

Using Islamic Finance for Infrastructure Projects in Turkey: A Study of the Potentials, Challenges and Current Situation

Fikri Kaplan¹

Abstract

Purpose: This study aims to explore the potentials, challenges and current situation of using Islamic finance for infrastructure projects in Turkey.

Method: The study utilizes a combination of literature review and analysis of official data to provide an overview of the Islamic finance industry in Turkey.

Findings: The study finds that while the Islamic finance industry in Turkey is still in its initial stages of development, it has been growing rapidly in recent years. The study also finds that the main drivers of the development of the Islamic finance industry in Turkey are the high demand for sharia-compliant financial products and the government's efforts to promote the industry. The main challenges facing the industry are the lack of awareness and understanding of Islamic finance among the public and the lack of a comprehensive legal framework.

Discussion: The study concludes that Islamic finance can provide an alternative source of funding for infrastructure projects in Turkey.

INTRODUCTION

Islamic finance, also known as sharia-compliant finance, is a system of finance that is based on the principles of Islamic law. It has been gaining popularity as an alternative source of funding for various projects, including infrastructure projects. Infrastructure projects, such as the construction of highways, power plants, and public transportation systems, are crucial for the growth and development of any economy. These projects are typically financed through a combination of public and private funding, with long-

1 Assistant Professor Dr, University of Turkish Aeronautical Association, Ankara, Türkiye, fkaplan@thk.edu.tr, ORCID: 0000-0002-4284-3466

term debt and equity financing being the most common sources of funding. However, conventional sources of financing may not always be available or suitable for certain infrastructure projects, particularly those that are considered high-risk or have long-term repayment obligations.

In Turkey, there has been a growing interest in using Islamic finance as a source of funding for infrastructure projects. The Turkish government has been working to create a supportive environment for Islamic finance by issuing regulations to allow the issuance of sukuk, which are sharia-compliant bonds, on the Turkish debt market (Pirgaip et.al., 2021). This has helped to increase the availability of funding for infrastructure projects and other initiatives. Islamic finance instruments, such as sukuk and ijara, have the potential to provide a stable source of long-term funding for infrastructure projects, while also aligning the interests of investors with the performance of the project.

However, while the use of Islamic finance for infrastructure projects in Turkey holds enormous potential, there are also challenges that must be addressed. The legal and regulatory framework for Islamic finance in Turkey is still evolving, and there is a lack of standardization and consistency in the framework. Additionally, there is a lack of understanding and knowledge about Islamic finance among professionals and regulators, which has hindered the growth of the industry. Furthermore, access to long-term funding remains a challenge for the Islamic finance industry in Turkey (Serçek ve Yıldız, 2022).

This research will examine the feasibility of using Islamic finance to finance infrastructure projects in Turkey. It will explore the current landscape and potential challenges facing the implementation of Islamic finance in this context. It will also discuss the importance of legal framework, awareness and understanding of Islamic finance, and long-term funding sources for the successful implementation of Islamic finance for infrastructure projects in Turkey. The research will also review the current state of the Islamic finance industry in Turkey, including the market size and growth, as well as the types of sharia-compliant financial instruments currently available. The research will also analyze the role of private sector, government and academia in the development of the Islamic finance industry in Turkey.

Furthermore, the research will examine the specific challenges and limitations of using Islamic finance for infrastructure projects in Turkey and will offer recommendations for addressing these challenges. This will include an analysis of the legal and regulatory environment, as well as the need for increased awareness and understanding of Islamic finance among

professionals and regulators. Additionally, the research will examine the need for long-term funding sources for infrastructure projects and how Islamic finance can help to provide these sources.

Overall, the research will provide a comprehensive analysis of the potential of using Islamic finance for infrastructure projects in Turkey and the challenges that must be overcome for the successful implementation of Islamic finance in this context. It will demonstrate the potential benefits of Islamic finance for infrastructure projects in Turkey, while also highlighting the need for continued development and improvement of the legal and regulatory framework, as well as increased awareness and understanding of Islamic finance among professionals and regulators.

1. Principles of Islamic Finance

Islamic finance is a system of financial intermediation that is based on the principles of sharia, or Islamic law. It is a rapidly growing sector that is becoming increasingly important in the global financial landscape. The main principles of Islamic finance include the prohibition of interest (*riba*), the sharing of risk, and the promotion of social justice. These principles are derived from the Quran and the Hadith, which are the primary sources of Islamic law (Iqbal and Mirakhor, 2011).

One of the key features of Islamic finance is the prohibition of *riba*, or interest. In conventional finance, interest is charged on loans as a means of compensating the lender for the risk of lending money. In Islamic finance, however, this is a form of exploitation and is therefore prohibited. Instead, Islamic finance promotes the concept of profit and loss sharing (PLS), in which the lender and the borrower share the risks and rewards of a venture (Iqbal and Mirakhor, 2011).

Another important principle of Islamic finance is the promotion of social justice. This is achieved using *zakat*, or charitable giving, and the prohibition of speculative investments. *Zakat* is a form of almsgiving that is mandatory for Muslims and is used to provide for the needs of the poor and the needy. The prohibition of speculative investments is intended to promote responsible investing and to ensure that the financial system is used for the benefit of society (Franzoni and Ait Allali, 2018).

Islamic finance is also notable for its emphasis on asset-based transactions, such as *murabaha*, *ijara*, and *mudaraba* (Nashit, 2021). In these transactions, the bank acts as an intermediary, purchasing an asset and then reselling it to the customer at a mark-up (Boutheina, 2019). The customer then pays for

the asset in instalments. This is different from the interest-based transactions of conventional finance (Muzakir, 2020).

Islamic finance is a unique system of financial intermediation that is based on the principles of sharia. It promotes the concepts of risk-sharing, social justice and prohibits interest (riba). It also emphasizes on asset-based transactions rather than interest-based transactions. As the global financial landscape continues to evolve, Islamic finance is expected to play an increasingly key role in meeting the financial needs of Muslims and non-Muslims alike Abdullah, D. V., & Chee, K. (2010).

2. Project Finance

Infrastructure project finance is a method of financing large-scale infrastructure projects such as highways, airports, and power plants. This type of financing is critical for the development of infrastructure and is an important source of long-term funding for governments and private sector companies (Yescombe, 2002). One of the main benefits of infrastructure project finance is that it allows for the separation of the ownership and operation of an infrastructure asset from the financing of the project. This is known as the “project finance” structure, which helps to mitigate the risks associated with large-scale infrastructure projects, as the investors are only exposed to the risks associated with the financing of the project and not the risks associated with the operation of the asset (Esty, 2014). This structure also enables the government to keep its debt off balance sheet, which helps to maintain a sound fiscal position.

Another benefit of infrastructure project finance is that it allows for the participation of a wide range of investors, including commercial banks, institutional investors, and development finance institutions (DFIs). This diversification of funding sources helps to reduce the risk of default and provides a stable source of long-term funding for the project. Furthermore, by attracting private sector participation, it helps to improve the efficiency of project delivery and operation (Kayser, 2013).

However, infrastructure project finance also has its challenges. One of the main challenges is the excessive costs associated with these projects (Yescombe, 2013). The cost of developing and constructing large-scale infrastructure projects can be significant, and this can make it difficult for governments and private sector companies to raise the necessary capital. This can be mitigated using public-private partnerships (PPPs) where private sector companies can share the costs and risks associated with the project with the government (Delmon, 2021). PPPs are a well-

established and effective way to deliver infrastructure projects and can provide benefits such as improved project delivery and risk transfer to the private sector.

Another challenge is the lack of transparency and accountability in the infrastructure project finance process. This can lead to issues such as cost overruns, delays in project completion, and a lack of accountability for the performance of the project. To mitigate this, it is important to have a robust project management and monitoring system in place to ensure that the project is completed on time and within budget. Furthermore, by implementing a proper regulatory framework and independent monitoring, it ensures that the project is aligned with the public interest and the transparency and accountability are enhanced (Delmon, 2021).

Infrastructure project finance is a critical source of funding for the development of infrastructure. It allows for the separation of ownership and operation of an infrastructure asset from the financing of the project and enables a wide range of investors to participate. It also allows the government to keep its debt off balance sheet and attract private sector participation which can improve efficiency. However, infrastructure project finance also has its challenges, including excessive costs, lack of transparency and accountability, and risks associated with project delivery and operation. By utilizing PPPs, implementing robust project management and monitoring systems, and a proper regulatory framework, these challenges can be mitigated, and infrastructure project finance can continue to play a vital role in the development of infrastructure.

3. Islamic Project Finance

Islamic finance can play a significant role in the financing of infrastructure projects. One of its key features, the concept of profit and loss sharing (PLS), aligns well with the risks and rewards associated with infrastructure projects. This can attract Islamic investors who are looking for sharia-compliant investment opportunities and can provide an alternative source of funding for infrastructure projects (Usmani, 2021)

One of the ways in which Islamic finance can be used to finance infrastructure projects is using sukuk (Islamic bonds). Sukuk are sharia-compliant financial instruments that are like conventional bonds, but instead of paying interest, sukuk holders share in the profits of the underlying assets (AbdulKareem and Mahmud, 2019). This makes them an attractive option for infrastructure project finance as they align the interests of investors with the performance of the project. Additionally, the sukuk market has been

growing at a steady pace, and it is now a significant source of funding for infrastructure projects in the Gulf Cooperation Council (GCC) countries (Taoual, 2016).

Sukuk can be used in project finance is through a structure called “asset-backed sukuk”. In this structure, the sukuk issuer creates a special purpose vehicle (SPV) that acquires the assets of the project, such as infrastructure assets like highways, power plants, and real estate developments. The SPV then issues sukuk, backed by the assets, to investors. The proceeds from the sukuk issuance are then used to finance the construction or development of the project. The sukuk holders receive returns based on the performance of the underlying assets, and the issuer repays the sukuk at maturity. This structure allows for the separation of ownership of the assets from the financing, enabling the project developer to raise capital without giving up ownership of the assets (Hidayat, 2013).

Sukuk also can be used in project finance is through a structure called “project sukuk”. In this structure, the sukuk issuer creates an SPV specifically for the project, and the sukuk are issued to finance the project directly. In this case, the sukuk holders have direct exposure to the performance of the project and the underlying assets (Klein and Weill, 2016).

Another way in which Islamic finance can be used to finance infrastructure projects is using ijara (Islamic leasing). It is a sharia-compliant leasing structure that allows an investor to purchase an asset and then lease it to the customer, who then pays for the asset in instalments. The structure of ijara is similar to that of a conventional lease, but it is compliant with Islamic law and avoids the payment of interest.

Ijara can be used in project finance is through a structure called “ijara-wa-iqtina”. In this structure, the investor purchases the assets of the project, such as infrastructure assets like highways, power plants, and real estate developments, and then leases them to the customer for a fixed period of time. The customer then pays a rental fee for the use of the assets, and at the end of the lease period, the customer has the option to purchase the assets at a pre-agreed price. This structure allows for the financing of the assets without the payment of interest, and the customer has the option to purchase the assets later (Biancone and Radwan, 2018).

Ijara is a sharia-compliant leasing structure that can be used to finance infrastructure projects. The structure of ijara is similar to that of a conventional lease, but it is compliant with Islamic law and avoids the payment of interest. The ijara-wa-iqtina and ijara-based project financing are the two common

ways ijara can be used in project finance. It allows for the financing of the assets without the payment of interest and gives the customer the option to purchase the assets at a later date (Dieng, 2019).

There are also Islamic finance products such as musharaka (joint venture) and mudaraba (trust financing) that can be used to finance infrastructure projects. These products align the interests of investors with the performance of the project and can provide an alternative source of funding for infrastructure projects.

In essence, Islamic finance can play a significant role in the financing of infrastructure projects. Its key features, such as profit and loss sharing, align well with the risks and rewards associated with infrastructure projects and can provide an alternative source of funding. However, it is important to have a robust regulatory framework and independent oversight in place to ensure that sharia-compliant financial products are transparent, fair and equitable to all parties involved. Furthermore, standardization and deep and liquid secondary market for sharia-compliant financial products are crucial to enhance liquidity and to ease the process of exit for investors.

4. Challenges and Limitations

The use of Islamic finance for infrastructure projects is an increasingly popular alternative to conventional financing methods. However, there are several limitations and challenges that must be addressed for it to become a more effective tool.

One of the main limitations is the lack of standardization in sharia-compliant financial products. This can make it difficult for investors to compare and evaluate different investment opportunities and can also lead to a lack of liquidity in the market for sharia-compliant financial products. This can make it difficult for investors to exit their investments and can limit the amount of capital that is available for infrastructure projects. Furthermore, lack of standardization can also lead to confusion among investors and regulators and create obstacles for market integration and cross-border transactions (Sadikot, 2012).

Another limitation is the lack of understanding and knowledge about Islamic finance among infrastructure project developers and investors (Mohammed, 2020). This can make it difficult for them to access Islamic finance and can also limit the amount of capital that is available for infrastructure projects. This lack of understanding also applies to the lack of specialized skills among professionals and legal practitioners, which can make it difficult to design and structure Islamic finance transactions that are

compliant with sharia principles (Hassan, 2020). This can be mitigated by providing education and training about Islamic finance to project developers and investors, as well as to legal and financial professionals (Kammer et al., 2015).

A third limitation is the lack of a robust regulatory framework for Islamic finance. This can make it difficult for Islamic financial institutions to operate and can also limit the amount of capital that is available for infrastructure projects. To mitigate this, it is important to have a robust regulatory framework in place that ensures that Islamic financial institutions are transparent, fair, and equitable to all parties involved. Furthermore, the lack of consistency and harmonization among regulations in different jurisdictions can create difficulties for cross-border transactions and market integration (Kammer et al., 2015).

In summary, Islamic finance can be an effective tool for financing infrastructure projects, but there are several limitations and challenges that must be addressed. These include the lack of standardization in sharia-compliant financial products, lack of understanding and knowledge about Islamic finance, lack of specialized skills among professionals, and lack of a robust and harmonized regulatory framework. By addressing these limitations, Islamic finance can become a more effective tool for financing infrastructure projects and can help to provide an alternative source of funding for these projects.

5. Islamic Finance in Turkey

Islamic finance, also known as sharia-compliant finance, has been gaining popularity in Turkey in recent years as an alternative source of funding for various projects. The use of Islamic finance in Turkey has been driven by several factors, including a growing demand for sharia-compliant financial products among investors and a desire to tap into new sources of funding. However, the development of the Islamic finance industry in Turkey has been hindered by several challenges, including a lack of clear and consistent legal framework, lack of understanding and knowledge about Islamic finance, and limited access to long-term funding (Özsoy et al., 2013)

In terms of the legal framework, Turkey has been working to create a supportive environment for Islamic finance. In 2010, the Capital Markets Board of Turkey (CMB) issued regulations allowing the issuance of sukuk, which are sharia-compliant bonds, on the Turkish debt market (Alpaslan ve Kudun, 2016). This has helped to increase the availability of funding for infrastructure projects and other initiatives.

Despite these efforts, there are still challenges facing the development of the Islamic finance industry in Turkey. One major obstacle is the lack of standardization and consistency in the legal and regulatory framework for Islamic finance (Ayriçay et.al., 2013). This has made it difficult for Islamic financial institutions to operate effectively and has limited the ability of investors and project developers to access sharia-compliant financing. Additionally, there is a lack of understanding and knowledge about Islamic finance among professionals and regulators, which has hindered the growth of the industry.

The current landscape of Islamic finance in Turkey is also limited by limited access to long-term funding. Most Islamic finance products in Turkey are short-term in nature, which makes it difficult to finance long-term infrastructure projects. As a result, there is a need to develop long-term funding sources, such as sukuk and ijara, which can provide a stable source of funding for infrastructure projects.

The Islamic finance industry in Turkey is still in its early stages of development, but it has been growing rapidly in recent years. There are now 6 Islamic banks operating in Turkey as of 2022 (Canbaz, 2022). From 2005 to 2021, a continuous absolute growth is observed in the total assets of participation banking. As of June 2021, participation banking sector has an active share of 7.5%. Funds collected in participation banks reached 373.4 billion TL (20 Billion USD) as of June 2021 (Canbaz, 2022).

Turkey has a strong potential to become a hub for Islamic finance in Europe. Turkey has a well-educated workforce and a large Muslim population, which makes it well-suited to become a center for Islamic finance. Turkish government has been actively promoting the development of the Islamic finance industry in Turkey through various initiatives such as the Capital Markets Board's issuance of sukuk regulations and guidelines for Islamic finance institutions. In this context, making sukuk export for the first time by the state in 2012 can be seen as an important step. In addition, since 2014, Islamic finance has been identified as a strategic sector in Turkey (Özdemir and Aslan, 2017).

6. Risk Sharing

One of Islamic Finance's key features is the principle of risk sharing, which is a central tenet of its philosophy and operation. The financing of infrastructure projects is a complex issue that requires the effective management of risks and the alignment of interests among all parties involved. In conventional finance, the financing of infrastructure projects

is typically structured as a debt-based arrangement, where the financial institution provides funds to the project sponsor in return for periodic interest payments. This model leaves the project sponsor with a significant financial burden and assumes that the project sponsor is solely responsible for managing all the risks associated with the project. In contrast, the principle of risk sharing in Islamic finance provides a different approach to financing infrastructure projects that promotes fairness, equality, and mutual benefit (Hussain et.al., 2016).

One of the key financing mechanisms in Islamic finance that embodies the principle of risk sharing is Profit and Loss Sharing (PLS) financing. PLS financing involves the financial institution and project sponsor sharing the profits and losses of a project. This arrangement aligns the interests of both parties and encourages them to work together towards the success of the project. In PLS financing, the financial institution is not just a provider of funds, but is also a partner in the project, which helps to ensure that the financial institution is invested in the success of the venture and that the project sponsor is not subjected to excessive risks (Desai, 2016).

Another important instrument for risk sharing in Islamic finance is Takaful, an Islamic insurance system. Takaful is based on the principle of cooperation and solidarity, and involves participants contributing funds to a common pool, which is then managed by a Takaful operator. The pool of funds is used to provide insurance coverage to participants in case of a loss. The Takaful operator acts as a custodian of the funds, and the principle of risk sharing is reflected in the fact that all participants share the risks and costs of the insurance coverage (Husin, 2019).

The use of PLS financing and Takaful in infrastructure projects helps to mitigate the risks associated with these ventures and promotes sustainable economic growth. By sharing the risks and benefits of the project, all parties involved are incentivized to work towards its success, which can lead to improved project outcomes and long-term benefits for the economy and society. The principle of risk sharing in Islamic finance can also help to reduce the financial burden on the project sponsor and promote the responsible management of risks. In Islamic Finance risk management for infrastructure projects, project company transfers its construction risk to financier because government make contract with financier. Also, government transfers its financial risks to financier because government will not be responsible for payments to project company. Although it seems Islamic financier takes all the risks into itself, it creates a pool with its lenders to gain profits from completed project.

Risk sharing model of Islamic financing for infrastructure projects are visualized at below diagram.

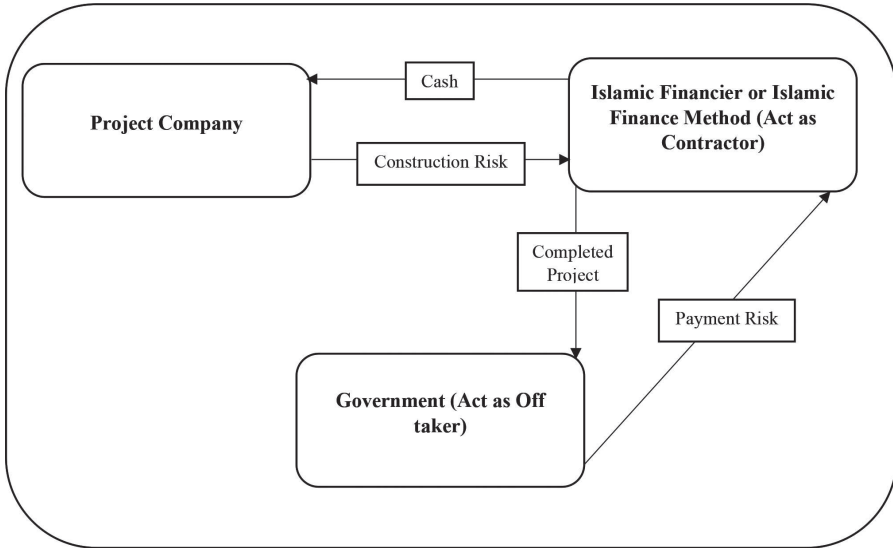


Figure 1: Risk Sharing Model

CONCLUSION

The Islamic finance industry in Turkey is still in its initial stages of development, but it has been growing rapidly in recent years. Economic administration has been taking significant steps to support the development of the industry, and there is growing demand for sharia-compliant financial products in the country. However, the industry still faces challenges such as lack of awareness and understanding among the public and lack of a comprehensive legal framework.

In conclusion, Islamic finance has the potential to be a significant source of funding for infrastructure projects and other initiatives in Turkey. However, the development of the Islamic finance industry in Turkey has been hindered by several challenges, including a lack of clear and consistent legal framework, lack of understanding and knowledge about Islamic finance, and limited access to long-term funding. To address these challenges, it is important for the government and regulatory bodies to create a more consistent and supportive legal framework for Islamic finance, and to increase efforts to educate and raise awareness about Islamic finance among professionals and the public. Additionally, it is crucial to develop long-term funding sources such as sukuk and ijara to provide stability and attract

more investors to the market. Furthermore, private sector players such as banks and financial institutions can play a vital role in the development of the Islamic finance industry in Turkey by investing in and developing new Islamic finance products and services, and by helping to increase access to long-term funding for infrastructure projects. Collaboration between government, private sector, and academia can also help to ensure that the industry is well-informed by research and knowledge, and that the legal and regulatory framework is adapted accordingly.

In summary, while the Islamic finance industry in Turkey is still in its nascent stage, it has the potential to be a significant source of funding for infrastructure projects and other initiatives. However, this potential can only be fully realized if the challenges facing the industry are addressed. By creating a more supportive legal and regulatory environment, increasing awareness and understanding of Islamic finance, and providing long-term funding sources, the Islamic finance industry in Turkey can be developed to meet the needs of investors, project developers, and the wider economy.

REFERENCES

- AbdulKareem, I. A., & Mahmud, M. S. B. (2019). Infrastructure project financing through sukuk as an alternative to conventional bond financing. *Journal of management and operation research*, 1(19), 1-11.
- Abdullah, D. V., & Chee, K. (2010). *Islamic finance: Understanding its principles and practices*. Marshall Cavendish International Asia Pte Ltd.
- Alpaslan, H. İ., & KUDUN, C. (2016). Türkiye’de Sukuk uygulamaları ve vergisel boyutu. *Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi*, 6(2/1), 319-337.
- Ayrıçay, Y. Ada Ş., Kaya, A., (2013). Katılım bankacılığının gelişiminin önündeki engeller: bir alan araştırması. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(1), 119-137.
- Biancone, P. P., & Radwan, M. (2018). Sharia-Compliant financing for public utility infrastructure. *Utilities Policy*, 52, 88-94.
- Canbaz, M. F. (2002). Türkiye’de İslami Bankacılığın Düünden Bugüne Gelişimi. *Uluslararası Bankacılık Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 5(1), 28-60.
- Delmon, J. (2021). *Private sector investment in infrastructure: Project finance, PPP projects and PPP frameworks*. Kluwer Law International BV.
- Desai, M. I. E. (2016). Islamic Finance—Opportunities and Challenges. *Journal of Islamic Banking and Finance*, 33(1), 86-90.
- Dieng, M. M. (2019). The applicability of ijarah al-mawsufah fi al-dhimmah in Malaysia. *International Journal of Management and Applied Research*, 6(4), 196-207.
- Esty, B. (2014). An overview of project finance and infrastructure finance-2014 update. HBS Case, (214083).
- Franzoni, S., & Ait Allali, A. (2018). Principles of Islamic finance and principles of corporate social responsibility: what convergence?. *Sustainability*, 10(3), 637.
- Hidayat, S. E. (2013). A comparative analysis between asset based and asset backed sukuk: which one is more shariah compliant. *International SAMANM Journal of Finance and Accounting*, 1(2), 24-31.
- Hussain, M., Shahmoradi, A., & Türk, R. (2016). An overview of Islamic finance. *Journal of International Commerce, Economics and Policy*, 7(01), 1650003.
- Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2011). *An introduction to Islamic finance: Theory and practice* (Vol. 687). John Wiley & Sons.
- Kammer, M. A., Norat, M. M., Pinon, M. M., Prasad, A., Towe, M. C. M., & Zeidane, M. Z. (2015). *Islamic finance: Opportunities, challenges, and policy options*.

- Kayser, D. (2013). Recent research in project finance—a commented bibliography. *Procedia Computer Science*, 17, 729-736.
- Klein, P. O., & Weill, L. (2016). Why do companies issue sukuk?. *Review of Financial Economics*, 31, 26-33.
- Özdemir, M., & Aslan, H. (2017). Türkiye’de İslami Finansın Dönüşümünün Ekonomi Politikası.
- Özsoy, İ., Görmez, B., & Mekik, S. (2013). Türkiye’de katılım bankalarının tercih edilme sebepleri: Ampirik bir tetkik. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 20(1), 187-206.
- Pirgaip, B., Arslan-Ayaydin, Ö., & Karan, M. B. (2021). Do Sukuk provide diversification benefits to conventional bond investors? Evidence from Turkey. *Global Finance Journal*, 50, 100533.
- Sadikot, R. (2012). Islamic project finance: Shari’a compliant financing of large scale infrastructure projects. *Al Nakhlah Online Journal on Southwest Asia and Islamic Civilization*, Spring, 1-9.
- Serçek, S., & Yıldız, Y. (2022). Türkiye’de İslami Bankacılığın Doğuşu ve Karşılaştığı Zorluklar. *Proceedings Book*, 39.
- Taoual, S. (2016). Sukuk: a potential for stability and development in the GCC.
- Usmani, M. M. T. (2021). *An introduction to Islamic finance*. Brill.
- Yescombe, E. R. (2002). *Principles of project finance*. Elsevier.

Sosyal Sermaye ve Finansal Dayanıklılık

Emrah Keleş¹

Özet

Sosyal sermaye, işbirliğine olanak sağlayan normlar ve çeşitli ağları ifade etmektedir. İşletmelerin paydaşları ile arasında kuracağı güven ve karşılıklı ilişki çerçevesinde yapacağı sosyal sorumlu faaliyetler çevreye ve toplumun yararına olduğu gibi, işletmeye de stratejik faydalar sağlayabilmektedir. Bunlar içerisinde sosyal sermayenin kriz dönemlerinde firmaların finansal dayanıklılığına katkı yapabildiği de hem teorik hem de ampirik olarak ortaya konmaktadır. Buna göre sosyal sermaye kriz ve belirsizlik dönemlerinde firmalar için koruyucu bir kalkan görevi üstlenerek finansal dayanıklılığa katkı sağlayabilmektedir. Bu bağlamda iki kavram arasında bir ilişki tespit edemeyen çalışmalar olmasına karşın araştırmaların büyük çoğunluğu sosyal sermayenin belirli koşullar altında finansal dayanıklılık üzerindeki etkilerini ortaya koymaktadır. Bu çalışma, sosyal sermaye kavramını irdelemekte ve finansal dayanıklılıktaki rolünü tartışmaktadır. Çalışma aynı zamanda yazındaki çelişkili sonuçları derinlemesine inceleyerek olası sebepleri tartışmakta ve gelecekteki çalışmaların mutabık bir zemine ulaşabilmesi için genel bir izlenim ve önermeler sunmaktadır.

1. Giriş

Sosyal sermaye kavramı özellikle Putnam, Leonardi ve Nanetti'nin (1993) "Making Democracy Work" isimli çalışmasında Kuzey ve Güney İtalya'daki ekonomi ve yönetim performansındaki farklılıkları açıklamak için kullanılması ile yazında ilgi görmeye başlamıştır (Knack & Keefer, 1997). Çok boyutlu ve karmaşık bir yapıya sahip sosyal sermayenin üzerinde anlaşılmış bir tanımı bulunmamakla birlikte, genel olarak işbirliği içinde yapılan faaliyetleri harekete geçiren normları ve sivil katılım ağlarını ifade etmektedir (Woolcock, 2001). Bu durumda sosyal sermayenin güçlü olmasının gönüllü faaliyetlerin daha kolay gerçekleşmesine zemin hazırladığı söylenebilir (Putnam vd.,

1 Marmara Üniversitesi İşletme Fakültesi, ORCID: 0000-0003-3840-277X, emrah.keles@marmara.edu.tr

1993). Kurumsal sosyal sorumluluk (KSS), gönüllü faaliyetleri kapsar ve sosyal sermayenin temelleri ile doğrudan ilişkili olması nedeniyle önemli bir sosyal sermaye göstergesidir.

Günümüzde firmalar faaliyetlerini topluma ve çevreye olan etkilerini düşünerek gerçekleştirme sorumluluğuna sahiptir. Firmaların hem doğrudan faaliyetlerinde sorumlu davranmaları, hem de faaliyet alanları dışında sosyal sorumluluk faaliyetleri yürütmeleri bu kapsamda yer almaktadır. Bir bütün olarak çevresel ve sosyal sürdürülebilirliğin gözetilmesi firmaların doğrudan veya dolaylı olarak finansal sürdürülebilirliklerine etki edebilmektedir (Flammer, 2013; Halling, Yu, & Zechner, 2020; Lins, Servaes, & Tamayo, 2017). Firmaların sosyal sorumluluk faaliyetlerine yer vermesi pek tabii beklenmekte olup, özellikle sürdürülebilirlik ilkelerinin iş yapma biçimlerine işlenmesi (D'amato, Henderson, & Florence, 2009), samimi ve ahlaki bir motivasyon ile sorumlu faaliyetlerin gerçekleştirilmesi, bunların anlamlı bir etkiyi beraberinde getirmesinin ön koşulu olarak değerlendirilebilir.

Yatırımcıların yeşil fon ve tahvillere yönelmesi, tüketicilerin daha çevreci ve duyarlı uygulamaları benimseyen markaların ürünlerini satın almak istemeleri, çalışanların sürdürülebilir şirketlerde çalışmayı tercih etmesi paydaşların sosyal sorumluluk beklentilerini göstermektedir. Paydaşların “bir işletme amacının gerçekleştirilmesini etkileyen yada bundan etkilenen grup yada bireyler” olduğu ve finansal refaha katkı sağladığı dikkate alındığında (Freeman, 1984) paydaş beklentilerinin merkeze konulması azami öneme sahiptir. Bu nedenle firmalar iyi bir kurumsal vatandaş olarak fayda sağlama yükümlülüğüne sahiptir ve bakış açılarını, kurallarını ve iş modellerini yeniden şekillendirme ihtiyacı giderek artmaktadır. Firmanın, müşterileri, yatırımcıları ve diğer tüm paydaşları ile olan ilişkilerinin kalitesi sosyal sorumlu faaliyetlerle artabileceği gibi, bu faaliyetler sürdürülebilir bir başarı için önemlidir. Bu sürdürülebilir başarı firmanın satışlarını artırma (Lins vd., 2017), tüketicilerinin marka bağlılığını güçlendirme (Albuquerque, Koskinen, & Zhang, 2018), çalışan verimliliğini artırma (Edmans, 2011) yada daha fazla yatırımcı çekme (Albuquerque, Koskinen, Yang, & Zhang, 2020), vb. aracılığıyla doğrudan veya dolaylı olarak finansal performansa katkı sağlanması ve firmaların zor durumlar ile karşı karşıya kaldığında koruyucu kalkan oluşturulması (Godfrey, Merrill, & Hansen, 2009) şeklinde karşımıza çıkabilir.

Bu yazın taraması ile öncelikle sosyal sermaye kavramı irdelenmektedir. Daha sonra kurumsal olarak sosyal sermayenin nasıl ölçüldüğü KSS ile çevresel, sosyal ve yönetim göstergeleri ortaya konarak açıklanmaktadır. Sonraki bölümde sosyal sermayenin finansal dayanıklılık ile ilişkisi yazındaki

farklı kriz dönemlerinde elde edilmiş bulgular ile ortaya konmaktadır. 3. ve son bölümde ise çalışma bulguları tartışılmakta ve sonraki çalışmalar için öneriler sunulmaktadır.

2. Literatür incelemesi

2.1. Sosyal sermayenin tanımı ve gelişimi

Sosyal sermaye özellikle sosyoloji, siyaset bilimi ve iktisatta önem kazanmış bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır (Guiso, Sapienza, & Zingales, 2004). Sosyal sermayenin genel bir tanımını yapmak zor olmakla birlikte yazında çeşitli tarifleri bulunmaktadır. Özellikle Putnam, Leonardi, & Nanetti (1993)'nin çalışması bu alandaki ilgiyi arttırmıştır. Putnam vd. (1993), Kuzey ve Güney İtalya'daki ekonomi ve yönetim performansındaki farklılıkları açıklamak için sosyal sermaye kavramını kullanmıştır². Buna göre sosyal sermaye, yokluğunda belirli çıktıların elde edilemeyeceği ve diğer sermaye çeşitleri gibi üretkenlik sağlayan bir sermayedir. Bu sermaye, güven, normlar ve ağlar gibi sosyal örgüt özelliklerini ifade etmekte olup, birbiriyle eşgüdümlü faaliyetlere olanak sağlayarak toplumun etkinliğini artırır (Putnam vd., 1993). İlişkilere vurgu yapan sosyal sermaye bu özelliği ile bireylere ve bireysel özelliklere odaklanan beşeri sermaye ile birbirini tamamlayıcı niteliktedir. Yani daha zeki, eğitilmiş yada sağlıklı bireyler ancak diğerleri ile etkileştiği (fikirlerini aktarıp, yayılmasına imkan verdiği) sürece fiziksel sermaye ve yenilikçi fikirleri kullanarak daha büyük çıktılar sağlar. Dolayısıyla yapılan işler ancak diğer paydaşlar (tedarikçiler, müşteriler yada iş arkadaşları) işbirliği içinde ve ortak amaçlar doğrultusunda belirli yetenek ve kaynaklarını birleştirebildiği sürece daha verimli olabilmektedir (Woolcock, 2001).

Sosyoloji ve yönetim yazınında sosyal sermayeye ağlar ve sosyal ilişkiler olarak bakılmakta iken, iktisat ve siyasi bilimlerde sosyal sermaye daha çok sivil katılım ile güven ve normlar olarak görülmektedir (Jha & Cox, 2015; Lins vd., 2017)³. Sosyal sermayenin sivil katılım boyutu toplumsal ve sosyal hayata bireylerin ve kurumların olumlu katkısını ifade etmektedir. Buna karşın, güven ve sosyal normlar ise bu iktisadi ajanların birbirlerine ve toplumun bir üyesi olarak davranışlarını şekillendiren etmenleri içerir (Lins vd., 2017). Guiso vd. (2004) sosyal sermayeyi karşılıklı güvenin ve

2 Putnam vd. (1993), İtalya'nın kuzeyindeki daha güvenilir ve daha vatandaşlık odaklı kuzey ve orta bölgelerde, bu özelliklerden yoksun güney bölgelerine göre kamu hizmetlerinin daha etkin verildiğini ortaya koymuştur.

3 Sosyal ağlar sosyal sermayenin kaynaklarını ifade ederken, güven ve işbirliği gibi boyutlar ise sosyal sermayenin sonuçları olarak değerlendirilir (Woolcock, 2001).

başkalarını düşünme eğiliminin seviyesi olarak tanımlamaktadır. Fukuyama (1997) ise sosyal sermayeden bir topluluk içerisinde üyelerinin arasında paylaşılan ve aralarında işbirliğine izin veren değer ve normlar setinin varlığı olarak bahsetmektedir. Ekonomistler arasında sosyal sermaye güven gibi bireysel davranışa dayalı yani mikro temelli olabildiği gibi, yasalar ve sözleşmelerin caydırıcılığı gibi makro boyutta kurumsal kalite göstergelerini de içerebilmektedir (Woolcock, 2001).

2.2. Sosyal sermaye ölçütleri

Sosyal sermaye çok boyutlu bir kavram olması nedeniyle ölçülmesi fiziksel ve beşeri sermayeye göre daha zordur (Guiso vd., 2004). Sosyal sermaye ile ilgili ilk ampirik çalışmalarda güveni ölçen anketler (Glaeser, Laibson, Scheinkman, & Soutter, 1999; Knack & Keefer, 1997) yada gözlemlenebilir davranışa dayanan sivil katılım ölçütleri — gazete okuma düzeyi, seçimlere katılım oranı, kar amacı gütmeyen kuruluşlara üyelik gibi— (Putnam vd., 1993) kullanılmıştır. Bununla birlikte son yıllarda sosyal sermaye göstergesi olarak KSS kullanılmaktadır (Godfrey vd., 2009; Lins vd., 2017). KSS, sivil katılım, ortak inanışlar ve firmanın paydaşları ile arasındaki işbirliği eğilimi gibi sosyal sermayenin bileşenlerini içermektedir (Lins vd., 2017). KSS uygulamaları ayrıca karmaşık ve çok katmanlı olup, paydaşlar ile işbirliğine dayanan faaliyetleri gerektirir (Wang, Gibson, & Zander, 2020). Dünya Bankası'nın KSS tanımı da hem sosyal sermayenin boyutlarını hem de bu katmanları ifade etmektedir. Buna göre KSS; “işletmenin sürdürülebilir ekonomik kalkınmaya katkıda bulunma taahhüdü olup, çalışanlar, aileleri, yerel halk ve genel olarak toplumla yaşam kalitesini hem işletme hem de kalkınma yararına olacak şekilde iyileştirmek için çalışır.” (World Bank, 2005)

KSS, finans yazınında çevresel, sosyal ve yönetim göstergeleri (kısaca ÇSY) ile de eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. ÇSY, geniş bir çerçeve terimi olmakla birlikte kurumsal düzeyde ve yatırımcı düzeyindeki kararlara çevre, sosyal ve yönetim boyutlarının dahil edilmesi anlamını taşımaktadır. Çevre (Ç) boyutu firmanın ekosisteme etkisini ölçmektedir. Çevre boyutunu, firmaların çevreye yaydığı emisyonlar, doğal kaynakların kullanımı veya çevreye duyarlı ürünlere yönelik yenilikler gibi alt boyutlar oluşturur. Sosyal (S) boyut firmanın paydaşları — müşteriler, çalışanlar ve toplumun geri kalanı — ile arasındaki ilişkileri içermektedir. Örneğin, çalışma ortamına yönelik iyileştirmeler, çalışan sağlığı, eğitimi gibi konular ile ürün kalitesi gibi müşteri memnuniyetine yönelik çabalar ve iyi bir kurumsal vatandaş olmaya yönelik adımlar bu boyutun gelişmesine katkı sağlar. Yönetişim; yönetimin, hissedarların çıkarları doğrultusunda harekete etmesini sağlayan kurumsal

yönetim mekanizmalarını anlatan genel bir kavramdır. KSS'nin Yönetişim (Y) boyutu ise daha dar bir kavram olup, özellikle azınlık grupların hem yönetim kademelerinde hem de iş süreçlerinde temsil edilmesine yönelik işletme faaliyetlerini ifade eder (Liang & Renneboog, 2020). Yönetişim bu nedenle finans yazınında sosyal sermayenin hem firma değeri hem de finansal dayanıklılıktaki rolünü inceleyen çalışmalarda kapsam dışında tutulmaktadır (Krüger, 2015; Lins vd., 2017).

Özellikle firma düzeyinde ÇSY ölçen ve bunları puanlayan derecelendirme kuruluşları bulunmaktadır. Bu ÇSY veri kaynakları finans alanında özellikle son yıllarda yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Bu veri tabanlarından en bilinenleri MSCI (eskiden KLD) ve Refinitiv (eskiden Thomson Reuters) ESG Ratings veri tabanlarıdır. Refinitiv ESG Ratings veri tabanı, dünya genelinde firmaların Ç, S, ve Y verilerini elde etmektedir. Bunun için firmaların yıllık kurumsal raporlarından, sürdürülebilirlik raporlarından ve haber kaynaklarından veriler toplanmakta ve yıllık olarak hem Ç, S, Y hem de bunların alt boyutları puanlanmaktadır (Albuquerque vd., 2020; Dyck, Lins, Roth, & Wagner, 2019). MSCI ESG Ratings veri tabanında ise yedi ana boyut bulunmaktadır: çevre, toplum, insan hakları, çeşitlilik, çalışan ilişkileri, ürün ve kurumsal yönetişim. Bu iki ana veri tabanı dışında Vigeo Corporate ESG ve Risk Metrics Social Ratings, gibi veri tabanlarından da yararlanan az sayıda çalışma bulunmaktadır (Ferrell, Liang, & Renneboog, 2016).

2.3. Finansal dayanıklılıkta sosyal sermayenin rolü

Sosyal sermaye kullanıldıkça artan, kullanılmadıkça da azalan yada tükenen bir çeşit ahlaki kaynak olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle sosyal sermayenin iyi ve erdemli davranışlarla büyütülmesi, yanlış davranışlarla da aşınması olasıdır (Putnam vd., 1993). Yani firmalar hem çevreye ve topluma yaptıkları katkı ve verdikleri taahhütlerle, hem de neden oldukları olumsuzluklarla değerlendirilmektedir. Bu kurumsal davranışların birikimli değeri de ilgili firmaların sosyal sermayesini oluşturur (Fombrun & Shanley, 1990; Godfrey, 2005). Paydaş teorisi ve kurumsal paydaş teorisi sosyal sermayenin paydaşlar ile güçlendirilmiş ilişkiler (güven gibi boyutlarla) ile firmalara müşteri tatmini, marka sadakati gibi stratejik faydalar sağladığını ortaya koymaktadır (Daub & Ergenzinger, 2005; Du, Bhattacharya, & Sen, 2007).

Daha da önemlisi, firmanın sosyal sorumlu faaliyetleri ile büyüyen sosyal sermayesi ilgili firmanın gözlemlenemeyen özellikleri hakkında paydaşlara sinyal göndererek (Barnett, 2007; OuYang, Xu, Wei, & Liu, 2017) kriz dönemlerinde oynaklığı kontrol edebilir ve kayıpları azaltabilir.

Böylece daha sosyal sorumlu firmaların paydaşları, firmaları bu krizlerde destekleyerek krizlerin olumsuz etkilerini hafifletebilir ve sosyal sermayesi yüksek olmayan firmalara göre daha iyi bir finansal performans göstermesine neden olabilir (Capelle-Blancard & Petit, 2019; Flammer, 2013). Sosyal sermayenin bu özelliği sigorta benzeri koruyuculuk olarak bilinir (Godfrey, 2005). Yazında bu alandaki çalışmalar sosyal sermayenin zor zamanlarda nasıl koruyuculuk sağlayabildiğine yönelik örnekler sunmaktadır (Ergen Keleş, Keleş, & Schlegelmilch, 2022). Yazındaki çalışmalar krizler karşısında sosyal sermayenin etkilerini ürün-hasar krizleri (Pangarkar, Fleischman, & Iacobucci, 2022), boykotlar veya protestolar (Kim & Kinoshita, 2023; King & Soule, 2007), paydaşlar ile ihtilaflar (Dorobantu, Henisz, & Nartey, 2017) gibi zor zamanlar için sosyal sermayenin etkilerini irdelemiştir. Bununla birlikte, sosyal sermayenin finansal krizlerde de koruyabileceği vurgulanmaktadır (Godfrey vd., 2009).

Sosyal sermayenin finansal dayanıklılığına finansal kriz bağlamında firma değerine katkı sağlayabildiği alandaki en etkili çalışmalardan biri olan Lins vd. (2017) tarafından ortaya konmuştur. Lins vd. (2017), sosyal sermayesi yüksek olan firmaların (yüksek ÇS puanlı olanlar) düşük olanlara göre 2008 küresel finansal krizinde daha iyi performans gösterdiğini ortaya koymuştur. Bu farkın ise özellikle çalışan ve müşteri kanalları ile gerçekleştiğini göstermiştir. Covid-19 krizi sırasında, sosyal sermayenin sigorta benzeri koruyuculuğu tartışmaları da KSS çerçevesinde tekrar güçlenmiştir (Albuquerque vd., 2020; Bae, El Ghoul, Gong, & Guedhami, 2021; Cheema-Fox, LaPerla, Wang, & Serafeim, 2021; Garel & Petit-Romec, 2021). Covid-19 pandemisi dışsal ve öngörülemez bir şok olması nedeniyle sosyal sermayenin firma değeri ve finansal dayanıklılığa katkısını araştırmak için oldukça uygun bir zemin oluşturmaktadır (Albuquerque vd., 2020). Bu alandaki birçok çalışma firmaların ÇS performanslarının firmaların dayanıklılığına yaptığı katkıyı araştırmıştır. Yazında en çok dikkat çeken çalışmalardan biri olan Albuquerque vd. (2020)'nin çalışması 2008 küresel finansal krizini inceleyen Lins vd. (2017) ile benzer bir yaklaşımı izleyerek Covid-19 pandemisinde sosyal sermayenin firmaların finansal dayanıklılığına katkı sağladığını ortaya koymuştur. Sosyal sermayenin koruyuculuğuna yönelik bulgular ortaya koyan çalışmalara karşın (Capelle-Blancard, Desrozier, & Zerbib, 2021; Ding, Levine, Lin, & Xie, 2021; Garel & Petit-Romec, 2021; Pástor & Vorsatz, 2020) sosyal sermayenin kriz dönemlerinde risk azaltmadaki rolüne şüpheyle yaklaşan çalışmalar da bulunmaktadır (Bae vd., 2021; Demers, Hendrikse, Joos, & Lev, 2021). Bu çalışmalar sosyal sermaye-finansal dayanıklılık ilişkisini zayıf olarak tespit etmiş yada herhangi anlamlı bir ilişki bulmamış olup, bunun olası nedenlerinden biri olarak ÇSY puanlarının

sosyal sermayeyi iyi yansıtamamış olabileceği ifade edilmektedir (Demers vd., 2021). Diğer bir olasılık ise KSS'nin kriz döneminde lüks bir yatırım olarak görülebileceği, bunun da KSS odaklı fonlarda satışa neden olabileceği görüşüdür (Döttling & Kim, 2020).

3. Sonuç

Özetle sosyal sermaye stoku güçlü olan toplumlarda gönüllü faaliyetler karşılıklılık normları ve sivil katılım ağları ile daha kolay gerçekleştirilmektedir (Putnam, 1993). KSS de bu gönüllülük faaliyetlerinin önemli bir boyutu olup, sosyal sermayenin temelleri ile doğrudan ilişkisi nedeniyle sosyal sermayenin önemli bir göstergesidir. Finans alanındaki mevcut araştırmalar, çelişkili sonuçlar ortaya koysa da bu çalışmaların büyük çoğunluğunun sosyal sermayenin finansal dayanıklılığa katkısının olumlu olduğuna yönelik bulguları ortaya koyduğu görülmektedir. Sosyal sermayenin çok boyutlu, karmaşık bir yapıya sahip ve koşullara bağlı olduğu göz önünde bulundurulduğunda (Woolcock, 2001) sosyal sermayenin finansal dayanıklılığa katkısının farklı bağlamlar ve koşullarda test edilmesi gerekliliği olduğunu ifade etmek yanlış olmayacaktır.

Bununla birlikte yöntemsel farklılıkların ve analiz edilen döneme ilişkin ayrımların çalışma sonuçlarını etkileyebileceği de dikkate alınmalıdır.