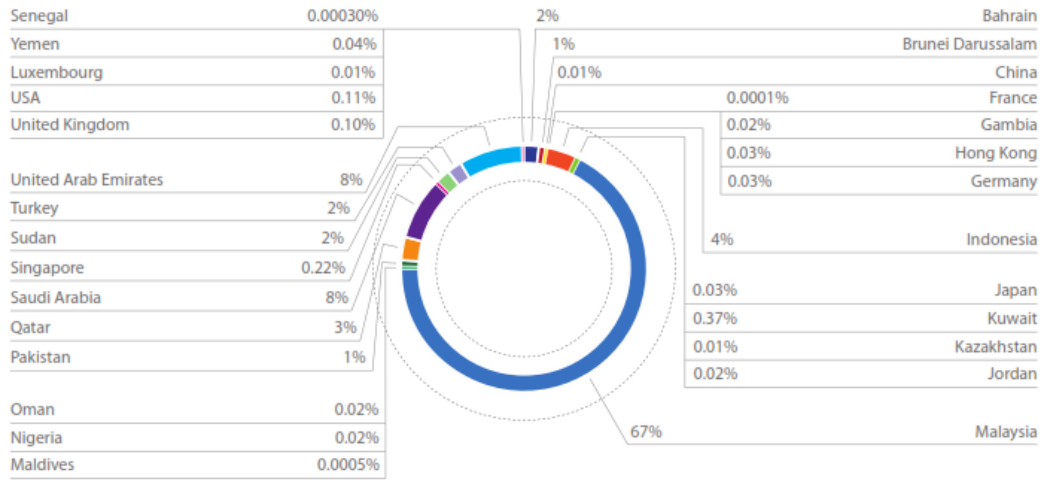
İslam ülkelerinde ticaretin gelişmesi ve küreselleşmesinin beraberinde güçlenen bankacılık ve finansal işlemler de genişleyen bir hacme kavuşmuştur. İlk sukukun 1978 yılında Sudan'da ihraç edildiği göz önünde bulundurulsa da; sukuk pazarının son 10 yılda gerçek anlamda bir büyüme göstermiş olduğunu unutmamak gerekmektedir (Sevinç, 2013, s. 79).



**Grafik 5. Toplam Küresel Sukuk İhracı (Haziran 2001-Temmuz 2014, milyon dolar)**

**Kaynak:** (IIFM, 2014, s. 4)

Grafik 5’te de görüleceği üzere 2003 yılından itibaren sağlanan nitelikli yükseliş 2008 krizi ile ciddi bir düşüş yaşasa da bir yıl sonrasında ihraç rakamları yeniden toplanarak giderek artan bir şekilde yükselmeye devam etmiştir.



**Şekil 3. Sukuk İhraçlarının Ülkelere Göre Dağılımı (Haziran 2001-Temmuz 2014)**

**Kaynak:** (IIFM, 2014, s. 24)

Şekil 3'te görüleceği üzere 2001 ila 2014 yılları arasında Malezya'nın küresel sukuk ihracındaki payı %67'dir. Malezya'yı %8'lik bir oran ile Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri takip etmektedir. Bu ülkelerden sonraki en büyük sukuk ihracı %4 ile Endonezya'da görülmektedir. Türkiye'nin ise sahip olduğu toplumsal ve finansal imkânlarla rağmen %2 gibi çok düşük bir rakam ile pazarda etkin olamadığı göze çarpmaktadır.

Yine şekil 3 incelendiğinde Müslüman olmayan ülkelerin de pazarda pay sahibi olduğu görülebilir. İşlem gören ihraçların birçoğu %1'den küçük oranlarda gerçekleşmiş olsa dahi, tablo pazarın gelecekte ne gibi imkanları içinde barındırdığını göstermektedir. Müslüman az yoğun bir ülke olarak İngiltere'nin ilk sukuk ihraç eden ülke olmasının ardından Singapur, Almanya, Amerika, Çin, Fransa ve Lüksemburg'un da sukuk pazarında yerini aldığı görülmektedir. Tablo ve verilerden hareketle İslami finansman aracı olarak sukuk pazarlarının homojen olmadığını ve talep edenlerin alışkanlıkları gibi talep edilen ülkelerdeki mevcut mevzuat farklılıklarının bulunması da kârlılık ve pazarın ileriki dönemlerde gelişimi için büyük bir fırsat ortaya çıkarmaktadır.

Elbette İslami finansman araçlarının küreselleşmesinin yanı sıra bankacılığın da küresel sistem içerisinde bulunması çeşitli iktisadi pratiklere uymayı gerektirmektedir. Daha önceden belirtilen potansiyel 38 milyon müşteriyi dikkate aldığımız takdirde İslami bankacılık ve finansman araçları hakkında net ve açıklayıcı bilgiye ulaşmak ve bu bilgileri pratiğe dökmek noktasında yaşanan yetersizlikler günümüzde sektörü tehdit eden en büyük sebeplerden biridir. Bu nedenle İslam ekonomisi ve finansı uygulanmasına yönelik, modern ekonomi ve bankacılık sistemi hakkında geniş kapsamlı bilgi sahibi olan profesyoneller, hükümetler, düzenleyici kurumlar ve nüfuz sahibi sektör liderleri tarafından teşvik edilmelidir. Kısaca söylemek gerekirse, sektör geleceğin 12.000 nitelikli liderini – tahmini çekirdek kadronun %5'ini – yetiştirmek için yatırım yapmalıdır (EY, 2014, s. 19).

Ayrıca son yıllarda dünya piyasalarında ticari ve finans sektörlerinin ağırlık merkezinin doğuya kayması neticesinde İslami bankacılık ve finansal işlemlerinde hacimsel artış görüleceği beklentisi mevcuttur (EY, 2014, s. 30). Özellikle 2008 yılında yaşanan ve küresel ölçekte etkisini gösteren finansal kriz sonrasında

yenilenen bankacılık düzenlemeleri ile birlikte ortaya çıkmış olan Basel III paketi, Basel II'nin son finansal krizdeki gözlemlenen eksikliklerini tamamlayan bir "ek düzenlemeler seti" niteliğindedir (Sorularla Basel III, 2010, s. 1).

Standard & Poors şirketinin yayınlamış olduğu bir rapora göre:

"Basel 3 standartlarına göre yeni sermaye tamponlarının tanımı, İslami finans endüstrisinin doğal faaliyet döngülerini daha esnek hale getirebilir. Likidite yeterlilik oranına ilişkin uygulama, bazı kuruluşların uzun süredir devam eden zayıflıklarına yön verebilir. Bu nedenle Basel 3 uygulaması, İslami bankacılık sermaye kalitesi için nötr olacağı tahmin edilmektedir. S&P'a göre, yüksek kaliteli likit varlıkların olmaması ve yatırım hesaplarındaki kar paylaşımı işlemi, İslami finans kuruluşlarının Basel 3 uygulamasında karşılaştacağı ana zorluklar olarak dile getirilmiştir.

Raporda, yeni sermaye tanıtımı aracılığıyla artan sermaye gereksiniminin, kuruluşları daha esnek hale getireceğine inandıkları da dile getirilmiş, bu tamponların, en nihayetinde İslami bankalara operasyonel ve büyük hacimli iş faaliyetlerinde ülke ekonomilerinin konjonktürel değişimleriyle başa çıkmada yardımcı olacağı savunulmuştur.

İslami bankaların, 2004'ten itibaren 10 yıl boyunca toplamda 86,1 milyar dolar sukuk ihraç ettiğini ve bunun 6,2 milyar dolarının Suudi Arabistan, Malezya ve Türkiye'deki bankalar tarafından gerçekleştirildiği bilgisine de raporda yer verilmiştir" (S&P'den İslami Bankacılık Basel 3 Kriterleri Açıklaması, 2014).

Eğer İslami bankacılıkta olduğu gibi İslami sermaye araçlarında da bu gibi mevzuat düzenlemelerine geçildiği takdirde ihraç oranları yükseleceği gibi, gerçekleştirilecek olan ihraç işlemlerinin hacimleri de genişleyeceği ön görülmektedir.

### ***2.3.1. 2009- 2011 Yılları Arasında Küresel Düzlemde İlk 15'te Yer Alan Ülkeler ve İslami Finans Varlıkları***

Dünya ekonomisinin 2008 yılı sonrasında yaşadığı finansal kriz süreci İslami finans enstrümanlarının önemini ön plana çıkarmış ve bu nedenle çeşitli İslami finans



enstrümanların kullanımını arttırmıştır. Finansal enstrümanlar içerisinde tamamlayıcı bir unsur olan İslami finans, finansal piyasalarda daha adil, katılımcı ve paylaşımcı bir yapısıyla yatırım yapmayı arzulayan kişi ve kurumları teşvik ederek, ekonomik sistem içerisinde finansmana erişimi kolaylaştırıp bu sistemde sürdürülebilir maddi ve manevi refahı sağlamaktadır (Çanakçı, 2014, s. 43).

Batı dünyasında sıklıkla uygulanan finansal kaldıraçlı ürünler, finansman sorununun çözümünü, ülkelerin gelişmesini ve refahını giderek sürdürülemez noktaya getirmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde kullanımı giderek artmaya başlayan İslami finans enstrümanları, bu ülkelerde gerek ticari hayattaki karlılığın sürdürülebilir bir kazanç olması, gerekse ülke hazine yönetimlerinin borç yönetimindeki dinamik yapılarının devamı için ve ülkelerinde sonraki nesillere bırakılacak olan iktisadi ve sosyal açıdan en değerli sermayenin, kalıcı ve müreffeh bir ekonomi olacağı bilincini giderek yaygınlaştırmaya başlamaktadırlar (Çanakçı, 2014, s. 57).

**Tablo 3. 2009 Yılı İçinde İslami Finans Varlıklarının Kullanıldığı En İyi 15 Ülke Sıralaması (milyon dolar)**

Sıra	Ülke	İslami Finans Varlık Hacmi
1	İran	293,165.80
2	Suudi Arabistan	127,896.10
3	Malezya	86,288.20
4	Birleşik Arap Emirlikleri	84,036.50
5	Kuveyt	67,630.20
6	Bahreyn	46,159.40
7	Katar	27,515.40
8	İngiltere	19,410.50
9	Türkiye	17,827.50
10	Bangladeş	7,453.30
11	Sudan	7,151.10
12	Mısır	6,299.70
13	Pakistan	5,126.10
14	Ürdün	4,621.60
15	Suriye	3,838.80
<b>Toplam</b>		<b>809,980.50</b>

**Kaynak:** (Asutay, Aysan, & Karahan, 2013, s. 8)

2008 Küresel krizi sonrasında piyasalar nezdinde güvenilir finansal araçlar olarak öne çıkan İslami finans varlıklarının hacmi 2009 yılında tablo 3'te de verildiği üzere toplamda yaklaşık 810 milyar dolarlık bir seviyede gerçekleşmiştir. The Banker dergisinin özel raporunda yayımlanan rakamlardan oluşturulmuş olan bu tabloda dünyada İslami finans aktiflerine sahip ilk 15 ülke sıralanmıştır.

**Tablo 4. 2010 Yılı İçinde İslami Finans Varlıklarının Kullanıldığı İlk 15 Ülke Sıralaması (milyon dolar)**

Sıra	Ülke	İslami Finans Varlık Hacmi
1	İran	314,897.40
2	Suudi Arabistan	138,238.50
3	Malezya	102,639.40
4	Birleşik Arap Emirlikleri	85,622.60
5	Kuveyt	69,088.80
6	Bahreyn	44,858.30
7	Katar	34,676.00
8	Türkiye	22,561.30
9	İngiltere	18,949.00
10	Bangladeş	9,365.50
11	Sudan	9,259.80
12	Mısır	7,227.70
13	Endonezya	7,222.20
14	Pakistan	6,203.10
15	Suriye	5,527.70
<b>Toplam</b>		<b>887,337.82</b>

**Kaynak:** (Asutay, Aysan, & Karahan, 2013, s. 8)

Tablo 4'te ise 2010 yılı rakamları yer almaktadır. Bir önceki seneye göre varlık hacmi yaklaşık 80 milyar dolar artış göstermiştir. Ayrıca Endonezya'nın da ilk 15 ülke arasında yer aldığı görülmektedir. Sıralamada ise Türkiye'nin İngiltere ile yer değiştirerek bir üst sıraya yükseldiği görülmektedir. Ürdün ise ilk 15 içinde bu yıl için yer alamamıştır.

**Tablo 5. 2011 Yılı İçinde İslami Finans Varlıklarının Kullanıldığı İlk 15 Ülke Sıralaması (milyon dolar)**

Sıra	Ülke	İslami Finans Varlık Hacmi
------	------	----------------------------

1	İran	387,952.57
2	Suudi Arabistan	150,945.43
3	Malezya	133,406.38
4	Birleşik Arap Emirlikleri	94,126.66
5	Kuveyt	79,647.85
6	Bahreyn	78,857.47
7	Katar	52,322.38
8	Türkiye	28,015.20
9	İngiltere	19,041.79
10	Sudan	12,139.45
11	Bangladeş	11,677.10
12	Endonezya	10,531.61
13	Suriye	8,690.20
14	Mısır	7,888.22
15	İsviçre	6,582.48
<b>Toplam</b>		<b>1,081,824.79</b>

**Kaynak:** (Asutay, Aysan, & Karahan, 2013, s. 8)

2011 yılında ise toplam varlık hacmi 1 trilyon doları da geçmiştir. Ayrıca sıralamaya İngiltere'nin yanı sıra İsviçre de Müslüman nüfusu az yoğun ülkelerden biri olarak eklenmiştir.

### **2.3.2. 2012-2015 Yılları Arasında Küresel Düzlemde İlk 20'de Yer Alan Ülkeler ve İslami Finans Varlıkları**

2012 ile 2015 yılları için ulaşılan veriler sıralamaya ilk 20 ülkeyi dahil etmektedir. Buna rağmen ilk sırada yer alan 15 ülkenin yıllık olarak gerçekleşen toplam hacimleri önceki yıllara rağmen artış göstermektedirler. Ayrıca sıralamanın genişletilmesi küçük ölçekte de olsa İslami finans sektörüne açılmış olan ülkelerin yönelimleri hakkında kaynaklık teşkil etmektedir.

**Tablo 6. 2012 Yılı İçinde İslami Finans Varlıklarının Kullanıldığı İlk 20 Ülke Sıralaması (milyon dolar)**

Sıra	Ülke	İslami Finans Varlık Hacmi
1	İran	465,574.92
2	Malezya	221,025.52
3	Suudi Arabistan	185,223.00
4	Birleşik Arap Emirlikleri	89,309.38

5	Kuveyt	78,587.25
6	Bahreyn	62,171.53
7	Katar	45,301.30
8	Türkiye	29,292.86
9	İngiltere	18,605.43
10	Endonezya	15,963.97
11	Bangladeş	12,572.97
12	Sudan	9,825.23
13	Mısır	8,296.32
14	Pakistan	7,328.34
15	İsviçre	6,551.37
16	Ürdün	6,386.38
17	Brunei	4,693.00
18	Tayland	4,161.91
19	Yemen	2,392.49
20	Suriye	1,888.67
<b>Toplam</b>		<b>1,275,151.84</b>

**Kaynak:** (The Banker, 2012)

2012 yılı tablosunda 20 ülke yer almış olsa da ilk 15'e giren ülkenin varlık hacmi 1 trilyon 255 milyar dolar seviyesinde gerçekleştiği için, geçmiş seneye göre yine bir artış yaşanmıştır. Ayrıca Tayland'ın da listede yer alarak İslami finans kullanımının Müslüman nüfusun az olduğu ekonomilerde de yerleşmeye başladığını göstermektedir.

**Tablo 7. 2013 Yılı İçinde İslami Finans Varlıklarının Kullanıldığı İlk 20 Ülke Sıralaması (milyon dolar)**

Sıra	Ülke	İslami Finans Varlık Hacmi
1	İran	475,890.85
2	Suudi Arabistan	227,173.72
3	Malezya	196,820.41
4	Birleşik Arap Emirlikleri	87,321.58
5	Kuveyt	72,464.97
6	Bahreyn	56,471.67
7	Katar	53,125.16
8	Endonezya	18,988.58
9	Bangladeş	16,478.59
10	Türkiye	12,106.00
11	Sudan	9,866.62
12	Pakistan	7,065.13
13	İsviçre	6,569.29
14	Mısır	6,514.00
15	Brunei	4,977.00
16	Tayland	4,072.12
17	İngiltere	2,478.83

18	Ürdün	1,880.11
19	Irak	1,732.56
20	Yemen	1,675.11
<b>Toplam</b>		<b>1,261,939.74</b>

**Kaynak:** (The Banker, 2013, s. 10-11)

2008'den itibaren yakalamış olduğu yükseliş trendini ilk defa 2013 yılında kaybeden sektör buna rağmen 2012 senesine göre yaklaşık 15 milyar dolarlık daralma yaşamıştır. İlk dörtte yer alan ülkeler ise yine de hacimlerini bir önceki seneye göre yükselttiği görülmektedir.

**Tablo 8. 2014 Yılı İçinde İslami Finans Varlıklarının Kullanıldığı İlk 20 Ülke Sıralaması (milyon dolar)**

Sıra	Ülke	İslami Finans Varlık Hacmi
1	İran	516,976
2	Suudi Arabistan	257,054
3	Malezya	204,139
4	Birleşik Arap Emirlikleri	105,780
5	Kuveyt	80,425
6	Katar	59,254
7	Bahreyn	56,593
8	Endonezya	19,101
9	Bangladeş	18,974
10	Türkiye	13,063
11	Pakistan	7,662
12	Sudan	7,429
13	İsviçre	6,685
14	Mısır	6,532
15	Brunei	5,025
16	Tayland	4,072
17	Yemen	3,308
18	İngiltere	3,234
19	Suriye	2,801
20	Tanzanya	2,498
<b>Toplam</b>		<b>1,378,107</b>

**Kaynak:** (The Banker, 2014, s. 10-11)

2013 yılında yaşanan 15 milyar dolarlık daralmanın ardından, 2014 yılı içinde bir önceki seneye göre yaklaşık 120 milyar dolarlık bir artış yaşandığı görülmektedir. Özellikle 2009 yılından 2014'e kadar hem ilk sırada yer almaya devam eden hem de her geçen sene varlık hacmini genişleten İran'ın sektör dahilinde en yüksek rakamlara ulaştığı görülmektedir.

**Tablo 9. 2015 Yılı İçinde İslami Finans Varlıklarının Kullanıldığı İlk 20 Ülke Sıralaması (milyon dolar)**

Sıra	Ülke	İslami Finans Varlık Hacmi
1	İran	316,423
2	Suudi Arabistan	306,807
3	Malezya	206,309
4	B.Arap Emirlikleri	111,294
5	Kuveyt	84,448
6	Katar	70,898
7	Bahreyn	65,068
8	Bangladeş	22,298
9	Endonezya	21,044
10	Pakistan	10,101
11	Sudan	7,467
12	Mısır	7,015
13	İsviçre	6,879
14	Türkiye	5,950
15	Brunei	5,025
16	İngiltere	3,811
17	Tayland	3,797
18	Yemen	3,549
19	Suriye	2,881
20	Cezayir	2,516
<b>Toplam</b>		<b>1,261,064</b>

**Kaynak:** (The Banker, 2015, s. 10-11)

2009 yılından 2014'e kadar yükseliş gösteren İran'daki İslami finans varlık hacmi, 2015 yılı içinde büyük bir daralma yaşayarak 316 milyar 423 milyon dolar seviyesine gerilemiştir. Yaşanan bu gelişme beraberinde 2015 yılı toplam varlık hacminde de daralmaya sebep olmuş ve neredeyse 2013 rakamlarına geri dönmüştür. Listede dikkati çeken bir diğer unsur ise Suudi Arabistan'ın yükselişini 2009'dan itibaren devamlı suretle 2015'e kadar sürdürmesi ve İran'ın sahip olduğu hacim rakamlarına oldukça yaklaşmasıdır.

Esasında 2015 yılında yaşanan bu daralma, İran bankalarının sahip olduğu kaynaklarındaki değişmeden dolayı değil, ancak ulusal para birimlerinin 2013'ten 2015'e kadar yaşanan süreç içinde dolar karşısında giderek zayıflamasından dolayı derecelendirme içinde ciddi bir düşüş tecrübe edilmiştir (The Banker, 2015, s. 8).

## 2.4. İslami Finansa Yön Veren Öncü Ülkelerin Potansiyel Durumları

Dünyanın birçok farklı noktasında İslami finans araçları kullanılıyor olsa da, bu türden varlık işlemlerinin belirli bölgelerde yoğunlaştığı görülmektedir. Ernst & Young şirketi de bu bağlamda İslami sermayeye yön veren öncü ülkeler olarak altı ülkeyi ön plana çıkarmıştır; Katar, Endonezya, Suudi Arabistan, Malezya, Birleşik Arap Emirlikleri ve Türkiye (bu ülkeler QISMUT olarak kısaltılmaktadır) (Ülker, 2014).

**Tablo 10. 2009-2015 Yılları Arasında Ülkelerin Sahip Olduğu İslami Finans Hacmi Toplamı**

Sıralama	Ülkeler	İslami Finans Varlık Hacmi Toplamı
1	İran	2,770,880.54
2	Suudi Arabistan*	1,393,337.75
3	Malezya*	1,150,627.91
4	Birleşik Arap Emirlikleri*	657,490.72
5	Kuveyt	532,292.07
6	Bahreyn	410,179.37
7	Katar*	343,092.24
8	Türkiye*	128,815.86
9	Bangladeş	98,819.46
10	Endonezya*	92,851.36
11	İngiltere	85,530.55
12	Sudan	63,138.20
13	Mısır	49,772.94
14	Pakistan	43,485.67
15	İsviçre	34,307.74
16	Brunei	26,236.06
17	Suriye	25,627.37
18	Ürdün	17,735.25
19	Tayland	16,103.03
20	Yemen	15,081.60
<b>Toplam</b>		<b>7,955,405.69</b>

**Kaynak:** (The Banker, 2015, s. 10-11)

(\* = QISMUT ülkelerini göstermektedir.)

Tablo 10'daki göstergelerden hareketle; yaklaşık yedi milyarlık dünya nüfusu içerisinde yaklaşık 1,6 milyar Müslüman nüfusun bulunduğu, söz konusu işlemlerin gerçekleştiği ilk yirmi ülkede gerçekleşen İslami finansman hacmi toplamının 2009 ile 2015 yılları arasında toplamda 7 trilyon 955 milyar 405 milyon dolar olarak gerçekleştiği hesaplanmıştır. Bundan yedi sene öncesinde küresel düzlemde

gerçekleşen varlık hacminin 809 milyar 980 milyon olduğu dikkate alındığında piyasa hacminin ne kadar büyük bir yükseliş yaşadığı görülmektedir. Ülkelerin sahip olduğu Müslüman nüfusa oranla sahip olunan şer’i hizmet sunan kurum ve kuruluşlar ve işlem hacimleri göz önüne alındığında bu rakamın artışa ne kadar elverişli olduğu rahatlıkla dile getirilebilir.

Ernst & Young’ın belirlemiş olduğu yukarıda belirtilen QISMUT ülkelerinin ilk on ülke içerisinde yer aldığını görülmektedir. Ayrıca bu tablo içerisinde ilk yirmi ülkenin arasında Müslüman az yoğun üç ülkenin (11. sırada İngiltere, 15. sırada İsviçre ve 19. sırada Tayland) girmiş olması da pazarın imkânlarını ve geleceğe yönelik ne gibi imkanlara sahip olabileceğinin işaretlerini bize göstermektedir.

Piyasanın günümüz şartlarında büyümesi, beraberinde bir olumlu bir de olumsuz sayılabilecek bir durum getirmektedir. Olumlu olan durum, reel ekonomi ile sanal ekonomi arasındaki giderek artan şekilde açılan bu farkın İslami finans araçları sayesinde minimuma indirebilmesi imkanı kazanılabilir. Yukarıda belirtildiği üzere Müslüman az yoğun ülke ekonomilerinin İslami finans sektörüne açılmaları buna işaret etmektedir. Olumsuz olarak nitelendirilebilecek durum ise, faizle işlem yapılan konvansiyonel sistem içerisinde kendisine yer açmak suretiyle büyüyen İslami finans sektörünün, Müslüman nüfusun sahip olduğu aktifleri sistem içine dahil edilmesini kolaylaştırmaktadır. Bu durum mevcut araçlar ve gerçekleştirilen işlemler üzerinde ciddi bir denetim ile ancak aşılabılır gözükmektedir.

Sukuk piyasasında ise Malezya’nın ana pazarı şekillendirdiğini dikkate alacak olursak; 2000’li yıllarda küreselleşen sukuk piyasasına 2009 yılında Endonezya ve Singapur’un hızlı bir şekilde bu piyasaya dahil oldukları görülmektedir. Ancak “Kuveyt yatırım şirketlerinin sorunları, Birleşik Arap Emirlikleri’ndeki emlak piyasası ve Suudi Arabistan’daki kredi darlığı” nedenlerinden dolayı sukuk piyasası Körfez ülkelerinde durgunluktan payını aldığı göz önünde bulundurulmalıdır. (Türker, 2010, s. 19).

Başta Türkiye olmak üzere Orta Doğu, Avrupa, Amerika ve Asya ülkelerinde sukuk gibi İslami fonların veya geliştirilecek yeni tamamlayıcı İslami fonlar ile çeşitli projelerde ve yatırımlarda kullanılmasıyla gelirlerin tabana yayılarak bireylerin



tasarruf alışkanlığına öncülük etmesi sağlanmalıdır. Böylelikle hükümetlerin finansman sorununu gidermesi ve yatırımlarını aksatmadan yapabilmesi ve en önemli olan nokta ise iktisadi büyümenin gerekliliğinden ziyade gelir dağılımında daha adil ve eşit bir politika geliştirmiş olunacaktır. Dolayısıyla da riski en aza indirgeyen bir yöntem anlayışıyla ekonomik ve sosyal kalkınmayı sürdürülebilir hale getirmek İslami finansın ruhunu yansıtacaktır (Çanakçı, 2014, s. 57). Bu bağlamda İslami finans enstrümanlarının başında gelen sukuk ihraçları küresel finans piyasalarında önemli bir ivme kazanarak günümüz itibarıyla devletlerin ve özel sektörün finans sistemini güçlendirerek, yatırımın finansmanını kolaylaştırmakta ve ekonomik büyümeye daha adil bir katkı sağlamaktadır (Çanakçı, 2014, s. 43).

Elbette 2013 yılında yaşanan düşüşe rağmen, İslami finans sektörü The Banker'in dokuz yıl boyunca devam etmiş olan derecelendirmesi karşısında CAGR'si %12,68'lik bir varlık olarak halen hakimiyetini sürdürmektedir. Bu performansın büyük bir kısmı ise GCC ile Malezya'nın domine ettiği piyasalar tarafından sürdürülmüştür. Ancak yıllık bileşik büyüme oranı ile hakim bir sektör olmasına rağmen, yine "The Banker"ın araştırmaları dünyadaki Müslüman nüfusun %75,12'sinden çoğunun halen daha banka kullanmadığını ya da finans kurumlarına erişimin oldukça sınırlı olduğunu göstermektedir (The Banker, 2015, s. 2).

2007'den bu yana yaşanan gelişmelerin yanı sıra sektörün geleceğine yönelik bir takım beklentiler de mevcuttur. Örneğin IMF'nin tahminlerine göre sahra-altı Afrika bölgesinde bulunan nüfusun yarısı banka kullanmamaktadır. Dahası, bu bölgedeki Müslüman nüfus 250 milyondan, 2030 yılına kadar 386 milyon kişiye çıkacağı beklenmektedir (The Banker, 2015, s. 30).

Aynı şekilde Çin'in kararlı bir şekilde uygulamaya koyduğu altyapı programı olan 'One Belt, One Road' (Tek Bölge, Tek Yol) İslami finans sektörü üzerinde etki sahibi olmaya başlamaktadır. Zira Çin; döviz swap anlaşmalarını Endonezya, Kazakistan, Malezya, Pakistan, Katar, Türkiye ve Birleşik Arap Emirlikleri ile imzalamıştır. Bu ülkelerin nüfusu ise dünyadaki Müslüman nüfusun %30'unu temsil ettiği dikkate alındığında, gelecekte sektörün ne gibi açılımlar gerçekleştireceği de büyük bir merak konusudur (The Banker, 2015, s. 4). Doğal olarak Çin ile birlikte

sağlanacak olan bu ilişkilerin uzantıları da İslami finans için yeni bir kapının açılacağı anlamına gelebilir (The Banker, 2015, s. 6).

Yine geleceğe yönelik beklentilere bakılacak olursa; Malezya’da umut verici düzenleme reformları, 2014’ün temmuz ayında başlayan İslami Finans Hizmet Kanunu (IFSA) dahil olmak üzere, ülkenin emeklilik fonu için potansiyel olmasının yanı sıra gelecekteki İslami finans yatırımları opsiyonlarını da beraberinde güçlendirecektir. Bu durum, Malezya hükümetinin 2020 yılı ulusal düzlemde İslami finans sektörüne yönelik hedefi olan %40’a erişmek için nitelikli bir düzenleme olacağı öngörülmektedir (The Banker, 2015, s. 14).

Bazı istisnalar haricinde, bu trend ayrıca Körfez ülkeleri için de gözlemlenmiştir. Suudi Arabistan ile Katar’ın 5 yıllık aktif kârlılık oranı (halen daha niteliğini korumasına rağmen) 2015 yılında azalmıştır. Söz konusu periyod boyunca likidite seviyesinin bolluğu, konvansiyonel emsallerinden kaynaklanan rekabetin büyümesiyle eş zamanlı olarak gerçekleşmiştir, ki İslami finans içindeki rakiplerin kendileri üzerinde nitelikli bir avantaj ölçüğü yakalamaları da bu eğilimin bir nedeni olarak görülebilir (The Banker, 2015, s. 14).

Yukarıda adı geçen ülkelerin yanı sıra Muhammed Safri Hamid’e göre;

“Endonezya İslami finans pazarında uyuyan bir devdir. İnanılmaktadır ki, Endonezya, altyapı çalışmalarını yerinde yaptığı takdirde, İslami finans sektöründen büyük bir pay elde edecektir.” (The Banker, 2015, s. 30).

Endonezya’nın yanı sıra, Afrika da doğal bir büyüme imkanına sahip olduğu düşünülmektedir. Bir süreç dahilinde bu gerçekleşen gelişmeler tıpkı Endonezya’nın yetki alanında yaşandığı gibi, büyük Afrika piyasalarında da görünmektedir. Sürekli büyüme imkanının önündeki engelleri kaldırmak sektörü her zamankinden daha popüler kılacaktır. Hiç şüphesiz İslami finansta yaşanan bu gelişmeler küresel genişlemenin yeni bir safhası için var olan bir potansiyele işaret etmektedir (The Banker, 2015, s. 30-31).

## 2.5. Türkiye’de İslami Finans

Türkiye bulunduğu coğrafi konum ve sahip olduğu ilişkiler sayesinde bugüne kadar İslami finans için bir önceki konuda da bahsedildiği üzere potansiyel bir pazar olarak görülmüştür. Ancak bu öngörülere rağmen İslami bankacılık ve sermaye sektörüne ait faaliyetlerin mevcut sahip olduğu düşünülen potansiyele oranla oldukça yavaş ilerlediği de gözlemlenmektedir. Zira mevcut Müslüman nüfusun bu tür İslami araçlar hakkında bilgilendirilmesi ve bilinçlendirilmesi hususunda mevcut kurumların yetersiz kaldığı söylenebilir.

Türkiye’deki İslam ekonomisi ve finansına yönelik akademik çalışmalar 1980’li yıllara kadar uzanmaktadır. Yasal altyapısı mevcut olmasına rağmen bazı araçlara piyasa tarafından rağbet edilmemiş olması ise düşündürücüdür. Gerçek Hayat Dergisi’nin bir röportajında Mustafa Özel bu durumu şu şekilde özetlemektedir:

“İslami bankalarımızın topladığı fonların ancak yüzde 10 kadarı kâr/zarar ortaklığına, yani hakiki İslam bankacılığına tahsis edilebildi. Geriye kalan yüzde 90 *murabaha* adı verilen ve dinen caiz görülse bile faiz izlenimi veren “vadeli satış” işlemlerine ayrıldı.(...) Beklenti şuydu: Şimdilik bu insanların oranı diyelim %10 ise, on yıl sonra %20, yirmi yıl sonra %30, 30 yıl sonra %40 filan olur. Yani biz İslami ilkelere uygun finans modelinde ısrarlı olursak, zamanla murabaha oranı aşağı iner; buna karşılık muşaraka (kâr/zarar ortaklığı) oranı yükselir; ve bunlar zamanla eşitlenir. Otuz yıl sonra, kâr/zarar ortaklığı oranı %1’e gerilerken, murabaha oranı %99’a yükseldi. Kurumdan parayı alanlar ya bir daha hiç gözükmeyenler ya da her nedense hep zarar ettiler!” (Saruhan, 2016).

Bu noktada mevcut kurumlar kadar kamu kurumlarının da bu tür araçların bilinirliğine ve kullanımlarının avantajlı hale getirilmesine yönelik adımlar atması gerekmektedir (Türker, 2010, s. 53-54). Zira geleneksel tahvil ile karşılaştırıldığında sukuk kullanımının vergi açısından önemli bir avantajı görünmemektedir. Türkiye’nin küresel sukuk pazarından daha fazla pay alabilmesinde vergi oranlarının daha avantajlı hale getirilmesinin önemli bir rol oynayacağı düşünülmektedir (Yılmaz, 2014, s. 97-98).

Bir diğer önemli husus da piyasaya yeni sürülen araçların tanıtımı ile ilgilidir. Yeni araçlar ulusal ve uluslararası yatırımcılara uygun pazarlama stratejileri ile tanıtılmalı ve özellikle de dış pazara hitap eden ürünler için gerekirse iletişim stratejisi oluşturulmalıdır. Söz konusu iletişim stratejisinde araçların rekabet avantajları ön plana çıkarılmalıdır. Bu konu, İslami finans piyasasında ülkeler arasında var olan rekabetin özellikle önümüzdeki yıllarda artarak devam edeceği düşünüldüğünde oldukça önemlidir (Türker, 2010, s. 55).

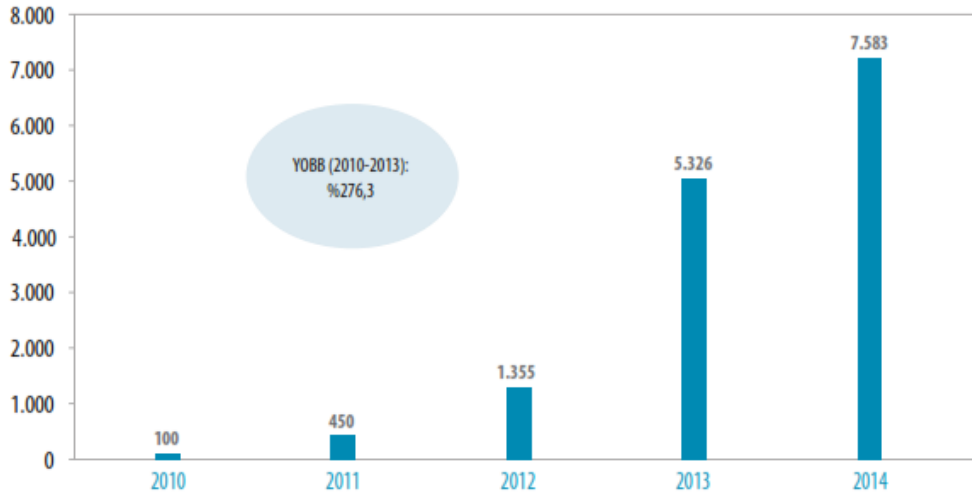
### ***2.5.1. Türkiye’de İslami Bankacılık Faaliyetleri***

Türkiye özelinde İslami anlamda gerçekleştirilen bankacılık faaliyetlerinin katılım bankacılığı adı altında yürütüldüğü dikkate alındığında; bankacılık sektöründe 2009 yılı aktiflerine göre %4,0 olan katılım bankaları pazar payı, 2014 sonunda %5,2’ye çıkmıştır. 2009-2014 döneminde ise katılım bankacılığı toplam aktiflerinin yıllık bileşik büyüme oranı ise %25 olarak gerçekleşmiştir (TKBB, 2014, s. 46).

Ernst & Young (2014) şirketinin yayınlamış olduğu rekabet raporunda belirtildiği üzere; Dünya Bankası ve T.C. Hazine Müsteşarlığı iş birliğinde “Dünya Bankası Küresel İslami Finans Geliştirme Merkezi” açılmış ve Borsa İstanbul çatısı altında “İslami Finans Araştırma Merkezi” kurulmuştur. Yine söz konusu rapora göre, yalnızca dört katılım bankası bulunan Türkiye’deki arz yönlü yaşanan sıkıntı sektörel gelişime ivme kaybettirmektedir. Katılım bankacılığının potansiyelinden tam olarak yararlanmak için yasal çerçeve daha da belirgin hale getirilerek; bankacılık, İslami sigorta (tekâfül) ve fon yönetimi alanlarında yeni finans kurumları piyasaya girmelidir. Hem risk hem de bir fırsat imkânı olarak değerlendirilebilecek bu analizler bugün Türkiye’de yeni kurulan iki katılım bankası (Ziraat Katılım ve Vakıf Katılım) ile birlikte mevcut katılım bankacılığı potansiyeline de kuşkusuz ivme kazandıracaklardır.

### 2.5.2. Türkiye’de Gerçekleşen Sukuk (İslami Tahvil) İhraçları

Türkiye’de ilk sukuk uygulaması Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. tarafından 2010 yılında SPK’nın tebliği aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. LMH (Liquidity Management House) ve Citibank’ın ortak lider düzenleyiciler olarak görev aldığı bu işlemle Kuveyt Türk, özellikle Körfez Bölgesi’nde ve Malezya’da geniş bir uygulama alanı bulan bu finansal ürünü Türkiye ile tanıştırmıştır (Kuveyt Türk, 2015, s. 8). 23 Ağustos 2013 vadeli, 100 milyon dolar değerindeki söz konusu işleme, geniş bir coğrafyadan, ihraç tutarının 1,5 katı oranında talep geldiği ve nihai getirinin de %5,25 olarak gerçekleştiği kaydedilmiştir. Ayrıca söz konusu tahvilin Londra borsasında işlem göreceği de belirtilmiştir (Kuveyt Türk’ten Türkiye’nin İlk Sukuk İşlemi, 2010).



**Grafik 6. Türkiye Piyasası’nda İşlem Gören Sukuklar**

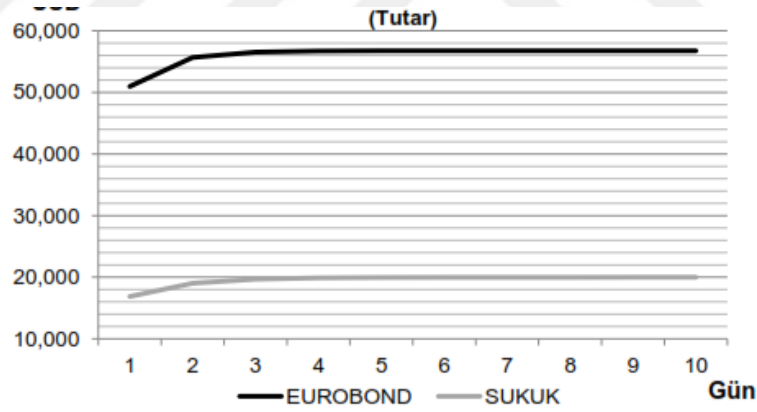
**Kaynak:** (TKBB, 2014, s. 44)

T.C. Hazine Müsteşarlığı ise ilk sukuk ihracını 2012’de gerçekleştirmiştir. 1,5 milyar dolar tutarındaki bu ilk işlemten sonra T.C. Hazine Müsteşarlığı sukuk ihracına takip eden yıllarda da devam etmiştir. Türkiye sukuk ihraçları ile ilk kez 2013 yılında dünya sıralamasında ilk 10 arasına girmiştir. 2014 yılının 3. çeyreği itibarıyla Türkiye’deki ihraç tutarı 2,98 milyar dolar olarak gerçekleşirken,

piyasadaki işlem gören toplam sukuk tutarı grafik 6’da da görüleceği üzere 2014 yılı itibariyle 8 milyar dolara yaklaşmıştır (TKBB, 2014, s. 44).

Ayrıca 2010 ile 2013 yılları arasında gerçekleşen CAGR; %276 olarak hesaplanmıştır. Böylelikle farklı periyotlarda gerçekleşmiş, büyümeleri farklı olan ihraçların yıllık büyüme oranı daha net bir şekilde görülebilmektedir.

Yine 2013 yılında yapılmış bir analizin sonuçlarına göre; elinde sukuk bulunduran birisi ile konvansiyonel anlamda çıkarılmış olan (eurobond) tahvillere sahip diğer bir yatırımcının bu finansal enstrümanları ellerinde bulundurmaktan dolayı belli bir olasılık dahilinde kaybedebilecekleri en fazla tutar hesaplandığına, İslami yatırım veya borçlanma enstrümanı olan sukukun, belli bir olasılık dahilinde ve belli bir sürede Türkiye’nin çıkarmış olduğu hazine tahvillerine göre daha az kaybettirme riski olduğu hesaplanmıştır (Sevinç, 2013, s. 94).



**Grafik 7. Eşit Ağırlıklandırılmış Sukuk Portföyü ile Eşit Ağırlıklandırılmış Eurobond Portföyü Riske Maruz Değeri Grafiği (bin dolar)**  
**Kaynak:** (Sevinç, 2013, s. 95)

Grafik 7’den hareketle; Eşit ağırlıklandırılmış eurobond portföyü dahilinde 1 gün için riske maruz değer 50,969.14 dolar iken, bu rakam 10 günde: 56,770.00 dolara ulaşmaktadır. Eşit ağırlıklandırılmış sukuk portföyü için ise 1 günlük riske maruz değer 16,864.63 dolar iken, söz konusu rakam 10 gün içinde 19,989.92 dolar değerine yükseldiği görülmektedir.

Yalnızca Türkiye’de değil aynı zamanda küresel düzlemde İslami finans sektörünün geçiş sürecinde olması dikkate alındığında, politika yapıcılarının ve İslami bankaların yeni bakış açıları ve daha etkin çözümler geliştirmeleri için ne gibi imkânlarla sahip olunması öncelikli olarak ulaşılmaması gereken hedefler arasında ön plana çıkmaktadır. Özellikle Müslüman yoğun olan ülkelerde İslami finans ve bankacılık çatısı altında alanında uzmanlaşmış ve kalifiye insan açığını kapatmaya yönelik teşvikler, araçların kullanımı hususunda açığa çıkan ihtiyaçlara yönelik şekillenen yasal çerçevedeki belirlilik büyük bir önem arz etmektedir. Ayrıca pazarın sahip olduğu potansiyeli yaşatmak ve gelecekte daha da güçlendirebilmek için mevcut araçların kullanım ve gelişim sahaları özellikle kamu ve öncü kuruluşlar aracılığı ile teşvik edilmelidir.

QISMUT ülkelerinde banka aktiflerinin GSYİH’ye oranı gelişmiş ülkelere göre çok düşüktür. Buna rağmen İslami finans sektörü konvansiyonel finans sektöründen pazar payı kapmakta ve “gölge ekonominin” zayıflamasına destek olmaktadır (EY, 2014, s. 30). Dolayısıyla finansal kesim ile reel sektör arasında kurulan irtibatın güçlendirilmesi bu bağlamda ekonomiyi ciddi anlamda güçlendirici bir etki oluşturacaktır.

### **3. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ SONRASINDA İSLAMİ FİNANS ARAÇLARININ BÜYÜME ile İLİŞKİSİNİN İNCELENMESİ**

#### **3.1. Metodoloji**

İncelemede kullanılan “İslami Finans Varlık Hacmi” verileri “Financial Times” kurumuna bağlı olarak düzenlenen “The Banker” dergisi tarafından 2007 yılından bu yana yayınlanmaktadır. Derginin yayınlamış olduğu “Top Islamic Financial Institutions” başlıklı özel raporunda ham olarak bulunan veriler bir araya getirilerek test gerçekleştirilmiştir.

Derginin 2007 sayısına ulaşamadığı için incelemede söz konusu yıl verileri dahil edilememiştir. Türkiye’de yazılmış olan tezler içinde 2008 verilerine ulaşılmış ancak araştırmanın devamında bu rakamların 2009 rakamlarıyla bire bir benzer olduğu bulgularına için değerlendirmeye alınmamıştır. 2009 ile 2011 yılları verileri yine The Banker’e ait verilerle hazırlanmış olan Asutay, Aysan ve Karahan (2013) makalesinden aktarılmıştır. 2012 ile 2015 yılları arasındaki veriler ise The Banker’in dergilerinden aktarılmıştır.

Analizde kullanılan büyüme verileri ise IMF’nin 2016’da yayınladığı “World Economic Outlook Database”den elde edilmiştir.

#### **3.1.1. Panel Veri Analizi**

Panel veri, hane halkları, ülkeler, firmalar gibi birimlere ait yatay kesit gözlemlerin, bir zaman aralığı içerisinde birleştirilmesi olarak tanımlanmaktadır. Temelde panel veri, kesit analizi ile zaman serisi analizini birleştirmektedir. İktisadi ve sosyal ilişkilerin analizinde hem birim hem de zaman boyutuna sahip panel verinin kullanılması, bir birimin dönemlere ait bilgi içeren zaman serisi verisi ve birçok birimin sadece bir dönem bilgisini içeren yatay kesit verisi kullanılmasına nazaran daha fazla bilgi sağlamaktadır. Bu noktada, birim ve/veya zaman boyutuna göre davranışsal farklılıklara yeterince imkan veren uygun panel veri modelinin belirlenmesi önemli bir problem olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu problemten hareketle panel veriler kullanılarak oluşturulabilecek en genel model aşağıdaki gibidir;



$$Y_{it} = \beta_{1it} + \sum_{k=2}^K \beta_{kit} X_{kit} + \varepsilon_{it}$$

burada alt indis  $i=1, \dots, N$  birey, hane halkı, firma, şehir ve ülke gibi yatay kesit birimleri ve  $t=1, \dots, T$  zaman boyutunu ifade etmektedir.  $Y_{it}$ , bağımlı değişkenin  $i$  birimin  $t$  zamanında almış olduğu değeri ve  $X_{kit}$ , stokastik olmayan bağımsız değişkenlerin  $i$  birimin  $t$  zamanında almış olduğu değeri göstermektedir.  $k$ , model içerisindeki bağımsız değişken sayısıdır. Stokastik terim  $\varepsilon_{it}$ 'nin tüm zaman dönemlerinde ve tüm birimler için ortalaması sıfır ( $E(\varepsilon_{it}) = 0$ ), sabit varyanslı ( $E(\varepsilon_{it}^2) = \sigma^2$ ) bağımsız ve özdeş bir şekilde normal dağıldığı varsayılmaktadır.  $\beta_{1it}$  ve  $\beta_{kit}$ , bilinmeyen parametreler olup, en genel durum göz önüne alınarak alt indislerin gösterdiği şekilde birim ve zaman boyutları için farklı değerler alabilmektedirler. Bir başka ifade ile birim ve zaman boyutuna göre sabit ve eğim parametreleri homojen ya da heterojen olabilmektedir (Gündüz, 2014, s. 3).

Panel veri analizinde birey etkileri; sabit etki ve rassal etki modelleri üzerinden elde edilen parametreler ile tahmin edilmektedir. Ancak analizin gerçekleştirilebilmesi için söz konusu iki modelden (sabit etki veya rassal etki) hangisinin istatistiksel olarak geçerli olduğuna karar vermek gerekmektedir. Bu sebeple Hausman testi uygulanmalıdır. Hausman testinde yokluk hipotezi “rassal etki modeli”, alternatif hipotez ise “sabit etki modeli” kullanılmalıdır şeklinde kurulmaktadır.

Gerçekleştirilen analizde Prob. (anlamlılık düzeyi) değeri ile Tablo değeri ( $\alpha$ ) karşılaştırılır. Eğer ki, Prob. 0.050 değerinden büyük ise,  $H_0$  hipotezi kabul edilebilir. Bu durumda modelin rassal etki dahilinde tahmin etme gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Eğer modelin Prob. değeri 0.050 değerinden küçük ise; alternatif  $H_1$  hipotezi kabul edilecektir. Böylelikle model sabit etkili olacak şekilde tahmin edilmelidir.

### 3.1.2. Panel Birim Kök Testleri

Panel verilerle hem birimlere hem de zamana ait bilgiler analize katılabilmektedir. Verilerin kesitsel boyutunun yanı sıra zaman boyutunun da analizlerde yer alması sebebiyle serileri zaman içerisinde izlediği yol önem arz etmektedir. Panel verilerdeki

zaman etkisinin incelenmesiyle panel veriyi yaratan sürecin durağan olup olmadığı belirlenebilecektir.

Panel verilerin zaman içerisinde durağan olup olmadığının incelenmesi amacıyla farklı özellikte panel birim kök testleri geliştirilmiştir. Literatürde birinci nesil ve ikinci nesil panel birim kök testleri olarak yer alan bu testlerin incelemesine geçmeden önce klasik zaman serisinin konusu olan durağanlık kavramı kısaca ele alınacaktır.

Zaman serisi analizinde ortalaması ve varyansı zamandan bağımsız, kovaryansı ise zamanlar arası farka bağlı olan serilere durağan seriler adı verilir. Bir serinin durağan olması için seriyi yaratan sürecin,

$$E(Y_t) = \mu$$

$$var(Y_t) = \sigma^2$$

Şeklinde sabit bir ortalama ve varyansa sahip olması ve serinin kovaryansının zamana değil,

$$cov(Y_t, Y_{t+s}) = cov(Y_t, Y_{t-s}) = \gamma_s$$

biçiminde zamanlar arası farka (s) bağlı olarak “kovaryans durağan” seriler olarak adlandırılır. Tanımlanan özelliklere ek olarak incelenen seri normal dağılım gösteriyorsa serinin “güçlü durağan” olduğundan söz edilir (Güriş, 2015, s. 203).

Panel verilerin birim boyutunun yanı sıra zaman boyutunun da olması veriyi oluşturan sürecin belirlenebilmesi için serinin durağanlığının araştırılmasını gerektirmektedir. Bu amaçla, birçok farklı panel birim kök testi geliştirilmiştir. Panel serilerinin durağanlığının incelenmesi amacıyla geliştirilen bu testler, hipotezlerin kuruluşu ve test istatistiklerinin hesaplanması açısından Dickey Fuller (1979) ve Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) test yaklaşımlarından yararlanılmıştır.

Panel birim kök testlerinin zaman serisi birim kök testlerinden en büyük farkı, hem zaman hem de kesit boyutu nedeniyle panel serilerinin asimptotik davranış sergileyebilir olmalarıdır. Panel serilerde birimler arasında korelasyon olursa, testlerin asimptotik özellikleri etkilenebilecektir. Bu sebeple, birimler arasındaki korelasyonun

varlığına göre farklı birim kök testleri geliştirilmiştir. Literatürde birimler arasındaki korelasyonun olmadığı durum için geliştirilen testler birinci nesil testler olarak adlandırılırken; birimler arasında korelasyonun varlığında kullanılan testler ikinci nesil testler olarak adlandırılmaktadır.

Birinci nesil panel birim kök testleri, kesit birimleri arasında korelasyon olmaması durumunda uygulanabilen testlerdir. DickeyFuller (1979) ve Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) test yaklaşımı üzerine temellenmişlerdir. Levin, Lin (1992) testi, Harris ve Tzavalis (1999) testi, Breitung (2000) testi, Im, Pesaran ve Shin (1997) testi, Mandala ve Wu (1999) testi, Hadri (2000) testi, Choi (2001), Levin, Lin ve Chu (2002) testi ve Im, Pesaran ve Shin (2003) testi birinci nesil panel birim kök testleri içinde yer alan testler olarak literatürde yer alır. Bu testler arasında Im, Pesaran ve Shin (1997, 2003) testi, Mandala ve Wu (1999) ile Choi (2001) testleri, otoregresif parametre  $\rho$ 'nun birimden birime değiştiğini varsayarken; diğer birinci nesil panel birim kök testleri  $\rho$ 'nun birimde birime değişmediğini varsaymaktadır (Güriş, 2015, s. 204).

### **3.2. Bulgular**

Bu çalışmada, İslami finans varlıkları ile ülkelere ait milli gelir rakamları arasındaki ilişkinin incelenmesi amaçlanmaktadır. Söz konusu amaç doğrultusunda; 19 ülkeye ait 2009-2015 yılları arasındaki İslami finans varlıkları ve büyüme arasındaki ilişki panel veri analizi kullanılarak belirlenmeye çalışılmıştır. Araştırmanın temel hipotezleri şu şekildedir;

- $H_{01}$ : GSYİH'daki değişim İslami finans varlıklarındaki değişimi etkilememektedir.
- $H_{11}$ : GSYİH'daki değişim İslami finans varlıklarındaki değişimi etkilemektedir.

**Tablo 11. Değişkenlerin Tanımlanması**

Değişkenler	Tanım	Kaynak
IF	İslami Finans Varlık Hacmi (Milyon Dolar)	The Banker, Top Islamic Financial Institutions – Special Reports, 2009-2015
GDP	GSYİH (Milyar Dolar)	International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2016

Çalışmada kullanılan verilere varyansta durağan olmama problemine karşı logaritmik dönüşüm yapılmış ve bu bağlamda model oluşturulmuştur;

$$\text{Model: LIF} = \alpha + \alpha_1 * \text{LGDP} + \epsilon_t$$

Yapılan analizlerde Eviews 8 ve Stata paket programı kullanılmıştır.

Modelde kullanılacak verilerin istatistiksel olarak doğru sonuçlar verebilmesi amacıyla durağan olma koşulunu sağlaması gerekmektedir bu amaçla analizde kullanılan değişkenlere ait birim kök sonuçları Tablo 12’de yer almaktadır.

**Tablo 12. Birim Kök Test Sonuçları**

Örnek: 8/02/2010 2/03/2015		
Birim Kök Testi	LGDP	LIF
Levin, Lin & Chu t*	-7.84792*	-36.9426*
Im, Pesaran and Shin W-stat	-5.64857*	-11.4717*
İstatistiksel anlamlılık: *p<%1 **p<%5 ***p<%10		

Bütün birim kök testlerine ait kuyruk olasılığı değerleri %1 istatistiksel anlamlılık düzeyinden küçük olması nedeniyle analizde kullanılacak serilerin durağan olduğu tespit edilmiştir.

Bu aşamadan sonra çalışmada kullanılan değişkenler ile daha önce bahsi geçen model oluşturularak, kullanılacak panel veri modelinin sabit mi yoksa rassal etkilere mi sahip olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu nedenle k serbestlik dereceli ki-kare dağılımına uyan Hausman testi kullanılmaktadır. Hausman testine ait sıfır hipotezi “Rassal etkiler modeli geçerlidir.” şeklindedir.

**Tablo 13. Hausman Testi Sonuçları**

	<b>X<sup>2</sup> İstatistiği</b>	<b>P</b>
Model: Yatay-Kesit Rassal	20.064560	0,0000
İstatistiksel anlamlılık: *p<%1 **p<%5 ***p<%10		

Hausman testine göre, kuyruk olasılığı(p) değeri 0,05 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu için sıfır hipotezi red edilmiş ve kullanılacak modelde rassal etkinin varlığı tespit edilememiştir.

Rassal etkiler modelinin varlığı red edildikten sonra sabit etkiler modeline göre analiz yapılmıştır. Wald testi sonucu modelde birimler arası değişen varyans olduğu ve hata terimlerinin gecikmeli değerleriyle ilişkili olup olmadığını belirlemek amacıyla yapılan Wooldridge otokorelasyon testi sonucu modelin otokorelasyon sorunu içerdiği tespit edilmiştir. Söz konusu sorunları ortadan kaldırmak amacıyla modelde White's cross section düzeltilmesi yapılmıştır. Sabit etkiler modeline göre elde edilen sonuçlar şu şekildedir:

$$LIF = 7.5 + 0.42*LGDP + C_x$$

Model sonuçları incelendiğinde bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklama gücü R<sup>2</sup> değeri %98 olarak tespit edilmiş olup model istatistiksel olarak anlamlıdır (F İstatistiği p<0.05). Modelde bağımsız değişkene ait katsayı, ilgili bağımsız değişkendeki yüzde bir birimlik değişime karşılık bağımlı değişkende yarattığı yüzdelik değişimi göstermektedir. Buradan hareketle GDP değişkeninde meydana gelecek yüzde bir birimlik değişime karşılık olarak, İslami finans varlıklarını ifade eden IF değişkeninde yüzde 0.42 oranında bir artışa neden olacağı tespit edilmiştir.

Ayrıca denklemde yer alan değişkenlerin “0” olması halinde, İslami finans varlıklarının sabit terim kadar olması beklenmekte olup, sabit etkiler modeli ile elde edilen ülkelere sabit katsayılar bireysel etkilerin ne kadar olacağını ifade etmektedir (C+C<sub>x</sub>).

**Tablo 14. Sabit Etkiler Modeline Ait Sonuçlar**

LOG(IF?)				
Dönem: 2009-2015		Ülke sayısı: 19		Toplam gözlem sayısı: 133
Değişkenler	$\alpha$	Standart Sapma	t-istatistiği	P
C	7.503711	0.652513	11.49971	0.0000
LOG(GDP?)	0.423486	0.118544	3.572410	0.0005
$R^2$	0.987933	F-İstatistiği	486.9111	
Düzeltilmiş $R^2$	0.985904	p (F-istatistiği)	0.000000	
İstatistiksel anlamlılık: *p<%1 **p<%5 ***p<%10				

**Tablo 15. Ülkelere Ait Sabit Etkiler**

Ülke	C
İran	2.775325
Suudi Arabistan	1.918070
Malezya	2.051293
Birleşik Arap Emirlikleri	1.475500
Kuveyt	1.631922
Bahreyn	2.030098
Katar	1.095496
Türkiye	-0.605536
Banglades	-0.126742
Endonezya	-0.863330
İngiltere	-1.760594
Sudan	-1.565938
Mısır	-1.144811
Pakistan	-0.919071
İsviçre	-1.985945
Brunei	-0.308197
Ürdün	-0.680630
Tayland	-1.785429
Yemen	-1.231484

Ülkelere ait modeller:

$$\text{LOG(IF\_İRAN)} = 2.77532 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_İRAN)}$$

$$\text{LOG(IF\_SUUDI)} = 1.91807 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_SUUDI)}$$

$$\text{LOG(IF\_MALEZYA)} = 2.05129 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_MALEZYA)}$$

$\text{LOG(IF\_ARAPEMIR)} = 1.47550 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_ARAPEMIR)}$   
 $\text{LOG(IF\_KUVEYT)} = 1.63192 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_KUVEYT)}$   
 $\text{LOG(IF\_BAHREYN)} = 2.03009 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_BAHREYN)}$   
 $\text{LOG(IF\_KATAR)} = 1.09549 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_KATAR)}$   
 $\text{LOG(IF\_TURKIYE)} = -0.60 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_TURKIYE)}$   
 $\text{LOG(IF\_BANGLADES)} = -0.12674 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_BANGLADES)}$   
 $\text{LOG(IF\_ENDONEZYA)} = -0.86333 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_ENDONEZYA)}$   
 $\text{LOG(IF\_INGiltere)} = -1.76059 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_INGiltere)}$   
 $\text{LOG(IF\_SUDAN)} = -1.56593 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_SUDAN)}$   
 $\text{LOG(IF\_MISIR)} = -1.14481 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_MISIR)}$   
 $\text{LOG(IF\_PAKISTAN)} = -0.91907 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_PAKISTAN)}$   
 $\text{LOG(IF\_ISVICRE)} = -1.98594 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_ISVICRE)}$   
 $\text{LOG(IF\_BRUNEI)} = -0.30819 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_BRUNEI)}$   
 $\text{LOG(IF\_URDUN)} = -0.68062 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_URDUN)}$   
 $\text{LOG(IF\_TAYLAND)} = -1.78542 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_TAYLAND)}$   
 $\text{LOG(IF\_YEMEN)} = -1.23148 + 7.50371 + 0.42348 * \text{LOG(GDP\_YEMEN)}$

## SONUÇ

Bu çalışmada 2008 yılında gerçekleşen küresel finans krizinin reel ekonomi ile sanal ekonomi arasındaki hacim farkından ortaya çıkmış olduğunu; reel ekonomiler ile sanal ekonomiler arasındaki bağın, varlık temelli İslami finans araçları kullanıldığı takdirde daha da güçleneceği iddiası savunulmaktadır. Ayrıca İslami finans varlıkları ile ülkelere ait milli gelir rakamları arasındaki ilişki incelenmektedir.

1600'lü yıllardan itibaren spekülasyonu konu almaya başlayan iktisadi nesne/araçlar özellikle son yüzyılda sanal ekonomi içerisinde yer bulmaktadır. Yüzyıllar içerisinde ulusal düzlemde bölgesel düzleme yayılmaya başlayan krizlerin yapısı 2008 yılı itibariyle ilk defa küresel bir mahiyete kavuşmuştur.

Aşırı kazanç elde etmek isteyen insanların kolaylıkla işlem yapabileceği şekilde düzenlenen günümüz sermaye piyasaları ve finansal araçlar irrasyonel tercihlerin en çok gerçekleştiği piyasalar haline gelmiştir. ABD'de son olarak emlak piyasası üzerinden işletilen bu süreç batık kredilerin tekrar tekrar satışa konu olmasıyla derinleşmiştir. Toksik varlıkların ABD haricindeki ülkelerin bankaları tarafından talep görmesi de krizin küreselleşmesini hızlandıran en önemli etkilerdendir.

Temelinde reel ekonomiden ziyade sanal ekonomi içerisinde zemin bulan türev araçlar gün geçtikçe reel ile sanal ekonomi arasındaki hacim farkını kontrol edilemez bir seviyeye çıkarmıştır. 2007 yılı itibariyle küresel menkul kıymetler piyasasının büyüklüğü 149,1 trilyon dolara erişmiştir. Aynı dönemde gerçekleşen varlığa dayalı menkul kıymet büyüklüğü ise yalnızca 10,7 trilyon dolar seviyesindedir.

Söz konusu şartlar altında patlayan emlak balonu temelde bir sistem krizi olarak ortaya çıkmıştır. Krizin sadece ABD'deki finans kurumlarında yol açtığı yıkım rakamsal olarak Ekim 2008 itibariyle 8 trilyon dolardır. Avrupa'da ise krizin yol açtığı yıkımın zararlarını karşılamak için 2008 ile 2011 yılları arasında tam olarak 4,5 trilyon euro harcanmıştır. Bu rakam o dönem için AB'nin yıllık GSYİH'nin yaklaşık olarak %37'sine tekabül etmektedir. Ayrıca çalışma içinde krizi etkilerini derinleştiren CDS gibi finansal araçların teknik işleyişinden ziyade işlem mantığı daha çok öne çıkarılmıştır.



Yeniden bu çapta büyüklükte bir krize engel olmaktan ziyade etkisini bir nebze olsun azaltabilmek için alternatif finansman ürünlerine yönelik bir arayış ortaya çıkmıştır. Elbette insanlar aşırı kazançtan ve irrasyonel tercihlerde buldukları müddetçe krizlerin ortaya çıkma ihtimali her zaman için söz konusudur. Ancak konvansiyonel ürünlerin sahip olduğu kırılabilirlik da göz ardı edilmemelidir.

Krize yol açan sanal araçlara alternatif olarak öne çıkan varlık temelli araçlardan İslami finans araçları 1980'den itibaren çeşitlenerek günümüze ulaşmıştır. Özellikle 2000'li yıllardan sonra bugünkü formuna kavuşan İslami finans araçları, İslami fonlar, İslami endeksler ve sukuk olarak dörde ayrılmaktadır. Bilhassa krizden sonra ön plana çıkan ise sukuk ile İslami varlık hacimleri olmuştur.

Sukukun küresel düzlemde 2001'den 2013'e hacmi, 1,172 milyon dolardan 138,170 milyona yükselmiştir. Sektörün lideri konumundaki Malezya'nın söz konusu zaman aralığında gerçekleştirilen toplam ihraç içindeki payı %67'dir. Sektörde liderliği takip eden ise çoğunlukla Körfez ülkeleri olmuşlardır. Türkiye'nin söz konusu dönem aralığında bu sektördeki payı ise %2 olarak gerçekleşmiştir.

İslami finans varlık hacimlerinde ise kriz sonrasında ciddi bir yükseliş yaşanmıştır. Bu alanda "Financial Times"ın bir uzantısı olan "The Banker" dergisinin 2007'den itibaren toplamaya başlamıştır. Ancak araştırma dahilinde 2007 yılı verilerine ulaşamadığı gibi, 2008 yılı verilerini kullandığını iddia eden tezler içerisinde kullanılmış olan veriler ihtilafli olduğu için değerlendirmeye tabi tutulmamıştır. 2009'dan 2011'e kadar yayınlanan verilere İslami finans varlığına sahip olan ilk 15 ülke dahil edilmiştir. 2012'den 2015'e ise sıralamadaki bu rakam 20'ye çıkartılmıştır.

2009 yılında ilk 15 ülkenin İslami varlık hacmi 809,980 milyon dolar seviyesinde gerçekleşirken, bu rakam 2015 yılına gelindiğinde 1,261,064 milyon dolar seviyesine yükselmiştir. Sektörün yükseliş trendinin ise 2013 yılında sektöre uğradığını, 2014'te yeniden yükselişe devam ettiğini ancak 2015'te ciddi bir düşüş yaşadığı görülmektedir. Yaşanan bu düşüşün en büyük sebebi ise (mevcut veriler dahilinde) 2009'dan itibaren İslami finans varlık hacmine sahip lider ülke olmayı sürdüren İran'ın ulusal parasının dolar karşısında yaşamış olduğu ciddi değer kaybı olarak görülmektedir. 2009'dan

2015'e sıralamada ilk 20 içinde bulunan ülkelerin sahip olduğu toplam İslami finans varlık hacmi ise 7,955,405 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

Dünya genelindeki finansal piyasalarda kriz sonrası dönemde en çok rağbet gören araçlar hiç şüphesiz İslami finans araçları olarak ön plana çıkmıştır. Sektörde son 10 senede bu seviyede bir rağbet gören başka alternatif araçlar görülmemektedir. Alternatif bir finansman aracı olarak İslami finans araçlarının konvansiyonel sektörün işleyişine iki yönlü bir katkı sağlamaktadır. İlki, araçların varlık temelli olarak ortaya çıkmasıdır, ki bu durum finansal işlemlerin reel sektörle bağını güçlendirmesi açısından oldukça önemlidir. Diğer katkı ise, faizin işletilmediği enstrümanlar olmaları sebebiyle insanların paradan para kazanarak aşırı gelir elde etme güdülerini engelleyerek, piyasanın şişerek karşılıksız bir hacme kavuşma ihtimalini minimuma indirmesidir. Diğer yandan İslami finansın proje bazlı olarak yürütebiliyor olması ve sosyal adaleti tesis etme noktasında konvansiyonel araçlardan çok daha fazla yapıcı olma imkanı üzerine yoğunlaşmak gerekmektedir.

Elbette söz konusu araçların riski de, getirisine nispetle daha düşüktür. Sektörün tüm bu gelişmelere rağmen olumsuz addedilebilecek, bu sebeple de ihtiyatlı yaklaşılması gereken tek hususu; İslami finans araçlarının, faizli işlem yapılan konvansiyonel sistem içerisinde kullanım alanı bulması, dolayısıyla da Müslüman nüfusun sahip olduğu aktiflerin konvansiyonel sistemin hareket imkanını kolaylaştıracak parasal genişlemeye imkan sağlaması olarak görülmesidir.

Çalışmada gerçekleştirilen inceleme kısmında ise; İslami finans varlıkları ile ülkelere ait milli gelir rakamları arasındaki ilişkinin incelenmesi amaçlanmaktadır. Söz konusu amaç doğrultusunda; 19 ülkeye ait 2009-2015 yılları arasındaki İslami finans varlıkları ve büyüme arasındaki ilişki panel veri analizi kullanılarak belirlenmeye çalışılmıştır. Son beş seneye ait milli gelir verisi elde edilemediği için Suriye'nin sahip olduğu İslami finans varlık hacimleri rakamları panel veri analizinde kullanılmamıştır.

Oluşturulan modelde bağımsız değişkene ait katsayı, ilgili bağımsız değişkendeki yüzde bir birimlik değişime karşılık, bağımlı değişkende yarattığı yüzdelik değişimi göstermektedir. Buradan hareketle incelemenin nihayetinde; GDP değişkeninde

meydana gelecek yüzde bir birimlik değişime karşılık olarak, İslami finans varlıklarını ifade eden IF değişkeninde yüzde 0.42 oranında bir artışa neden olacağı tespit edilmiştir.

Nihai olarak, sektörün her açıdan gelişimine yönelik kayda değer imkanlara sahip olduğu görülmektedir. Ancak gelecek dönemlerde de bu gelişimin sürdürülebilmesi için öncelikle yetişmiş insan eksikliğini karşılamak gerekmektedir. Ardından bu araçların çeşitlendirilerek insanların taleplerine konu olacak şekilde tanıtılarak yaygınlaştırılması amaçlanmalıdır. Öyle ki, bu araçların “İslami” olarak nitelendirilmesi, Müslüman olmayan kimseler tarafından kullanılamayacağı yahut kullanılmadığı anlamına gelmemektedir. Bilakis Müslüman az yoğun ülkelerde bu araçların kullanım alanı gün geçtikçe artmaktadır. Zira dünyada Müslüman kesim haricinde de ahlaki düzlemi gözeterek finansal işlem gerçekleştirmeyi talep eden insanlar mevcuttur.

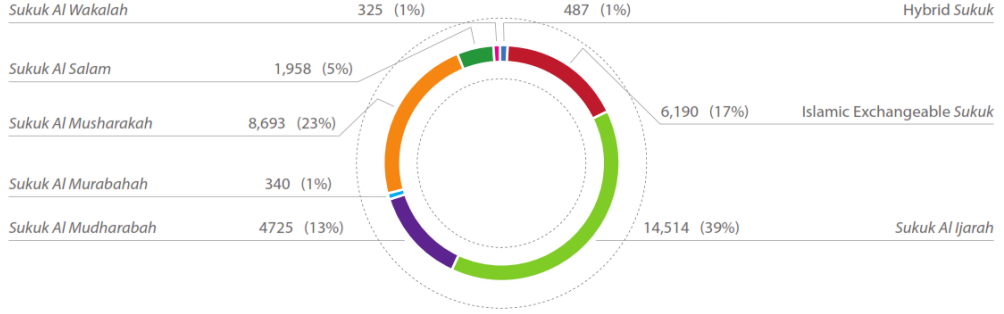
Sektörün günümüzdeki eksikliği ise, Müslüman yoğun ülkelerde bu araçlara yönelik gerçekleşen taleptir. Müslüman yoğun ülkelerde mevcut nüfus ile bu araçların kullanım hacmi karşılaştırıldığında, halen daha nüfusun büyük bir kısmının bu araçlardan ziyade konvansiyonel imkanları tercih ettiği görülmektedir. Yine Müslüman yoğun ülkelerde bankacılık sistemine yönelik katılımın da oldukça düşük olduğu bulgulanmıştır.

Eğer sektörün öncü kurum ve kuruluşları mevcut hacmin daha da büyümesi ve araçların yaygınlaşmasına yönelik bir çaba sarf edilecekse; bu ancak ülkelerde mevcut olan finansal araçların yasal mevzuatlarının kurularak güçlendirilmesi, vergi açısından cazip hale getirilmesi, araçların çeşitlendirilmesi ve en önemlisi de araçların kullanıcılara doğru bir şekilde tanıtılması elzemdir.

## EKLER

**Ek 1. Uluslararası Sukuk İhraçlarının Türlerine Göre Dönemsel Dağılımı (milyon dolar)**

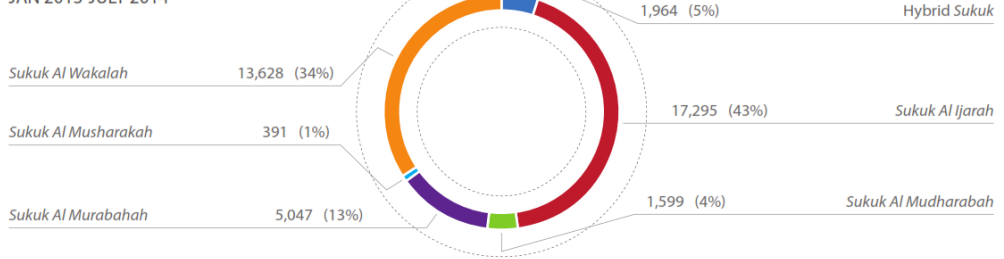
### INTERNATIONAL SUKUK ISSUANCES 2001-2008



### INTERNATIONAL SUKUK ISSUANCES 2009-2012

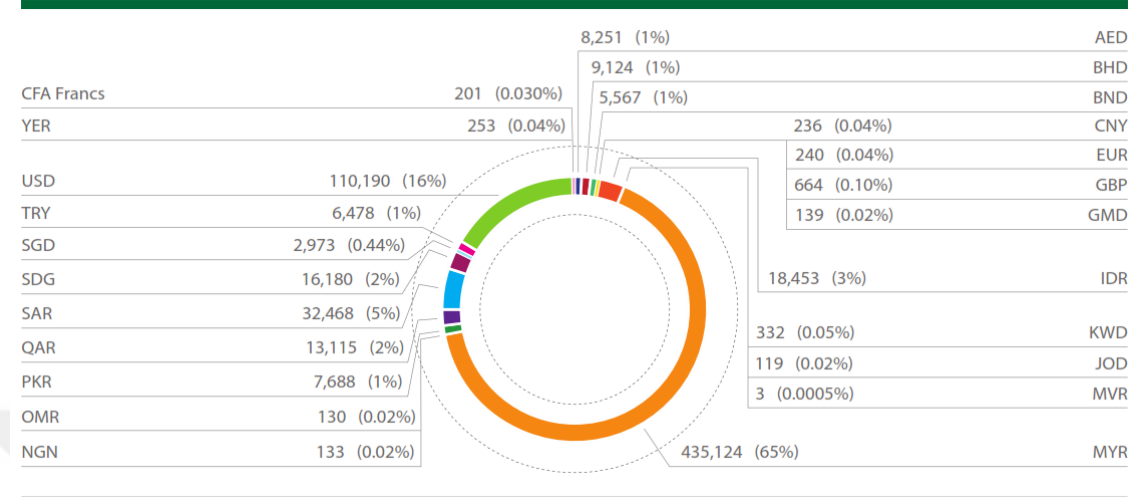


### INTERNATIONAL SUKUK ISSUANCES JAN 2013-JULY 2014



**Kaynak:** (IIFM, 2014, s. 21).

**Ek 2. Küresel Sukuk İhracında Döviz Dağılımı (Haziran 2001-Temmuz 2014, milyon dolar)**



**Kaynak:** (IIFM, 2014, s. 23).

**Ek 3. Kısa Vadeli Sukuk İhracının Küresel Toplamı (Haziran 2001-Temmuz 2014, vadesi 12 ay yahut daha az olan ihraçlar)**

<b>İhraç Eden Ülke</b>	<b>İhraç Sayısı</b>	<b>Değeri (milyon \$)</b>	<b>Toplam Değerinin Yüzdesi</b>
<b>Malezya</b>	2,100	247,832	87%
<b>Sudan</b>	13	13,186	5%
<b>Bahreyn</b>	254	9,195	3%
<b>Brunei</b>	104	5,467	2%
<b>Endonezya</b>	37	2,380	1%
<b>Umman</b>	1	130	0.05%
<b>Suudi Arabistan</b>	4	759	0.27%
<b>Gambiya</b>	221	139	0.05%
<b>Pakistan</b>	8	141	0.05%
<b>Singapur</b>	3	221	0.08%
<b>Türkiye</b>	12	1,019	0.36%
<b>Yemen</b>	1	234	0.08%
<b>IILM</b>	7	4,540	1.59%
<b>Toplam</b>	<b>2,765</b>	<b>285,243</b>	<b>100%</b>

**Kaynak:** (IIFM, 2014, s. 30)

## Ek 4. Küresel Sukuk Tecrübesi



**Kaynak:** (Global Sukuk Experience, t.y.)

## KAYNAKÇA

- Ahmed, A. (2010). Global fancial crisis: An islamic finance perspective. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 3(4), 306-320.
- Altan, M. (2014). *İslami finansın Türkiye'deki gelişimi, mevcut sorunlar ve çözüm önerileri*. Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Asutay, M., Aysan, A. F., & Karahan, C. C. (2013). Reflecting on the trajectory of islamic finance: from Mit Ghamr to the globalisation of islamic finance. *Afro Euroasian Studies*, 2(1-2), 5-14.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2010). *Sorularla basel III*. Ankara: BDDK.
- Çanakçı, M. (2014, Ağustos). Çok kutuplu dünyada İslami finans piyasalarının gelişimi ve sukuk ihraçları. *Türkiye İslam İktisadi Dergisi*, 1(2), 43-58.
- Çikot, Ö. (2012, Mart). Borçlanma araçları. *Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi*, 115, 7-17.
- Demir, F., Karabıyık, A., Ermişoğlu, E. ve Küçük, A. (2008). *ABD mortgage krizi*. Ankara: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu.
- Dönmez, P. A. (2009). Küresel kriz ve ülkeler tarafından alınan önlemler kronolojisi. *Bankacılar Dergisi* (68), 85-101.
- Eğilmez, M. (2009). *Küresel finans krizi* (4. Baskı). İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Emiroğlu, K., Danişoğlu, B. ve Berberoğlu, B. (2006). *Ekonomi sözlüğü*. Ankara: Bilim ve Sanat Yayınları.
- Erdal, A. (2011). *2008 küresel krizi ve Türkiye ekonomisine etkileri*. Ankara: Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ERNST&YOUNG. (2014). *Dünya İslami bankacılık rekabet raporu (2013-2014)*. EY.
- Göçer, İ. (2012). 2008 küresel ekonomik krizin nedenleri ve seçilmiş ülke ekonomilerine etkileri: Ekonometrik bir analiz. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi* (17), 18-37.
- Gündüz, H. İ. (2014). *Panel veri modellerinde parametre homojenlik testlerinin performanslarının karşılaştırılması ve risk ile getiri oranı arasındaki ilişkinin analizi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonometri Anabilim Dalı.
- Şak, N. (2015). *Panel birim kök testleri*. S.Gürüş, (Ed.), Stata ile panel veri modelleri içinde (203-267). İstanbul: Der Yayınları.
- International Islamic Financial Market. (2014). *A comprehensive study of the global sukuk market: Sukuk report* (4th Edition). Manama: IIFM.
- İktisadi Kalkınma Vakfı. (2013). *Kriz Sözlüğü*. İstanbul: İKV



- Kindleberger, C. P. (2008). *Cinnet, panik ve çöküş mali krizler tarihi* (2. Baskı). (H. Tunalı, Çev.). İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Kuveyt Türk. (2015). *Kuveyt Türk Annual Report 2014*. İstanbul: Kuveyt Türk.
- Okumuş, S. (2010). *Global kriz ve Türkiye ekonomisi*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Öztürk, İ. (Ed.). (2009). *Türkiye ekonomisi yine kriz yeni dersler*. İstanbul: Müsiad.
- Öztürk, İ. ve Tuzcu, B. (2012). *Küresel Kriz ve İstihdam*. İstanbul: Müsiad Araştırma Raporları.
- Schumpeter, J. A. (1966). *Kapitalizm, sosyalizm ve demokrasi* (Cilt 1). (T. Akoğlu, Çev.). İstanbul: Varlık Yayınları.
- Sevinç, E. (2013). Sukuklardan oluşan eşit ağırlıklandırılmış portföy ile Türkiye'de ihraç edilmiş eurobondlardan oluşan eşit ağırlıklandırılmış portföyün riske maruz değerinin karşılaştırılması. *Bankacılar Dergisi*, 1(86), 78-100.
- Stiglitz, J. E. (2002). *Küreselleşme büyük hayal kırıklığı*. (A. Taşçıoğlu - D. Vural, Çev.). İstanbul: Plan B Yayıncılık.
- The Banker. (2012). *Top islamic financial institutions*. London: The Banker.
- The Banker. (2013). *Top islamic financial institutions*. London: The Banker.
- The Banker. (2014). *Top islamic financial institutions*. London: The Banker.
- The Banker. (2015). *Top islamic financial institutions*. London: The Banker.
- The Economist. (2013a). *Special report world economy*. London: The Economist.
- Tok, A. (2009). *İslami finans sistemi çerçevesinde sukuk (İslami tahvil) uygulamaları, katılım bankaları ve Türkiye açısından değerlendirmeler*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi.
- Türker, H. (2010). *İslami Finans Sisteminde Finansal Aracılık*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Türkiye Katılım Bankaları Birliği. (2014). *Katılım bankaları 2014 raporu*. İstanbul: TKBB.
- Yakar, S., Kandır, S. Y. ve Önal, Y. B. (2013). Yeni bir finansman aracı olarak sukuk-kira sertifikası ve vergisel boyutunun incelenmesi. *Bankacılar Dergisi* (84), 72-94.
- Yıldırım, C. (2011). Birinci ve ikinci nesil Washington Uzlaşması: Neoliberal iktisat politikalarının 1980'den sonraki evrimi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7(2), 1-23.
- Yılmaz, E. (2014). Yeni bir finansal araç olarak sukuk: Çeşitleri, Türkiye uygulaması ve vergilendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 81-100.

### **İnternet Kaynakları**

AAOIF. 17 Mayıs 2016, <http://aaoifi.com/our-history/?lang=en>

- Borsa İstanbul'da gong, İslam Kalkınma Bankası'nın 6,05 milyar dolarlık sukuku için çaldı.* (28 Kasım 2014). 9 Şubat 2016,  
<http://www.borsaistanbul.com/duyurular/2014/11/28/borsa-istanbul-da-gong-islam-kalkinma-bankasinin-6-050-milyar-dolarlik-sukuku-icin-caldi>
- Eğilmez, M. (28 Eylül 2010). *Krizlerin nedenleri*. 17 Mayıs 2016,  
<http://www.radikal.com.tr/yazarlar/mahfi-egilmez/krizlerin-nedenleri-1021129/>
- Eğilmez, M. (21 Nisan 2013). *Küresel krizin neresindeyiz*. 17 Mayıs 2016,  
<http://www.mahfiegilmez.com/2013/04/kuresel-krizin-neresindeyiz.html>
- Global sukuk experience.* (t.y.). 30 Ocak 2016,  
<http://www.allenoverly.com/expertise/practices/islamic-finance/Pages/default.aspx>
- IFSB.* (t.y.). 17 Mayıs 2016, <http://www.ifsb.org/background.php>
- IIFM.* (t.y.). 17 Mayıs 2016, [http://www.iifm.net/about\\_iifm/corporate-profile](http://www.iifm.net/about_iifm/corporate-profile)
- IIRA.* (t.y.). 17 Mayıs 2016, <http://iirating.com/>
- Kuveyt Türk'ten Türkiye'nin ilk sukuk işlemi.* (23 Ağustos 2010). 9 Şubat 2016,  
<http://www.kuveytturk.com.tr/haberler4.aspx>
- Saruhan, E. (4 Ocak 2016). *Kapitalizmin alternatifi adalet ve kanaattir*. 25 Mayıs 2016,  
<http://www.gercek hayat.com.tr/roportaj/kapitalizmin-alternatifi-adalet-ve-kanaattir/>
- S&P'den İslami bankacılık basel 3 kriterleri açıklaması.* (18 Ağustos 2014). 9 Şubat 2016, <http://katilimdunyasi.com/2014/08/18/spden-islami-bankacilik-basel-3-kriterleri-aciklamasi/>
- Sikimic, S. (8 Nisan 2014). *What is the GCC?*. 17 Mayıs 2016,  
<http://www.middleeasteye.net/news/profile-what-gcc-18030284>
- The Economist.* (28 Haziran 2012). 17 Mayıs 2016,  
<http://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2012/06/daily-chart-19>
- The Economist.* (7 Kasım 2013b). 17 Mayıs 2016,  
<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21591191-many-investments-are-becoming-expensive-there-little-sign-mania>
- The Rise and (Eventual) Fall in the Fed's balance sheet.* (Ocak 2014). 17 Mayıs 2016,  
<https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/january-2014/the-rise-and-eventual-fall-in-the-feds-balance-sheet>
- Ülker, K. (30 Nisan 2014). *Türkiye QISMUT'la İslami sermayeyi yönlendirecek*. 30 Ocak 2016, <http://www.sabah.com.tr/ekonomi/2014/04/30/turkiye-qismutla-islami-sermayeyi-yonlendirecek>