



**T.C.**

**TOKAT GAZİOSMANPAŞA ÜNİVERSİTESİ**

**LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**İSLAMİ FİNANSTA MODERN YATIRIM ENSTRÜMANI SUKUK: BİR  
EŞBÜTÜNLEŞME ANALİZİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Büşra ELMAS**

**Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Şerife GÖÇER**

**TOKAT-2024**

**T.C.**  
**TOKAT GAZİOSMANPAŞA ÜNİVERSİTESİ**  
**LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

**ETİK BEYAN**

Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü tez yazım kılavuzuna göre, Dr. Öğr. Üyesi Şerife GÖÇER danışmanlığında hazırlamış olduğum **“İSLAMİ FİNANSTA MODERN YATIRIM ENSTRÜMANI SUKUK: BİR EŞBÜTÜNLEŞME ANALİZİ”** adlı Yüksek Lisans tezimin bilimsel etik değerlere ve kurallara uygun, özgün bir çalışma olduğunu, aksinin tespit edilmesi halinde her türlü yasal yaptırımını kabul edeceğimi beyan ederim.

(.../.../....)

Büşra ELMAS

## JÜRİ KABUL VE ONAY

**Büşra ELMAS** tarafından hazırlanan “**İslami Finasta Modern Yatırım Enstrümanı Sukuk: Bir Eşbütünleşme Analizi**” adlı tez çalışmasının savunma sınavı 29.04.2024 tarihinde yapılmış olup aşağıda verilen Jüri tarafından Oy Birliği ile Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı’nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

**Jüri Üyeleri (Unvanı, Adı Soyadı)**

**İmzası**

Üye (Başkan) : Dr. Öğr. Üyesi Ali USLU

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Şerife GÖÇER

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Mehtap BULUT DENİZ

ONAY

...../...../.....

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Müdürü

## TEŞEKKÜR METNİ

Tezimin yazım aşamasından bu yana benden vaktini, önerilerini ve eleştirilerini esirgemeyen, bedenen yanımda olamadığı zamanlarda bile ruhen ve kalben varlığını hissettiren bir danışmandan öte bana bir abla gibi davranan çok sevdiğim değerli danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Şerife GÖÇER'e göstermiş olduğu ilgi ve katkılarından dolayı sonsuz teşekkür ve saygılarımı sunarım.

Beni yüksek lisans yapmaya teşvik eden, buna vesile olan ortaokul arkadaşım Fırat ÇAĞATAY'a ve bu süreçte bana yol gösteren, bilgisiyle bana ışık olan, karşılaştığım zorlukları kolaylaştıran diğer tüm bölüm hocalarıma teşekkürü borç bilirim.

Son olarak da canım ailem, benden maddi manevi desteğini hiçbir zaman esirgemeyen, her daim gölgesine sığındığım, sırtımı yasladığım canım babam, beni bugünlere getiren doğruyu yanlış öğreten, üzerime titreyen canım annem ve sürece dahil olup bana yardımcı olan canım kardeşime sonsuz sevgilerimi sunar, teşekkür ederim.

## ÖZET

# İSLAMİ FİNANSTA MODERN YATIRIM ENSTRÜMANI SUKUK: BİR EŞBÜTÜNLEŞME ANALİZİ

ELMAS, Büşra

Yüksek Lisans, İşletme Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Dr.Öğr. Üyesi Şerife GÖÇER

Mayıs 2024, x + 56 sayfa sayısı

Bu çalışmanın amacı Dünya İslam ülkeleri sukuk ihraç miktarının küresel bazda Dow Jones İslami Piyasalar Dünya endeksi, dolar endeksi, S&P 500 tahvil endeksi ve Dow Jones sukuk endeksi ile ilişkisinin incelenmesidir. Bu faktörler arasında bir ilişkinin olup olmadığı, RalsEşbütünleşme analizi ile araştırılmaya çalışılmıştır. Araştırmanın analizinde 2012Q4-2021Q3 dönemi çeyreklik veriler kullanılmıştır. Çalışmaya Birleşik Arap Emirlikleri, Bruney, Endonezya, Kuveyt, Malezya, Nijerya, Pakistan, Sudan, Suudi Arabistan, Umman, Ürdün ve Türkiye sukuk ihraç verileri dahil edilmiştir. Yöntem olarak zaman serileri analizi yapılarak Rals Eşbütünleşme testi kullanılmıştır. Yapılan analizlerden elde edilen bulgulara göre, dolar endeksi ile Dünya İslam ülkeleri sukuk ihracı arasında ilişkinin bulunmadığı ancak Dow Jones sukuk endeksi ve S&P 500 tahvil endeksi ile Dünya İslam ülkeleri sukuk ihracı arasında ilişkinin olduğu sonucuna varılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** İslami Finans, Sukuk, Eşbütünleşme Analizi

## ABSTRACT

# SUKUK, THE MODERN INVESTMENT INSTRUMENT IN ISLAMIC FINANCE: A COINTEGRATION ANALYSIS

ELMAS, Büşra

Master's Thesis Degree, Business Scientific

Advisor: Ascc. Prof. Şerife GÖÇER

May 2024, x + 55 pages

The aim of this study is to examine the relationship between the sukuk asset amount of the World Islamic countries and the Dow Jones Islamic Markets World index, dollar index, S&P 500 bond index and Dow Jones sukuk index on a global basis. An attempt was made to investigate whether there is a relationship between these factors using Rals Cointegration analysis. Quarterly data for the 2012Q4-2021Q3 period was used in the analysis of the research. Sukuk asset quantity data from the United Arab Emirates, Brunei, Indonesia, Kuwait, Malaysia, Nigeria, Pakistan, Sudan, Saudi Arabia, Oman, Jordan and Turkey were included in the study. Rals ADF and Rals Cointegration tests, which are time series analyses, were used as methods. According to the findings obtained from the analysis, it was concluded that there is no relationship between the dollar index and the amount of sukuk assets of the World Islamic countries, but there is a relationship between the Dow Jones sukuk index and S&P 500 bond index and the amount of sukuk assets of the World Islamic countries.

**Keywords:**Islamic Finance, Sukuk, Cointegration Analysis

## İÇİNDEKİLER

|                                                       |              |
|-------------------------------------------------------|--------------|
| <b>ETİK BEYAN .....</b>                               | <b>i</b>     |
| <b>TEŞEKKÜR METNİ .....</b>                           | <b>iii</b>   |
| <b>ÖZET .....</b>                                     | <b>iv</b>    |
| <b>ABSTRACT .....</b>                                 | <b>v</b>     |
| <b>TABLolar DİZİNİ.....</b>                           | <b>viii</b>  |
| <b>ŞEKİLLER DİZİNİ.....</b>                           | <b>ix</b>    |
| <b>KISALTMALAR DİZİNİ.....</b>                        | <b>x</b>     |
| <br><b>GİRİŞ.....</b>                                 | <br><b>1</b> |
| <br><b>BİRİNCİ BÖLÜM: SUKUK VE UYGULAMALARI.....</b>  | <br><b>2</b> |
| <b>1.1.SUKUK TANIMI.....</b>                          | <b>2</b>     |
| <b>1.2.SUKUK ÖZELLİKLERİ.....</b>                     | <b>3</b>     |
| <b>1.3.SUKUK İŞLEYİŞİ.....</b>                        | <b>4</b>     |
| <b>1.4.SUKUK TÜRLEİ.....</b>                          | <b>5</b>     |
| 1.4.1.Kaynaklarına Göre Sukuk Türleri.....            | 5            |
| 1.4.1.1.Proje Kaynaklı Sukuk .....                    | 5            |
| 1.4.1.2.Bilanço Kaynaklı Sukuk .....                  | 6            |
| 1.4.1.3.Varlık Kaynaklı Sukuk .....                   | 6            |
| 1.4.2.Modellerine Göre Sukuk Türleri.....             | 6            |
| 1.4.2.1.Mudaraba Sukuk Modeli.....                    | 7            |
| 1.4.2.2.Muşaraka Sukuk Modeli .....                   | 8            |
| 1.4.2.3.İcara Sukuk Modeli.....                       | 9            |
| 1.4.2.4.Murabaha Sukuk Modeli.....                    | 9            |
| 1.4.2.5.Selem Sukuk Modeli.....                       | 11           |
| 1.4.2.6.İstisna Sukuk Modeli .....                    | 12           |
| 1.4.2.7.Vekale Sukuk Modeli .....                     | 13           |
| 1.4.2.8.Hibrid Sukuk Modeli .....                     | 14           |
| <b>1.5.SUKUK İLE TAHVİL VE SUKUK İLE HİSSE SENEDİ</b> |              |
| <b>KARŞILAŞTIRILMASI.....</b>                         | <b>15</b>    |
| 1.5.1.Sukuk İle Tahvil Karşılaştırılması .....        | 15           |
| 1.5.2.Sukuk İle Hisse Senedi Karşılaştırılması .....  | 16           |

|                                                       |           |
|-------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1.6.SUKUKUN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI .....</b>    | <b>17</b> |
| 1.6.1.Sukukun Avantajları .....                       | 17        |
| 1.6.2.Sukukun Dezavantajları .....                    | 17        |
| <b>İKİNCİ BÖLÜM: SUKUK GELİŞİM SÜRECİ .....</b>       | <b>18</b> |
| <b>2.1.DÜNYA ÇAPINDA SUKUK GELİŞİM SÜRECİ .....</b>   | <b>18</b> |
| 2.1.1. Malezya Sukuk Gelişimi.....                    | 20        |
| 2.1.2. Bahreyn Sukuk Gelişimi .....                   | 21        |
| 2.1.3. Suudi Arabistan Sukuk Gelişimi.....            | 22        |
| 2.1.4. Birleşik Arap Emirlikleri Sukuk Gelişimi ..... | 23        |
| 2.1.5. Endonezya Sukuk Gelişimi.....                  | 24        |
| 2.1.6. Katar Sukuk Gelişimi.....                      | 24        |
| 2.1.7. Pakistan Sukuk Gelişimi .....                  | 25        |
| 2.1.8. Türkiye Sukuk Gelişimi .....                   | 25        |
| <b>2.2. DİĞER ÜLKE SUKUKLARI GELİŞİMİ .....</b>       | <b>27</b> |
| 2.2.1. Almanya Sukuk Gelişimi.....                    | 27        |
| 2.2.2. İngiltere Sukuk Gelişimi .....                 | 27        |
| 2.2.3. Fransa Sukuk Gelişimi.....                     | 27        |
| <b>2.3. LİTERATÜR .....</b>                           | <b>27</b> |
| <b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: ANALİZ VE UYGULAMA .....</b>         | <b>34</b> |
| 3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi .....                | 35        |
| 3.2.Verİ Seti ve Yöntem.....                          | 35        |
| 3.2.1. RALS ADF Birim Kök Testi .....                 | 36        |
| 3.2.2. Rals Eşbütünleşme Testi .....                  | 36        |
| 3.3.Araştırma Bulguları .....                         | 37        |
| <b>SONUÇ .....</b>                                    | <b>48</b> |
| <b>KAYNAKÇA.....</b>                                  | <b>50</b> |



## TABLOLAR DİZİNİ

| Tablo No ve Adı                                                                                                          | Sayfa |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| <b>Tablo 1.</b> Harvey Doğrusallık Testi Sonuçları .....                                                                 | 37    |
| <b>Tablo 2.</b> Grafik Haritaları .....                                                                                  | 39    |
| <b>Tablo 3.</b> Breusch-Pagan-Godfrey Testi Sonuçları .....                                                              | 40    |
| <b>Tablo 4.</b> Breush-GodfreyOtokorelasyon LM Testi Sonucu.....                                                         | 40    |
| <b>Tablo 5.</b> Rals ADF Birim Kök Testi Sonuçları .....                                                                 | 40    |
| <b>Tablo 6.</b> Rals ADF Birim Kök Testi Kritik Değerler .....                                                           | 41    |
| <b>Tablo 7.</b> Küresel Sukuk İhracı ve Ülke Sukuk İhracı Rals Eşbütünleşme Testi<br>Sonuçları.....                      | 41    |
| <b>Tablo 8.</b> Rals Eşbütünleşme Testi Kritik Değerler .....                                                            | 41    |
| <b>Tablo 9.</b> Dow Jones İslami Piyasalar Dünya (DJIMI) ve Ülke Sukuk İhracı Rals<br>Eşbütünleşme Testi Sonuçları ..... | 42    |
| <b>Tablo 10.</b> Dolar Endeksi ve Ülke Sukuk İhracı Rals Eşbütünleşme Testi Sonuçları ..                                 | 43    |
| <b>Tablo 11.</b> S&P 500 ve Ülke Sukuk İhracı Rals Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....                                     | 45    |
| <b>Tablo 12.</b> Dow Jones Sukuk Endeksi ve Ülke Sukuk İhracı Rals Eşbütünleşme Testi<br>Sonuçları.....                  | 46    |

## ŞEKİLLER DİZİNİ

### Şekil No ve Adı

### Sayfa

|                                                                                                                                   |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Şekil 1.</b> Ocak 2001-Aralık 2022 Dönemi Kısa Vadede Küresel Sukuk İhraçları Dağılımı (Milyon Dolar) .....                    | 10 |
| <b>Şekil 2.</b> 2021 Yılı Kısa Vadede Küresel Sukuk İhraçları Dağılımı (Milyon Dolar)....                                         | 14 |
| <b>Şekil 3.</b> 2022 Yılı Kısa Vadede Küresel Sukuk İhraçları Dağılımı (Milyon Dolar)....                                         | 14 |
| <b>Şekil 4.</b> Ocak 2001-Aralık 2022 Dönemi Dünya Geneline Toplam Küresel Sukuk İhraçları (Milyon Dolar) .....                   | 19 |
| <b>Şekil 5.</b> Ocak 2001-Aralık 2022 Dönemi Dünya Geneli Uzun ve Kısa Vadede Toplam Küresel Sukuk İhraçları (Milyon Dolar) ..... | 19 |
| <b>Şekil 6.</b> Ocak 2001-Aralık 2022 Dönemi Yurt İçi Toplam Sukuk İhracı (Milyon Dolar).....                                     | 21 |
| <b>Şekil 7.</b> Ocak 2001-Aralık 2022 Dönemi Uzun ve Kısa Vadede Yurt İçi Toplam Sukuk İhraçları (Milyon Dolar) .....             | 23 |

**KISALTMALAR DİZİNİ**

|               |                                                                |
|---------------|----------------------------------------------------------------|
| <b>GOS</b>    | : Gelir Ortaklığı Senetleri                                    |
| <b>KİS</b>    | : Katılma İntifa Senedi                                        |
| <b>SPK</b>    | : Sermaye Piyasası Kurulu                                      |
| <b>VDMK</b>   | : Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler İhracı                       |
| <b>KZOB</b>   | : Kar Zarar Ortaklığı Belgesi                                  |
| <b>GSYİH</b>  | : Gayri Safı Yurtiçi Hasıla                                    |
| <b>AAOIFI</b> | : İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu |
| <b>ELÜS</b>   | : Elektronik Ürün Senedi                                       |
| <b>MSCI</b>   | : Morgan Stanley Capital International                         |
| <b>USA</b>    | : Birleşik Devletler                                           |
| <b>BMKBBK</b> | : Bangladeş Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu                |
| <b>BIST</b>   | : Borsa İstanbul                                               |
| <b>SPV</b>    | : Özel Amaçlı Şirket                                           |
| <b>VKŞ</b>    | : Varlık Kiralama Şirketi                                      |
| <b>ÜFE</b>    | : Üretici Fiyat Endeksi                                        |
| <b>TÜFE</b>   | : Tüketici Fiyat Endeksi                                       |

## GİRİŞ

İslami esaslara uygun olarak geliştirilen sukukun önemi gün geçtikçe artmakta, işlem hacmi de genel itibariyle büyümektedir. Faizsiz tahvil veya bono olarak da adlandırılan ancak bazı noktalarda tahvil ve bonodan ayrılan sukuk İslami esaslara uygun nitelikte geliştirilmiş, varlığını sürdüren modern finansal enstrümandır (Özcan ve Elitaş, 2015, s. 560).

Modern finansal enstrümanı olan sukuk sistem içindeki işleyişi bakımından finansal piyasalar ve finansal araçlardan oluşmaktadır. Bu sistem içinde fonun kaynağını oluşturan yurtiçi tasarruf ve yurtdışı kaynaklarıdır. Sistem içine giren fonlar şirket, kamu ve şahıslara sunulmaktadır. Sonuç olarak fonu talepte bulunanlar ve fonu arz edenler olarak iki grup ortaya çıkmaktadır (Çolak ve Öçal, 1999, s. 16).

Bu çalışmada, İslami finasta sukuk enstrümanının Dünya ülkelerindeki gelişimi, belirlenmiş çeşitli İslam endeksleri ve dolar endeksi ile ilişkilendirilerek bir eşbütünleşme analizi yapılmak istenmiştir. Yapılan literatür taramasıyla beraber sukuk ihraçlarının, ihraç edilen ülkeler ve tüm Dünya sukuk ihraç miktarları bakımından incelenerek yapılan eşbütünleşme analiz sonuçlarının literatürdeki çalışmalara katkı sağlaması ve eksikliği gidermesi nedeniyle seçilmiştir.

Çalışmanın ilk kısmında sukukun tanımına, işleyişine ve türlerine yer verilmiştir. İkinci kısımda sukukun Dünya ülkelerinde başlangıcı ve gelişimi hakkında geçmişten günümüze doğru bilgi verilmiştir. Üçüncü kısımda sukukla ilgili literatürde yapılmış olan çalışmalara yer verilmiştir. Dördüncü kısımda sukuk ile ilgili önde gelen seçilmiş ülkelerle ilgili Dünya endeksleriyle ilişkilendirilerek uygulama ve analize anlatılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM: SUKUK VE UYGULAMALARI

### 1.1.SUKUK TANIMI

Sukuk Arapçada “Sak” kökünden gelmektedir. Kelime anlamı olarak sertifika demektir. Sukuk ise “Sak” kelimesinin çoğulu olduğundan sertifikalar anlamına gelmektedir. Orta çağda Müslüman tüccarların yaptıkları ticari faaliyetler sonucunda ortaya çıkan yükümlülükleri temsil eden kağıdı ifade ederken günümüzde İslami kuralların dışına çıkmaksızın yapılan menkul kıymetleştirme durumu sukuk olarak adlandırılmaktadır (Büyükkakın ve Önyılmaz, 2012, s. 2,3).

İslami esaslar baz alınarak ihraç edilen sukuk faiz içermeyen sermaye piyasası aracıdır. Dayanak olan varlık üzerindeki hakkı yansıtmaması sukukun aynı zamanda ondan faydalanma durumunu da göstermektedir. Söz konusu hak sadece nakit akışı değil, beraberinde riski ve getirileri de sağlayan mülkiyet hakkını oluşturmaktadır (Sevil, Aydın, Akgiray, Turhan, Ergincan, Coşkun, Aydın ve Gerz, 2013, s. 128). Bu hakka sahip olduklarından yatırımcılar ödemelerinde herhangi bir sorun yaşadıklarında dayanak olan varlıklarına başvurarak problemi çözme imkanı bulabilmektedir. Eldeki söz konusu varlığı satarak elde edilen bedel sayesinde ödemeleri almaları mümkün hale gelmektedir (Kurdak, 2019, s. 38).

İslami Finans Kurumları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (AAOIFI) sukuku;

*“İhraç 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 (intifa-kullanım hakkı dahil) temsil edildiği ya da bir projede ya da özel bir yatırım faaliyetinde ortaklık hakkı veren sertifika”* şeklinde tanımlamaktadır (Tok, 2009, s. 14).

İslami sermaye piyasalarının başarısına bakıldığında sukukun önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir. Faizi barındıran diğer araçların taşıdığı risklere nispeten daha doğru görüşü yansıtmaktadır. Sukukun asıl içeriğinde ticari faaliyetten elde edilen kazancı paylaşmak vardır (Özdemir, 2019, s. 49).

## 1.2.SUKUK ÖZELLİKLERİ

Sukuk göz ardı edilemeyecek bir şekilde hızla büyüyerek finansal enstrümanların arasına girmiştir. Finansal kurum ve kuruluşlara, çeşitli işletmelere, ülke hazinelerine, ilgili projelere İslami kurallara uygun nitelikte kaynak teminini sağlamaktadır (Yılmaz, 2014, s. 87).

Sukuk aslında geleneksel finans modellerinde yer alan bono ve tahvillere alternatif oluşturmak amacıyla geliştirilmiş bir finansman aracıdır. En temel ilkesi ise faizin yasak olduğu İslami kurallara uygunluğudur. İslami esaslar ortaklığa dayandırıldığından yapılan yatırımın risk ve getirisi borç alana ve borç verene pay edilmek üzere gerçekleştirilmektedir. Sukukun temelinde muhakkak bir varlığa dayanak, ilgili bu varlığın temelinde de mutlaka ticari bir işlem söz konusudur (Karabacak, 2015, s. 62).

Sukuk ve özelliklerinin daha anlaşılır olmasını sağlamak amacıyla sukukun kendine ait özellikleri aşağıda sıralanmıştır (Aslan, 2012, s. 56):

- Faizi reddeden sukukta elde edinilen kazançlar kira veya kar payı olarak ortaya çıkmaktadır.
- Likidite olabilen sukukların bazıları ikincil piyasalarda işlem görmektedirler.
- Yapılan sukuk işlemlerinde İslami esaslara uygun olan ticari faaliyetler gerçekleştirilirken, spekülasyon içeren yatırımlardan kaçınılmaktadırlar.
- Sukuk düzenlemesinde ve ikincil piyasalarda işlem görmesinde İslam hukukuna göre hareket edilmelidir.
- Sukuk ihracı esnasında ortaya çıkan kar ya da zarar ihraç sırasında belirlenen oranda veya payları ölçüsünde dağıtılmaktadır.
- Yatırıma ait riskleri sukukta taşır. Bu nedenle sukuk yöneticileri tarafından kar garantisi de önceden belirlenen kar oranı da verilmesi yasaklanmıştır.
- Dayanak varlığın ve menkul kıymetleştirme sonucu elde edilen fonla alakalı yatırım faaliyetlerinin İslami kurallara uygun olması esasına dayanmaktadır.
- İhracı gerçekleştirilen sukukla ilgili mal, hizmet, menfaat üzerinde ortak mülkiyet hakkı söz konusudur.

İslami finans ilkelerine göre sukuk faaliyetlerini gerçekleştirirken birtakım durumlara dikkat edilmesi gerekmektedir. Sukuk ihracı esnasında yatırımcılardan elde edilen fonlar İslami ilkelere uygun bir şekilde kullanılmalıdır. Sukuk yatırımcıları

ihraca yönelik dayanak varlık üzerindeki mülkiyet hakkı ve sözleşmedeki tarafların hak ve yükümlülükleri açık bir ifadeyle belirlenmelidir (Sümer, 2020, s. 27).

### 1.3.SUKUK İŞLEYİŞİ

İslami menkul kıymet yapılandırılması iki şekilde gerçekleştirilir. İlki varlık menkul kıymetleştirme diğeri ise doğrudan menkul kıymetleştirmedir. İlkinde söz konusu varlıklar tanımlanarak bir araya getirilir daha sonra da varlıklar dayanak gösterilir ve ihraç yapılır. Doğrudan menkul kıymetleştirmede ise öncelikle menkul kıymetin ihracı gerçekleştirilir. Sonrasında elde edilen fonlarla proje veya belirlenen varlık finansmanı sağlanır. İşlem tamamlandıktan sonra elde edilen gelir ihraç edilen menkul kıymet alıcılarına pay edilir (Keten, 2016, s. 66).

Sukuk ihracının dayandığı iki uygulamaya bakıldığında varlığa dayalı (asset-backed) ve varlık temelli (asset-based) olarak karşımıza çıkmaktadır. Varlığa dayalı sukuk ihracı menkul kıymetleştirmeye çok daha uygundur. Çünkü dayanak varlığın gerçek satışı olur ve yasal anlamda mülkiyet kaynak kuruluşta kalmaz üçüncü kişiye devredilir. Bu durumda söz konusu mal varlığı kaynak kuruluşun bilançosundan ayrılmış olur ve yatırımcılar elde edilecek getiri hususunda dayanak varlığa güvenirler. Varlık temelli sukuk ihracında ise gerçek anlamda bir satış gerçekleşmez varlığın sadece fayda bakımından sahipliği yatırımcıya geçmektedir. Sukuk ihracını gerçekleştiren kaynak kuruluş varlığın yasal anlamda mülkiyetini devretmediğinden söz konusu varlıklar ilgili bilançoda görülmeye devam eder (Aktaş, 2017, s. 10-11).

Sukuk ihracı en genel haliyle dört unsurdan oluşmaktadır. Bunlar hakkında kısaca bilgi vermek gerekirse (Kurdak, 2019, s. 39-40):

**Kaynak kuruluş:** İhraç konusu olan malın sahipliği ve ihraçtan sonra toplanan fonun kullanıcısıdır.

**Aracılık eden kuruluş:** Sukuk ihracını gerçekleştirirken aynı zamanda sukuk sahiplerinin çıkarlarını koruyarak söz konusu mal varlığını yöneten anonim şirketlerdir. Yurt dışında bu kuruluşlar Special Purpose Vehicle), Türkiye’de ise varlık kiralama şirketi (VKŞ) olarak adlandırılmaktadır.

**Sukuk sahipleri:** Devlet hazineleri, bankalar ve kişiler sukuk sahipliğine örnektir. Söz konusu mal varlığının dayanak gösterilmesiyle ihracı sağlanan veya halka arz edilerek satışı sağlanan sukuk senetlerine yatırım yapan yatırımcıları ifade etmektedir.

**Sukuk portföyü:** Mal varlığının toplandığı havuz demektir. Kaynak kuruluşun ihtiyaç duyduğu nakit buradan sağlanmaktadır.

Sukuk işleyiş sürecini aşağıdaki adımları atarak tamamlar (Gökgöz, 2015, s. 154):

- Öncelikle kaynak kuruluş varlığı önceden belirlenmiş bir fiyatla vade sonunda geri almak kaydıyla varlık kiralama şirketine satışını yapar.
- Varlık kiralama şirketi satın aldığı fiyat oranında sukuk ihracını yapar ve elde ettiği finansmanı kaynak kuruluşa öder.
- Kaynak kuruluş ile varlık kiralama şirketi arasında söz konusu varlıkla ilgili kira sözleşmesi imzalanır. Varlık kiralama şirketi kaynak kuruluştan belirli vade ve aralıklarla kira alır.
- Varlık kiralama şirketi kaynak kuruluştan aldığı bu kirayı sukuk getiri oranında yatırımcıya devreder. Fakat bu kira gelirinin tamamını kapsamaz.
- Önceden belirlenen vade sonunda geri almak kaydıyla varlık kiralama şirketine sattığı varlığı anaparasını ödeyerek kaynak kuruluş alır.
- Son olarak da vade bitimini takiben kaynak kuruluşun ödediği anaparayı alan varlık kiralama şirketi bu parayı sukuk yatırımcılarına vererek ihraç ettiği sukukları geri alır.

## 1.4.SUKUK TÜRLERİ

Ülkemiz ve uluslararası çalışmalara bakıldığında sukuk türlerinin çeşitli sınıflandırma metodlarına göre yapıldığı görülmektedir. En temelde dayandığı iki ana başlık bulunmaktadır. Bunlar; kaynaklarına göre sukuk türleri ve modellerine göre sukuk türleridir.

### 1.4.1.Kaynaklarına Göre Sukuk Türleri

Kaynaklarına göre sukuk proje, bilanço ve varlık kaynaklı olarak üç başlık altında incelenmektedir.

#### 1.4.1.1.Proje Kaynaklı Sukuk

Gerçekleşmesi planlanan proje veya elde var olan bir projeyi geliştirmek veya tamamlamak amacıyla ihraç edilen sukuk proje kaynaklı sukuktur. Bu amaç



doğrultusunda şirket kurulur ve şirket tarafından sukuk ihracı yapılır. Bu yöntem sayesinde proje için gerekli fon elde edilmiş ve sukuk sahipleri de sözleşme esasına uygun olarak projeden elde edilen karoranında kazanç sağlamış olurlar (Avcu, 2015, s. 33).

Bu sukuk türüne örnek verecek olursak; Endonezya’da tren yolu ve hac pansiyonlarının yenilenmesi için sağlanan kaynağın yaklaşık 127,74 milyon Amerikan doları değerinde bir pay elde edilmiş ve bu ihraçtan kaynak sağlanmıştır (Kurdak, 2019, s. 48).

#### **1.4.1.2.Bilanço Kaynaklı Sukuk**

Bu sukuk türü sayesinde birçok projeye finansman sağlanmaktadır (Yılmaz, 2014: 88). Şirketler, çeşitli işletmeler ve bankalar bilançolarındaki öz varlıklarını dayanak olarak gösterirler (Söyler, 2016, s. 29). Şirketler tarafından projede kullanılacak gerekli fonu elde etmek amacıyla bilançolarındaki öz varlık değerinde sukuk ihraç ederler (Özcan, 2015, s. 40).

Bu sukuk türüne örnek verecek olursak; 2003’te İslami Kalkınma Bankası, üyelerinin projelerine 400 milyon Amerikan Doları değerinde sukuk ihracı yaparak finansman sağlamıştır. Gereken sermayeyi banka beş yıl vadeli temin etmiştir (Nur, 2019, s. 86-87).

#### **1.4.1.3.Varlık Kaynaklı Sukuk**

Bu tür sukuk ihracında, eldeki varlıktan doğacak kazanç hakkının yatırımcıya satılmasıyla gerçekleşir. Kaynak kuruluşun ihtiyaç duyduğu fon ancak bu şekilde sağlanmış olur. Burada reel bir varlığın olması şarttır (Ertaştan, 2019, s. 50).

2014’te Birleşik Krallık Hükümeti’nin yapmış olduğu 200 milyon GBP tutarındaki ihraç, devletin malvarlığı üzerinden elde edilen kira geliri dayanak gösterilmiştir (Kurdak, 2019, s. 48).

#### **1.4.2.Modellerine Göre Sukuk Türleri**

AAOFII (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions- İslami Finansal Kuruluşlar için Muhasebe ve Denetleme Organizasyonu) tarafından onaylanan en yaygın sukuk çeşitleri aşağıdaki gibidir:

- Mudaraba sukuk

- Murabaha sukuk
- İcara sukuk
- Selem sukuk
- Muşareke sukuk
- İstisna sukuk
- Vekale sukuk
- Muzaraa sukuk
- Musaka sukuk

Yukarıda belirtilen bu sukuk türleri arasından en çok kullanılan sukuk türlerine değinilip, işleyiş şekilleri adım adım anlatılacaktır (Tok, 2009, s.5)

#### **1.4.2.1.Mudaraba Sukuk Modeli**

Mudaraba sukuk ortaklığa dayalı iki taraf olması şarttır. Bir taraf sadece sermaye diğer taraf ise fikir ve işgücü olarak ortaklığa girer. Ortak amaç kar sağlamaktır. Güvene dayandığından genel olarak birbirini tanıyan kişiler arasında yapılır (Okulu, 2017, s. 22).

Bu taraflar arasında yapılan sözleşme İslami kurallara uygun olmak kaydıyla karda ve zararda paylaşım esaslıdır. Bu model aslında yapısal açıdan geleneksel finans yöntemindeki risk sermayesine benzetilmektedir. Bu yöntemde sermaye koyan ortak (rabb al-maal) ve emeğini koyan ortak (mudarib) olmak üzere iki taraf mevcuttur. İhracı yapılarak elde edilen fon ise mudaraba sermayesi olarak isimlendirilir (Keten, 2016, s. 73-74).

Mudaraba modelinde taraflara yatırım için ihtiyaç olan fonları sağlayan genellikle İslami bankalardır. Böylelikle İslami bankalarda bu projenin ortağı olmuş olur. Proje gerçekleştirildiğinde önceden belirlenen miktarda elde edilen kar taraflara paylaştırılır. Aksi olduğu takdirde yani kar yerine projeden zarar söz konusu ise bu zararı sermaye sahibi tek başına üstlenmektedir. Projeye yalnızca emek veren tarafın zarardan etkilenmesi söz konusu değildir. Ancak eğer taraflar arasında yapılan anlaşmanın dışına çıkan bir vaziyet yoksa bu geçerlidir. Aksi takdirde ihmal olduğu düşünüüyorsa diğer tarafta zarara katlanmak zorunda kalabilir (Doğan, 2011, s. 17).

İkincil piyasalarda işlem görebilen mudaraba sukukun işleyişi aşağıdaki gibidir:

Mudaraba sukuk finansman modeli işlem adımları şu şekildedir (Okulu, 2017, s. 23):

1. SPV, kaynak kuruluşu fon sağlamak amacıyla sukuk ihraç eder.
2. Sukuk yatırımcıları gerekli olan fonu sağlar.
3. SPV ile kaynak firma aralarında mudaraba anlaşması imzalar.
4. Projeden elde edilen kar kaynak firma ile yatırımcılar arasında anlaşılan oranda paylaşılır, zarar doğması halinde ise sermaye koyan taraf sermayesi oranında zarara katlanır.
5. SPV elde ettiği karı yatırımcılara aktarır.
6. Vadesi dolduğunda ortaklık tasfiye edilir.
7. Ortaklığın sona ermesiyle SPV ortaya çıkan geliri yatırımcılar arasında paylaştırır.

#### **1.4.2.2. Muşaraka Sukuk Modeli**

Muşaraka, iki ya da ikiden fazla tarafın ticari anlamda bir projeye sermayelerini ortaya koydukları bir ortaklığı ifade eder. Bu yeni bir proje olacağı gibi aynı zamanda mevcut olan bir projeyi daha iyi hale getirme ya da yarıda bırakılmış bir projeyi tamamlama amacı da olabilir. Her durumda eşit değerlerde sertifika ihracı gerçekleştirilmesidir (Güngören, 2013, s. 106).

Tarafların tamamı fon sağladığından kar veya zarara da ortaklık söz konusudur. Elde edilen kar, taraflara önceden belirlenen oranda pay edilirken, zarara ortaya koydukları sermaye ile orantılı olarak katlanırlar. Bu sukuk modeli ciro edilebilir ve ikincil piyasalarda işlem görebilir (Karabacak, 2015, s. 70).

Muşaraka sukuk modelinde girişimci şayet isterse sermayesi ile beraber emek ya da tecrübesini de ortaya koyar ve bunun sorumluluğunu alabilir. Bu modelde İslami bankalar kredi vermenin yanı sıra proje yatırımcısı konumunda da yer alabilirler. Buradan şöyle bir avantaj doğar projeler bu sayede daha fazla incelenme imkanı bulur. Ayrıca bu modelle kaynak kuruluşu fon sağlayan yatırımcılar sözleşme ile projenin sahibi haline gelirler (Kurdak, 2019, s. 58).

Muşaraka sukukun işlem adımları şu şekildedir (Okulu, 2017, s. 26)

1. SPV ortaklık sermayesini sağlamak için sukuk ihracını gerçekleştirir.
2. Yatırımcılar ihraç edilen sukuka yatırım yapar ve fon sağlar.
3. SPV ve kaynak kuruluşun sermayelerini koymasıyla birlikte müşaraka anlaşması imzalanır. Bu durumda iki taraf arasında ortaklık başlamış olur.

4. Ortaklık sürecinde ortaya çıkan kar ve zarar öncesinde belirlenen oranda iki tarafa aktarılır.

5. SPV elde ettiği karları dönemsel olarak yatırımcılara transfer eder.

6. Vade sonunda ortaklık sürecinde kullanılan mal varlıkları piyasa değerlerinde satılır ve elde edilen tutar taraflar arasında paylarıyla orantılı dağıtılır.

#### **1.4.2.3.İcara Sukuk Modeli**

İcara kelime manası olarak kiraya vermektir. Konvansiyonel bankalar tarafından kullanılan finansal kiralama (leasing) işlemine benzemektedir. Kaynak kuruluş ticari faaliyetlerinde ihtiyaç duyduğu makine, teçhizat, duran varlıkları satın alarak sabit kira karşılığında müşteriye kiralar (Atlı, 2019, s. 19).

Bir sözleşmeye dayanarak İslami kurallara uygun olan bir malın kullanım ve yararlanma hakkını belirli bir süreliğine, anlaşılan bir bedel karşılığında kiraya verdiği işleme icara denir. İcara sukuk modelinde malın İslami esaslara uygunluğu esastır. İcara sukuk bir varlık, sözleşme, devredilen kullanım hakkı, belirli bir zaman dilimi, anlaşması yapılmış kira ödemesi olarak beş ana unsurdan meydana gelmektedir (Keten, 2016, s. 55).

Gün geçtikçe yeni sukuk modelleri ortaya çıksa da, icara sukuk önemini yitirmeden sukuk uygulamalarının başlangıcından bu yana en çok kullanılan sukuk modeli olarak devam etmiştir. Bu hususta icara sukuk modelinin olumlu özelliklerinin olması söz konusudur. İcara sukuk uygulama konusunda oldukça pratiktir. Hak sahibine hem mülkiyet hem kira gelirlerinin düzenli bir şekilde gelir sağlaması yönüyle oldukça avantajlı olmasının yanında kiracının etkilenmeyeceği şekilde de ikinci el piyasada satma imkanını da sunmaktadır (Doğan, 2011, s. 29).

#### **1.4.2.4.Murabaha Sukuk Modeli**

Peşin olarak alınan bir malın maliyetine belirlenen oranda kar eklenerek vadeli satışa sunulması murabaha sukuk olarak adlandırılmaktadır. Satış sözleşmesine dayalı olarak gerçekleştirilen bir modeldir (Doğan, 2011, s. 20).

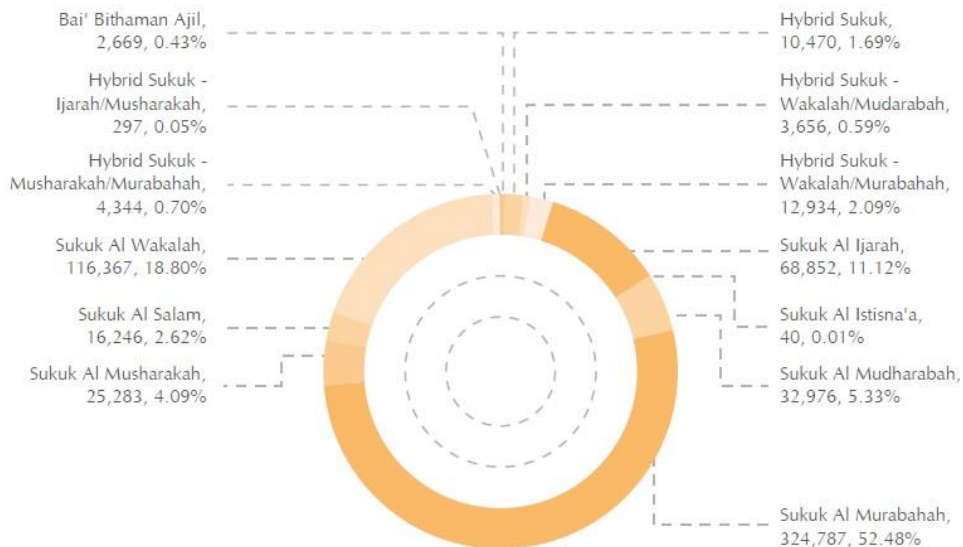
Bu sukuk modelinde satın alınmış bir malın üstüne karı koyularak taksitli veya peşin olarak başkasına satılması söz konusudur. Bu satış işlemi gerçekleşene kadar malın mülkiyet hakkı SPV üzerindedir ve her türlü riski satış işlemi sona erene dek satıcı üstlenir. Bu modelde alıcı malı kendisine alırken herhangi bir nakit ödeme

almaz, gerçek malın satışı gerçekleştirilmektedir. Söz konusu malın SPV tarafından üçüncü kişiden alınması zorunluluğu mevcuttur (Kurdak, 2019, s. 52).

Murabaha sukuk modeli İslami esaslara uygunluk çerçevesinde her türlü ev, araba, makine, teçhizat vb. ihtiyaç dahilinde kullanılmaktadır. Bu modele dayandırılarak çıkarılan sukuk senetleri için sadece birincil piyasalarda işlem görmesine izin vermiş, borcun vadeli olarak alınıp satılması faizi doğuracağından İslami kurallara uygun bulunmamıştır (Tok, 2009, s. 21).

Murabaha sukukun işlem adımları şu şekildedir:

1. Kaynak kuruluş ile SPV arasında asıl sözleşme imzalanır.
2. Kaynak kuruluşun talep ettiği malın satın alınması için SPV sukuk ihracında bulunur.
3. Yatırımcılar SPV' nin ihracına karşılık yatırımda bulunurlar.
4. İhraca konu olan mal SPV tarafından emtia sağlayıcıdan satın alınır.
5. SPV satın aldığı malın karşılığı ödemeyi peşin olarak sağlayıcıya öder.
6. SPV satın almış olduğu mala kar ilave ederek kaynak kuruluşa vadeli olarak satar.
7. Kaynak kuruluş vadeli olarak almış olduğu mala karşılık SPV'ye dönemsel olarak ödemelerde bulunur.
8. SPV kaynak kuruluştan almış olduğu dönemsel ödemeleri yatırımcılara transfer eder (Sümer, 2020, s. 38).



**Şekil 1.** Ocak 2001-Aralık 2022 Dönemi Kısa Vadede Küresel Sukuk İhraçları Dağılımı (Milyon Dolar)

**Kaynak:** IIFM, 2023, s. 46.

Şekil 1. Sukukun başlangıcından bu yana sukuk ihraçlarının dağılımına ilişkin bilgi vermektedir. Sukuk türlerinden en büyük paya sahip olan murabaha sukuk modeli olduğu görülmektedir.

#### 1.4.2.5. Selem Sukuk Modeli

Selem sukuk modeli, tesliminin ileri bir tarihte gerçekleştirileceği malın ödemesinin daha önceden alınmasıdır. Bu modelde sözleşme yapılırken ödeme yapılır ve malın teslimi alıcının ve satıcının anlaştığı bir tarihe bırakılan sukuk çeşididir. Satıcı, malın bedelini göz önüne alarak eşit değerdeki sukuk sertifikalarının ihraç işlemini yapar. Bu sertifikalar yatırımcılar tarafından alınır ve mal mülkiyetinin önden hak sahibi olurlar (Okulu, 2017, s. 33).

İslami esaslar doğrultusunda selem sukukta faiz yoktur. Belirsizliğe önlem olarak malın tüm özellikleri belirlenerek teslim tarihi önceden kararlaştırılır. Bu modelde kalitesi ve miktarı belirlenemeyen ürünler uygulamada yer almaz (Orhan, 2018, s. 52).

Selem sukuk modeli ekseriyetle petrol, tahıl, demir gibi satılacak şeylere kaynak sağlama amacı ile gerçekleştirilir. Tarım ürünlerinde alıcı öncesinde üreticiye ödemedi bulunur, üretici hammaddeyi alarak üretimi gerçekleştirir ve belirledikleri vadeye göre ürünü alıcıya teslim eder. Alıcı beklentisi gelecekte söz konusu olan malın fiyatının artacağı yönünde ise yatırımda bulunurlar. Eğer malı teslim zamanında beklenen gelirin altında bir gelir edecekleri öngörüsüne sahip olurlarsa daha az zarara katlanarak sertifikalarını satıp yatırımdan vazgeçme yoluna başvurabilirler (Okulu, 2017, s. 33).

Selem sukuk modelindeki sertifikalar bir borcu temsil eder. İslam hukukunda borç senedinin alınıp satılması yasak olduğundan selem sukuk ikincil piyasalarda işlem görmemektedir. Likidite özelliğinden yoksunluğu nedeniyle yatırımcılar fazla tercih etmezler (Çebi, 2018, s. 36).

Selem sukukun işlem adımları şu şekildedir:

1. SPV, kaynak kuruluştan teslim alacağı malların finansmanı için sukuk ihracatı gerçekleştirir.
2. Yatırımcılar SPV'nin ihraç ettiği sukuklara yatırım yapar.
3. Kaynak kuruluş ile SPV arasında alım-satım sözleşmesi yapılır. Bu sözleşme ile kaynak kuruluş ileri bir tarihte malı teslim edeceğini, SPV de malların parasını peşin ödeyeceğini taahhüt etmiş olur.

4. SPV, söz verdiği gibi kaynak kuruluşa mallar için peşin ödemede bulunur.
5. Kaynak kuruluş belirlenen vade sonunda malları SPV'ye teslim eder.
6. SPV teslim aldığı bu mallar üzerine kar koyarak nihai alıcıya satar.
7. SPV gerçekleştirdiği satış sonucu elde ettiği geliri yatırımcılara koymuş oldukları pay oranında dağıtır (Okulu, 2017, s. 34).

#### **1.4.2.6.İstisna Sukuk Modeli**

Üretimi henüz gerçekleşmemiş olan ürünler için gerekli olan kaynak finansmanını elde etmek amacı ile gerçekleştirilen sukuk modeline istisna sukuk adı verilir. Ürünlerin imal edilme aşamasında kaynak konusunda sıkıntı yaşayan üretici bu model ile üretim için kaynak bulmuş olur. Aynı zamanda sukuk sahibi yatırımcılar söz konusu bu ürünlerin karlı satışından gelir elde etmiş olurlar (Ertaştan, 2019, s. 55).

Mal üretimi için taraflar yani alıcı ve satıcı arasında bir sözleşme yapılır. Satıcı tüm özellikleri belirlenen malı kararlaştırılan fiyat ve zamanda üreterek teslim etmeyi vaat eder. Alıcı da malın bedelini belirlenen zaman diliminde taksitli ya da toplu olarak öder (Çebi, 2018, s. 38).

Genel olarak inşaat sektöründe yol, köprü, baraj, bina gibi büyük çaplı altyapı projelerinde finansman sağlamak amacıyla bu model kullanılmaktadır. İstisna sukuk ile taraflar arasında yapılan sözleşme doğrultusunda üretilen ürünlerin istenilen ve belirlenen standartlar dahilinde üretimi amaçlanır. İstisna sukuk modelinde taraflar bizzat kendileri sözleşme yapar veya aracı kuruluşlardan istifade ederler (Atlı, 2019, s. 23).

İstisna sukuk modeli borç veya alacağın satışından ibarettir. İslami kurallar esasına göre faiz yasak kılındığından sukuk senetleri belirlenen değerinden farklı bir fiyatla ikinci el piyasalarda işlem göremez (Bafra, 2016, s. 102).

İstisna sukukun işlem adımları şu şekildedir:

1. SPV üretilecek mal ve hizmet ya da proje için fon toplamak amacıyla sukuk ihraç eder.
2. Kaynak kuruluş ile SPV arasında istisna sözleşmesi yapılır. Bu sözleşme ile kaynak kuruluş ileri bir tarihte belirlenen malı teslim edeceğini taahhüt etmiş olur.
3. Sukuk ihracı yoluyla yatırımcılardan toplanan fonlar projenin finansmanına aktarılır.
4. Belirlenen süre sonunda malın mülkiyeti SPV'ye geçer.
5. SPV tarafından işleme konu mal nihai alıcıya satılır.

6. Nihai alıcıya yapılan satıştan elde edilen gelir yatırımcılara sözleşmeye uygun şekilde aktarılır (Güngören, 2013, s. 112).

#### **1.4.2.7.Vekale Sukuk Modeli**

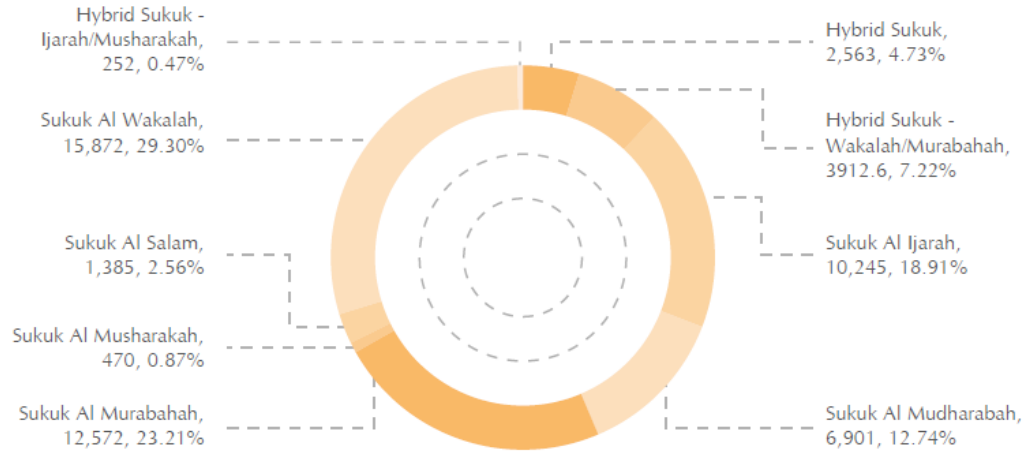
Vekale, kelime manası olarak yetki verme anlamına gelmektedir. İsminden de anlaşılacağı üzere vekalet sözleşmesine dayalı bir modeldir. Yatırımcı herhangi bir proje ya da iş için belirli bir bedel karşılığında yerine bir vekil atar. Bu vekil yatırımcı adına işlemleri yapabilir. Böylelikle vekilin emek ve bilgisinden de istifade edilmiş olunur. Tüm faaliyet sonucu elde edilen kar veya zarar yatırımcıyı ilgilendirmektedir. İslami esaslara göre faiz haram olduğundan bazı sukuk türleri ikinci piyasalarda işlem görmez. Vekale sukuk ile bu sukuk türleri bir araya getirilerek faizin etkisi ortadan kaldırılmaktadır. İkincil piyasalarda var olamayan varlıklar diğer varlıklarla birleşerek en az %30'luk kısmı maddi varlık olması şartıyla bu piyasalarda işlem görebilmektedir (Karabacak, 2015, s. 81-82).

Vekale sukuk modelinde yatırımcıları temsil eden SPV genellikle bir İslami banka ile sözleşme yapar, ilgili banka yapılan bu sözleşmede yatırımcılara ait olan fonları alır ve İslami esaslara göre yatırım yapar. Faaliyetler sonucunda elde edilen gelir sukuk yatırımcılarına pay edilir. Bu işlem tıpkı mudaraba sukuk modeline benzemekle birlikte bazı noktalarda ayrılıklar mevcuttur. Mudaraba sukuk modelinde yatırımcının her türlü kontrol elindeyken, vekale sukuk modelinde vekil sadece vekil verenin verdiği görevi talimat doğrultusunda yerine getirmektedir. Son zamanlarda sıkça tercih edilen bir modeldir (Kurdak, 2019, s. 59-60).

Vekale sukukun işlem adımları şu şekildedir:

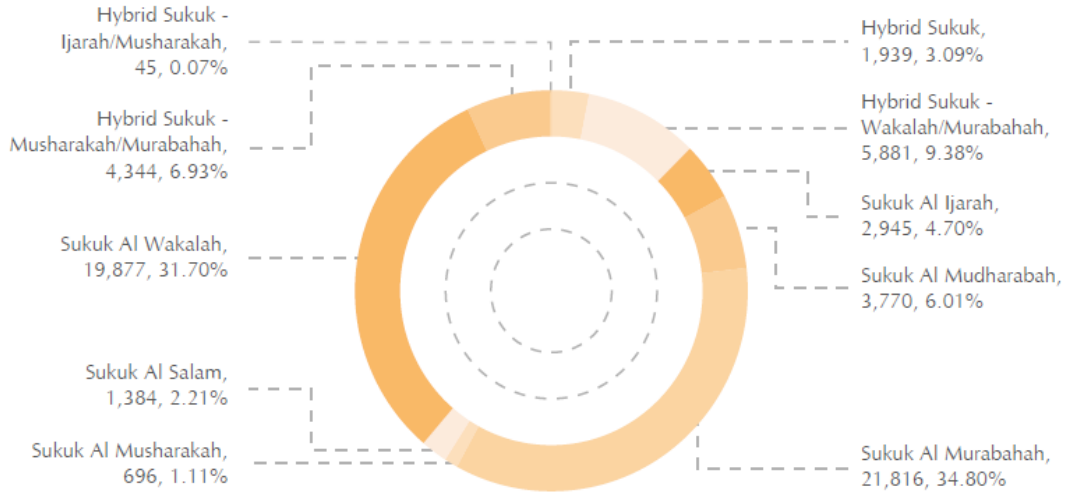
1. SPV fon toplamak amacıyla sukuk ihraç eder.
2. Vekale sukuk ihracına yatırımcılar tarafından para yatırılır.
3. SPV tarafından toplanan para acenteye aktarılır.
4. İslami kurallar uygun olarak yatırım portföyünü acente oluşturur.
5. Gerçekleşen yatırım sonucu elde edilen kazançlar dönemler halinde acenteye verilir.
6. Acente vekillik ücretini aldıktan sonra kalan miktarı SPV' ye aktarır.
7. SPV dönemsel aldığı ücreti aynı şekilde yatırımcılara aktarır.
8. Portföyündeki varlıkları nakit haline getiren acente itfa bedelini SPV'ye devreder (Sümer, 2020, s. 49-50).





**Şekil 2.2021 Yılı Kısa Vadede Küresel Sukuk İhraçları Dağılımı (Milyon Dolar)**

**Kaynak:** IIFM, 2023, s. 46.



**Şekil 3.2022 Yılı Kısa Vadede Küresel Sukuk İhraçları Dağılımı (Milyon Dolar)**

**Kaynak:** IIFM, 2023, s. 47.

Şekil 2. Ve Şekil 3. 2021 ve 2022 yılı boyunca sukuk murabaha sukuk ihracının önüne geçen vekale sukuk ihracı hakkında bilgi vermektedir. Bu yıllarda vekale sukuk modelinin daha baskın bir rol üstlendiği ancak yapılan vekale sukuk ihracının içeriğinde icara ve murabaha sukuku barındırdığı ve bu sukuk modellerinin vekale sukuk ihracı içindeki payının daha yüksek olduğu görülmektedir.

#### 1.4.2.8.Hibrid Sukuk Modeli

Sukuk İslami finans içinde zamanla daha çeşitli hale gelmeye başlamıştır. Karma veya melez sukuk olarak da bilinen bu sukuk modeli, farklı taleplerin ortaya çıkmasıyla oluşmuş bir sukuk modelidir (Güngören, 2013, s. 112).

Sukukların bazıları İslami kurallar nedeniyle ikincil piyasalarda işlem göremez. Bu nedenle hibrid sukuka konu olan varlık havuzunun en az %51'lik kısmının kira sözleşmesine dayalı varlıklardan oluşması gerekmektedir. İcara konusu varlıklardan sağlanan kira gelirleri sabit bir kira getirisini sağlayacaktır. Ayrıca murabaha sözleşmesinin olması da getirilerin önceden belirlenmiş oranlarda paylaşılmasını gerektirir (Atlı, 2019, s. 64).

Hibrid sukuku cazip kılan temelde iki husus vardır. İlki, İslami esaslar çerçevesinde birden çok sukuk modelini birleştirerek finansmana ihtiyaç duyan projelere destek verilmesidir. Bir diğeri ise ikincil piyasada işlem görülebilirliği sağlamasıdır (Sümer, 2020, s. 51).

Hibrid sukukun işlem adımları şu şekildedir:

1. Birden fazla sözleşmeye dayanan varlıklar SPV'ye devredilir.
2. SPV sukuk ihracını gerçekleştirir.
3. İhraç yoluyla yatırımcılardan sağlanan fonlar kaynak kuruluşu aktarılır ve kaynak kuruluşu kullanılır.

Sukukun itfası amacıyla, vadenin dolması ile varlıklar kaynak kuruluş tarafından tekrar satın alınır ve hak sahipleri olan sukuk yatırımcılarına ödeme yapılır (Bafra, 2016, s. 125).

## **1.5.SUKUK İLE TAHVİL VE SUKUK İLE HİSSE SENEDİ KARŞILAŞTIRILMASI**

Sukuk ile diğer yatırım araçlarından olan tahvil ve hisse senetleri karşılaştırılması yapıldığında benzerlikler ve farklılıklar ortaya çıktığı görülmektedir. Bu yatırım araçlarını birbirinden ayıran veya birbirine benzeten birtakım özellikler mevcuttur.

### **1.5.1.Sukuk İle Tahvil Karşılaştırılması**

- Sukuk yatırımcısı ile tahvil yatırımcısını birbirinden ayıran özellik sukuk yatırımcısı kaynak sağladığı dayanak varlık üzerinden kar payı alırken, tahvil alan yatırımcı sağladığı kaynağın karşılığı olarak faiz elde etmektedir.
- Sukuk yatırımcısı söz konusu varlıktan mülkiyet hakkı elde ederken, tahvil yatırımcısı söz konusu borç senetleri olduğundan tahvil borca dayanmaktadır.

- Sukuk yatırımcısı şirketin faaliyetlerinden etkilenip faaliyet sonucunda kar veya zarardan pay alırken, tahvil ihracı borcun teminine yönelik olduğundan tahvil yatırımcısını şirketin faaliyetleri etkilemez.
- Sukuk dayanak varlık üzerinde sahiplik bildirirken, tahvil ihracı gerçekleştiren şirket borcunu bildirir (Fındık, 2020, s. 78-79).
- Sukuk yatırımcısı faaliyetleri dini duyguları doğrultusunda öğrenmek bu konuda bilgi sahibi olmak isterken, tahvil yatırımcısı kaynakların nerede kullanılacağı konusunda bilgi sahibi olmaya gerek duymaz (Günaydın, 2015, s. 62).
- Sukuk yatırımcısı katılma oranıyla sorumluluk alırken, tahvil yatırımcısının mali olarak herhangi bir sorumluluğu yoktur.
- Sukuk ihraç edenin anapara ve gelir hususunda bir teminat mevcut değilken, tahvilde gelir ve anapara garantisi verilir.
- Sukuk sadece İslami esaslara uygun amaç doğrultusunda ihraç edilirken, tahvil her amaç doğrultusunda ihraç edilebilir (Shaikh, 2013, s. 165-166).

#### **1.5.2.Sukuk İle Hisse Senedi Karşılaştırılması**

- Sukuklar önceden belirlenen bir zaman aralığını kapsar vaziyette ihraç edilirken, hisse senedi süresiz olarak ihraç edilir.
- Sukuk ihraca konu varlık üzerinden mülkiyet hakkı tanırken, hisse senedi sahibine hissesi oranında şirket üzerinden mülkiyet hakkı tanır.
- Şirket yönetimi hususunda hisse senedi yatırımcıya oy hakkı tanırken, sukuk ihracında böyle bir hak mevcut değildir.
- Anapara ve gelir hem sukukta hem hisse senedinde garanti edilmemiştir.
- Sukuk İslami esaslara uygun amaçlar doğrultusunda ihraç edilirken, hisse senedi her türlü amaç doğrultusunda ihraç edilir.
- Sukuk ve hisse senedi yatırımcısına ilgili şirketin net karından pay alabilme hakkını verir (Fındık, 2020, s. 79-80).
- Sukuk yatırımcısı önceden belirlenmiş oranda kar elde ederek zarara ortak olmazken, hisse senedi yatırımcısı yılsonunda bilançoda ortaya çıkan kar ve zarara öncesinden bilemediği kısmına ortak olmaktadır.
- Sukuk yatırımcısı kaynak sağladığı faaliyet hususunda İslami esaslara uygunluğunu bilmek isterken hisse senedi yatırımcısı bu konuyla ilgilenmez.

- Sukuk ve hisse senedi yatırımcıları kaynak sağladıkları şirket üzerinde net varlık konusunda mülkiyet hakkına sahiptir (Yılmaz ve Gökgez, 2015, s. 42).

## **1.6.SUKUKUN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI**

### **1.6.1.Sukukun Avantajları**

- Faizi reddeden bir yatırım aracı olan sukuk İslami açıdan hassas olan kesim için iyi bir yatırım alternatifi sunmaktadır.
- Varlığa dayalı bir yatırım enstrümanı olduğundan diğer yatırım enstrümanlarına oranla daha az risk taşır ve olası krizlere karşı daha dayanıklıdır.
- Sukukun giderek Dünya genelinde artmasıyla beraber petrol zengini olan Körfez ülkelerinin sermayesini ülkemizdeki yatırımlara çekilmesi sağlanabilen yapıdadır.
- İslami esaslara uygunluğu nedeniyle Müslüman yatırımcılara yönelik olsa da tüm yatırımcıları kapsamaktadır
- Sukuk sadece özel sektör yatırımları için değil devlet eliyle yapılacak olan projelere de fon temin etmektedir
- Alternatif bir sermaye aracı olarak borsalarda tutulan sukuklar yabancı firmalarca da ihracı yapılmaktadır
- Risk/getiri analizleri uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılarak yatırımcılara bu hususta yol gösterici olmaktadır (Nur, 2019, s. 77-78).
- Sukuk bir hakkı temsil etmektedir, bu da riskin taraflar arasında paylaşımını sağlamaktadır (Buldum, 2016, s. 55).
- Borç temelli olmayan sukuklar şayet istenilirse ikincil piyasalarda işlem görebilmektedirler (Fındık, 2020, s. 76-77).

### **1.6.2.Sukukun Dezavantajları**

- Sukuk sözleşmelerinin piyasadaki diğer yatırım enstrümanlarına göre daha karmaşık, sınırlayıcı olması ve bu konudaki bilgiye sahip kişi sayısının az olması,
- Yatırımcıların mevduat bankaları ile katılım bankaları arasındaki farkı yeteri kadar bilmiyor olmaları,
- Kar payı ile faizin ayrımını bilmeyenlere bunu açıklayacak, aydınlatacak sistemin yeterli olmaması (Fındık, 2020, s. 76-77),

- Satın alınmış olan sukukların tasarruf sahipleri tarafından uzun dönemli yatırım olarak görmeleri nedeniyle ikincil piyasaların gelişmesinin engellenmesi,
- Faize karşı herhangi bir duyarlılığı olmayan kesimi sukukun cezbetmemesi (Nur, 2019, s. 79-80),
- Bazı sukuk modellerinin ikincil piyasalarda işlem görmesine mani olunması sonucu sukuk çeşitliliğinin sınırlandırılması,
- Bazı sukuk modellerinin ikincil piyasalarda işlem görmesine izin verilmemesi bu sukuk modellerinin yaygın kullanılmamasına neden olmaktadır (Aslan, 2012, s. 116).

## İKİNCİ BÖLÜM: SUKUK GELİŞİM SÜRECİ

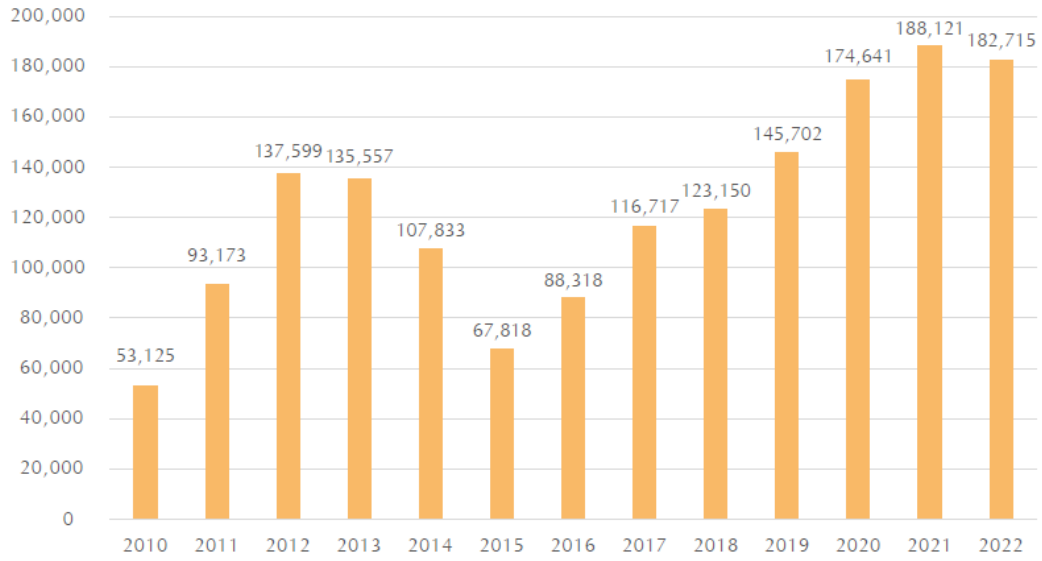
Bu kısımda sukukun başlangıç yeri olan Malezya ve sukuk ihracı açısından büyük paya sahip olan diğer Dünya ülkeleri hakkında bilgi verilecek olup Türkiye sukuk başlangıcı ve gelişimi ile sonlandırılacaktır.

### 2.1.DÜNYA ÇAPINDA SUKUK GELİŞİM SÜRECİ

Sukuk ihracının çıkış noktası denebilecek ülkelere bakıldığında daha çok faizi reddeden katılım bankalarının faaliyette bulunduğu yerler ön plana çıkmaktadır. 1950’de Pakistan’da kurulan ilk İslami banka ile sukuk konusunda girişimde bulunulsa da başarılı olunamamıştır. Arap ülkelerinde petrol fiyatındaki artışın elde edilen bu geliri değerlendirme aşamasında İslami esaslar çerçevesinde gerçekleşecek olan uygulamalara ilgi de artmıştır (Fındık, 2020: 43).

1983’te Malezya hükümetince gerçekleştirilen ilk İslami tahvil sukuk olmuştur. İslami bankalar da tahvilleri faizsiz borç esasına göre ihraç etmiş varlık yönetiminin kolaylaşmasına katkı sağlamıştır. Öte yandan bu tahvillerin ikincil piyasada işlem görmesine izin verilmemesi sebebiyle uzun soluklu olamamıştır (Aslan, 2012: 59). 2000’de Bahreyn’de ilk kez ikincil piyasada sukuk ihracının gerçekleşmesi ile birlikte bu tarzdaki ihraçlar artmaya başlamıştır (Tok, 2009, s. 15).

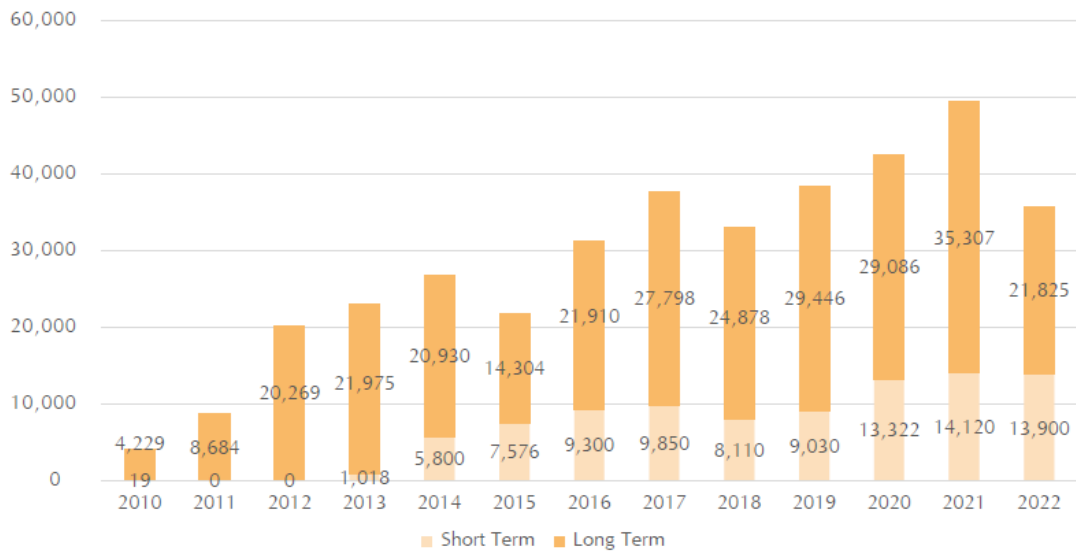
Gerçek manada ilk sukuk ihracı ise 2002’de Malezya hükümetince 500 milyon dolar değerinde gerçekleşmiş olup, sukukların %51’i Körfez ülkelerinde, %30’u Asya’da, %15’i Avrupa’da ve %4’ü de Amerika’da satılmıştır (Söyler, 2016, s. 20).



**Şekil 4.** Ocak 2001-Aralık 2022 Dönemi Dünya Geneline Toplam Küresel Sukuk İhraçları (Milyon Dolar)

**Kaynak:** IIFM, 2023, s. 29.

Şekil 4. Toplam uluslararası sukuk ihracı 417,48 milyar ABD doları olup, 2022 yılında toplam uluslararası sukuk ihracı 35,725 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiş ve 2021 yılındaki 49,427 ABD doları düzeyine kıyasla ciddi bir düşüş yaşanmıştır. 2022 yılındaki işlem hacmi 13,70 milyar ABD doları ya da negatif yönde %-27,72'lik bir oranda düşüşün nedeni uzun ve kısa vadede sukuk ihracının marjinal olarak düşmesinden kaynaklıdır.



**Şekil 5.** Ocak 2001-Aralık 2022 Dönemi Dünya Geneli Uzun ve Kısa Vadede Toplam Küresel Sukuk İhraçları (Milyon Dolar)

**Kaynak:** IIFM, 2023, s. 35.

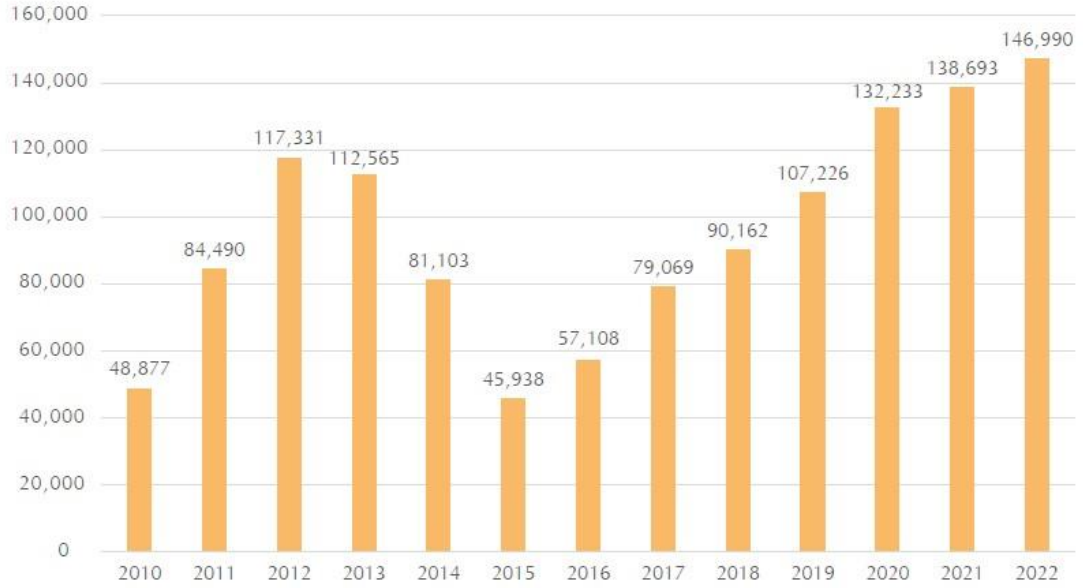
Şekil 5. Uzun ve kısa vadeli sukuk ihraçları oranları görülmektedir. 2022 yılında 13.900 milyar ABD doları kısa vadeli sukuk ihracına karşılık 21.825 milyar ABD doları uzun vadeli sukuk ihracı olarak gerçekleştirilmiştir. Bu oran yüzde cinsinden yazıldığında %61,09 civarında olurken, 2021 yılında uzun vadede bu oran %38,91'e tekabül etmektedir. Kısa vadeli ihraçlarda istikrarlı hacim devam ederken uzun vadeli ihraçlarda ise son 6 yılın en düşük seviyesi görülmüştür.

### 2.1.1. Malezya Sukuk Gelişimi

Sukuk piyasasının önde gelen ilk ismi Malezya olmuştur. Malezya Merkez Bankası 1983 yılında faizsiz yatırım amacıyla ihraç girişiminde bulunmuştur. Yapılan bu girişimin sonucunda faizsiz yatırım aracı olan sukuk temeli böylelikle atılmış olmuştur (Keten, 2016, s. 136). Kamu ve özel sektörde ilk uluslararası sukuk ihracı gerçekleştiren ülke Malezya olmuştur (Keten, 2016, s. 139).

İlk sukuk Malezya'da 1990'da Shell adında şirket tarafından çıkartılmıştır. Çıkarılan bu sukuk Malezya'nın kendi para birimi olup, yaklaşık 30 milyon dolara eşittir (Tok, 2009:23). Şirket çıkarmış olduğu bu sukuku Malezya'da kurmayı planladığı orta dereceli distilasyon istasyonuna finansman sağlamak için ihracını sağlamıştır. Bu sukuk iki vadeye ayrılmıştır. İlki 75 milyon ringgit MR olmak üzere 5 yıl, ikincisi ise 50 milyon ringgit MR olmak üzere 8 yıla karşılık gelen vade olarak ihracı sağlanmıştır. 2002'de Malezya hükümeti tarafından ilk uluslararası sukuk ihracı Malaysia Global Sukuk Incorporation adında özel amaçlı şirket kurularak gerçekleştirilmiştir. İcara sukuk modeli ile gerçekleşen bu ihraç sayesinde devlet kurumlarından dört tanesinin finansmanı amaçlanmıştır. Standard&Poor's kuruluşu tarafından BBB+ notu ile derecelendirilen bu sukuk 5 yıl vadeli olup 600 milyon dolar değerindedir (Okulu, 2017, s. 66).

Diğer İslam ülkelerinin sukuk ihracı hususunda Malezya'yı referans almak yerine tıpatıp taklitte bulunmaları önümüzdeki zamanda birçok soruna yol açabilir. Sukuk ihracı konusunda öncü olan Malezya ihraçları sistemli ve yasal olarak sağlam temelli bir yapıda devam ettirmektedir. Bu bakımdan ekonomi, coğrafya, İslami esaslar açısından farklılık gösteren ülkelerin taklit etmeleri onları ileri taşıyamayacağı gibi hedeflerine ulaşamamalarına neden olacaktır (Fındık, 2020, s. 46).



**Şekil 6.** Ocak 2001-Aralık 2022 Dönemi Yurt İçi Toplam Sukuk İhracı (Milyon Dolar)

**Kaynak:** IIFM, 2023, s. 36.

Şekil 6. Yurt içi toplam sukuk ihracı 1.376,27 milyar ABD doları olup, yurt içi sukuk ihrac hacminin 2021 yılındaki 138.693 ABD doları seviyesinden arttığını göstermektedir. 146,990 milyar ABD doları ya da pozitif yönde %5,98 civarındaki bu artışın en büyük payını Malezya sukuk piyasası 67,20 milyar ABD doları tutarında katkı sağlayan ülke olarak karşımıza çıkmaktadır. Ülkeyi 38,24 milyar ABD doları ile Suudi Arabistan ve 18,18 milyar ABD doları ile Endonezya takip etmektedir.

### 2.1.2. Bahreyn Sukuk Gelişimi

İkincil piyasada işlem gören ilk sukuk ise Bahreyn sukuk piyasası olarak karşımıza çıkmaktadır. Bahreyn 2001’de 25 milyon dolar sukuk ihracıyla beraber istisna sukuk modeliyle İslami finans piyasasında yer almıştır. Bu sukukun yıllık %’de 3,95 oranında getiri sağlayacağı öngörülmektedir (Wilson, 2008, s. 12).

Körfez ülkeleri arasında Bahreyn sukuk piyasalarında önemli bir yerdedir. 2001’de atılan ilk adımdan sonra 2002’de Dubai İslam Bankası, Bahreyn İslam Bankası ve Kuveyt Maliye Bakanlığı ortaklığında yapılan ihraçların İslami kurallara uygun olup olmadığının kontrolünü sağlamak amacıyla İslami Likidite Yönetim Merkezi kurulmuştur. Ayrıca bölge içinde ilk kamu sukuk ihracını gerçekleştirmiştir (Okulu, 2017, s. 73).

Bahreyn, 2019’da bulunduğu bölge içinde en çok sukuk ihracı yapan ülke olarak birinciliği elde etmiştir. Ocak 2001-Aralık 2019 dönemi kapsamında kamu ve

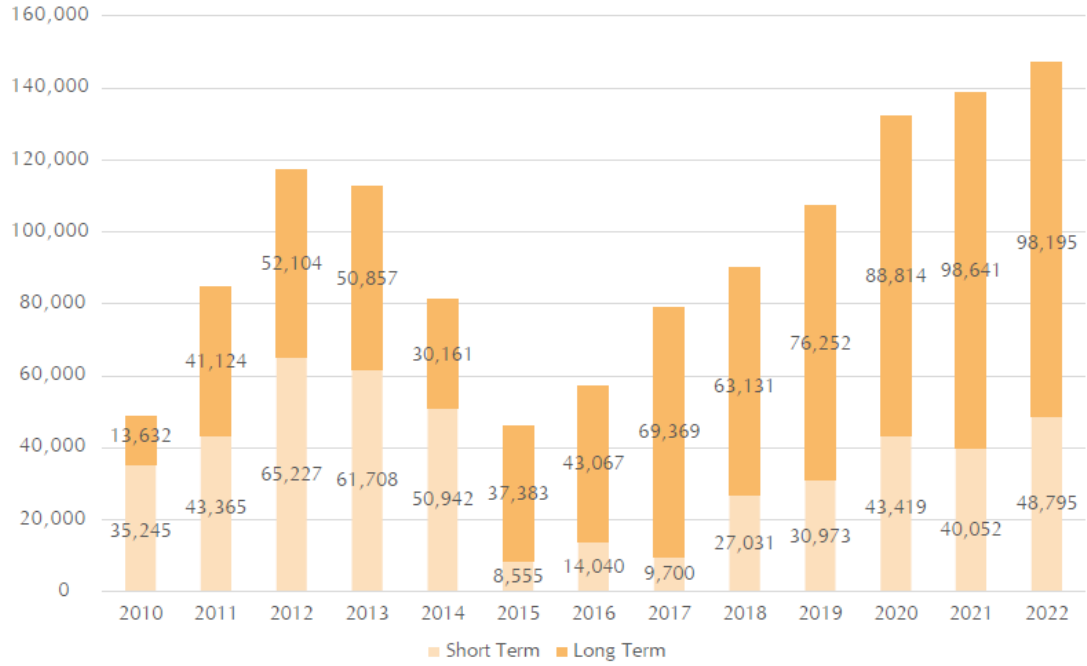


özel sektör kuruluşu 334 tane yerel, 103 tane uluslararası sukuk ihracı gerçekleştirmiştir. İç piyasa ihraç 21,305 milyon dolar olurken, uluslararası ihraç 12,430 milyon dolar olmuştur (IIFM, 2020, s. 53-57).

### **2.1.3. Suudi Arabistan Sukuk Gelişimi**

Suudi Arabistan sukuk piyasalarında en önemli adım 2012’de Kral Abdülaziz Havalimanı finansmanı olarak gerçekleştirilen ihraç olmuştur. Yapılan bu ihraç 10 yıl vadeli ve sukuk miktarı 4 milyar dolar olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca ihraç edilen bu sukuk kamu eliyle ortaya konmuştur (Tok, 2009, s. 23).

Diğer bir sukuk ihracı Suudi Elektrik şirketi tarafından 2013’te icara sukuk olarak gerçekleştirilmiştir. Bu sukuk vadesi en uzun süreli, 30 yıl vadeli olarak çıkarılmıştır. Burada ihraç edilen sukuklar Suudi Arabistan Borsası’nda işlem görmektedir. Genellikle 5-10 yıl vadeli sukuklardır. Sukuk ihracında önde gelen isimler İslam Kalkınma Bankası ve Suudi Elektrik şirketleri olmuştur. Suudi Arabistan’da 2008’e kadar ihraç edilen sukukları denetleyecek bir kurum bulunmamaktaydı. Bundan dolayı ihraç edilen bu sukuklar herhangi bir denetleme kapsamında tutulmamıştır. İslam hukukçuları için bu konu tartışma konusu olmuştur. 2008 yılına kadar ihraç edilen bu sukukların İslami hukuka uygunluğu konusunda görüş ayrılıkları bulunmaktadır. 2008’den itibaren devlet tarafından sukuklar denetime tabii tutulduğundan Suudi Arabistan’da sukuk ihraçları artmaya başlamıştır (Okulu, 2017, s. 68).



**Şekil 7.** Ocak 2001-Aralık 2022 Dönemi Uzun ve Kısa Vadede Yurt İçi Toplam Sukuk İhraçları (Milyon Dolar)

**Kaynak:** IIFM, 2023, s. 37.

Şekil 7. Yurt içi sukuk piyasasına bakıldığında istikrarlı bir yükseliş trendiyle gelişmeye devam ettiği görülmekte olup, Malezya çıkışlı ihraçlarda Dünya'nın geri kalan ülkelerine oranla yerli sukuk ihracında daha önde olduğu görülmektedir. Malezya çıkışlı ihraçlar, 2021 yılında 77,64 milyar ABD dolarına kıyasla 2022 yılında yaklaşık olarak 79,72 milyar ABD doları seviyesinde bulunmaktadır. Malezya dışında sukuk piyasasında önde gelen diğer ülkeler arasında Suudi Arabistan, Endonezya, Bahreyn, Katar, Türkiye, Bangladeş, Pakistan gibi ülkelere de yapılan ihraçlarda önemli ölçüde istikrarlı bir artış görülmektedir.

Uzun vadeli ve kısa vadeli sukuk ihraçları şekli değerlendirildiğinde 2022 yılında 48.795 milyar ABD doları tutarında kısa vadeli sukuk karşılığında 98.195 milyar ABD doları tutarında uzun vadeli sukuk ihraç edilmiştir. Yüzdelik olarak bu oran %33,20'ye karşı %66.80 olarak karşımıza çıkmaktadır.

#### 2.1.4. Birleşik Arap Emirlikleri Sukuk Gelişimi

Birleşik Arap Emirlikleri sukuk piyasalarında oldukça önemlidir. Burada hem özel hem kamu sektörü sukuk ihracında devreye girmektedir. 2013 ve 2015'te Sharjah İslam Bankası uluslararası yatırımcılara hitaben, 5 yıl vadeli 500 milyon dolarlık vekale sukuk olarak ihraç gerçekleştirmiştir. Damac gayrimenkulleri ise icara sukuk

olarak uluslararası yatırımcılara hitaben, 5 yıl vadeli 650 milyon dolarlık ve Dubai hükümeti tarafından yine uluslararası yatırımcılara hitaben, 15 yıl vadeli 750 milyon dolarlık ihraçlar gerçekleştirilmiştir. Bunlara ilave olarak 2015'te Dubai İslam Bankası tarafından uluslararası yatırımcılara hitaben, 1 milyar dolar değerinde mudara sukuk olarak ihraçlar gerçekleştirilmiştir (IIFM, 2015, s. 57).

Birleşik Arap Emirlikleri bulunduğu bölge içinde sukuk konusunda önemli bir noktadadır. 2014'te Dubai Uluslararası Finans Merkezi'nin kurulmasında etkili olmuştur. Ocak 2001-Aralık 2019 zaman diliminde uluslararası sukuk piyasalarında yüzde 27,72'lik bir paya sahip olmuştur. Ülkede özel ve kamu kuruluşları tarafından farklı modellerde sukuk ihracı yapılmıştır. 2019'da Sharjah Hükümeti bir milyar dolar değerinde, 7 yıl vadeli hibrit sukuk ihracı yaparken, yine 2019'da First Abu Dhabi Bankası 5 yıl vadeli, 850 milyon değerinde vekale sukuk ihracı yapmıştır (IIFM, 2020, s. 50-52).

#### **2.1.5. Endonezya Sukuk Gelişimi**

Endonezya içinde ilk sukuk ihracı 2002'de gerçekleştirilmiştir. Endonezya para birimi rupi olarak adlandırılan bu sukuk özel sektör eliyle yaklaşık 13 milyon dolar değerinde olup, 5 yıl vadeli ihracı gerçekleştirilmiştir. Daha sonraki dönemde devlet bu ihraçları kolaylaştırmak adına özel amaçlı bir şirket kurarak, devlet tarım ve altyapı projelerinde sukuk ihracı yoluna başvurmuştur. Ayrıca hükümet tarafından bu sukukların hukuka uygunluğunu kontrol etmek amacıyla birtakım kurallara uygun olup olmadığı sürekli denetlenmektedir (Hanefah, 2013, s. 110).

Doğu Asya en çok sukuk ihracı Malezya'dan sonra Endonezya takip etmektedir. Fakat ülkede hala ticari tahvil en çok kullanılan finansman enstrümanı olduğundan sukukun piyasa oranı yüzde 7.4'tür. 2013 yılının sonuna doğru ihraç edilmiş olan sukuklar 12.3 milyar dolar değerine tekabül etmektedir (Tok, 2009, s. 23).

#### **2.1.6. Katar Sukuk Gelişimi**

Sukuk ihraç konusunda Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi ülkelerinde öne çıkan isim Katar olmuştur. 2003'de 700 milyon değerindeki ihracı ile kamu sektöründeki ilk ihraçlar arasına girmiştir. 2010'a kadar daha durağan seyreden sukuk

piyasası bu yıldan sonra hızlanarak büyüyen piyasalardan olmuştur (Keten, 2016, s. 145).

### **2.1.7. Pakistan Sukuk Gelişimi**

Pakistan’da ilk sukuk ihracı 2005’te 600 milyon dolar değerinde, ilk yerli sukuk ihracı ise 2006’da 8,625 milyon Pakistan rupisi değerinde Pakistan Devleti tarafından gerçekleştirilmiştir (Keten, 2016, s. 145). Yerel sukuk piyasaları yatırımcıların ilgi odağı haline gelmeye başlamıştır. İç piyasalarda 2019’lu yılların sonuna kadar toplam olarak 1463.96 milyar Pakistan rupisi 121 tane yerel kira sertifikası ihraç edilmiştir. Pakistan sukuk piyasalarında en fazla icara ve muşaraka sukuk çeşitleri tercih edilmektedir (IIFM, 2020, s. 177).

### **2.1.8. Türkiye Sukuk Gelişimi**

Türkiye ilk olarak 1984’te Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS) adıyla Hazine Müsteşarlığı tarafından köprü, otoyol gibi altyapı gelirlerinin satılması amacıyla faizsiz sermaye sunumunu gerçekleştirmiştir (Küçükçolak, 2008, s. 44). Ülkemizde ilk GOS ihracı 1984’te Boğaziçi Köprüsü, 1985’te Keban Barajı için yapılmıştır (Türker, 2010, s. 41-42). Boğaziçi Köprüsü için 1984’te yapılan gelir ortaklığına dayalı senedin vadesi 2 ve 5 yıl olmak üzere iki vade şeklinde sunulmuştur. Bu senetlerin toplam nominal değerleri ise 10 milyar TL’ye tekabül etmektedir. Bahsedilen senetler ikincil piyasada işlem görmüş ve elde edilecek olan gelirden muaf tutulmuştur. Senetlerin ödemeleri Ocak ve Temmuz olmak üzere yılda iki kez yapılmaktadır (Türker, 2010, s. 41-42). Keban Barajı gelir ortaklığı senetlerinin nominal değeri 40 milyar TL olup ikinci köprü inşaatına finansman sağlamak maksadıyla 1985’te yapılması planlanmıştır. 3 ve 5 yıl olmak üzere iki aşamalı vade olarak çıkarılmıştır (Türker, 2010, s. 41-42). İlk çıktığı zamanlarda fazlaca rağbet görmesine karşın 1996’dan sonra etkisini biraz yitirmiştir. Bunun çeşitli nedenlerinin arasında nakte çevrilme derecesinin düşük olması ve düzenli ihraç yapılamaması gibi nedenler yatmaktadır. İhracına son verilmiş olsa da GOS’lar, ilgili yatırımcılara varlığa dayalı gelir sağladığından günümüzdeki sukukun ilk örneklerinden olmuştur (Yılmaz, 2010, s. 29). GOS’lara benzer olarak Anonim Ortaklık sonucu ortaya çıkan sahibine ortaklık hakkı sunmadan kar payı, yeni pay edinirken Tebliğ’de belirtilen bazı ilgili imkanlardan faydalanma hakkı sağlayan menkul kıymet ihracına yönelik düzenlemelere gidilmiştir.

Katılma İntifa Senedi (KİS) olarak adlandırılan bu enstrüman mudaraba sukuk modelini anımsatmaktadır. Zaten mudaraba sukukta KİS gibi sahibine yönetime katılma hakkı vermeden yalnızca oluşacak karla ilgili söz hakkı vermektedir (Tok, 2009, s. 52).

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 2010'da yayınlanan Türkiye Kira Sertifikaları Tebliği'ne göre uygulanması planlanan sukuk çeşidi icara sukuk olmuştur. Bu tebliğ sayesinde Türkiye finansal kuruluşları sukuk ihracı yetkisine kavuşmuştur (Tok, 2009, s. 52). Bu tebliğ doğrultusunda sukuk ihraç izni ile birlikte finansal kuruluş ve firmaların nasıl sukuk ihracı yapacakları hususu da aydınlatılmıştır. Bütün düzenlemeler ışığında Kuveyt Türk Katılım Bankası 2011'de ilk sukuk ihracını gerçekleştirerek, 2012'de Türkiye Cumhuriyeti kamu sukuku ihracı yaparak sukuk piyasasına girişini gerçekleştirmiştir. 1,5 milyar dolar değerindeki bu sukuk Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi tarafından ihraç edilmiştir. Ayrıca bu sukuk Standard & Poors tarafından BB notu ile derecelendirilmiş olup, %27'si Orta Doğu'ya, %19'u Türkiye'ye, %19'u İngiltere'ye satılmıştır. Fakat gerek kamu gerekse özel sektör sukukunda yeterli seviyede gelişim gösterememiş ve rakiplerinin gerisinde kalmıştır (Yılmaz, 2010, s. 29). SPK sukuk geliştirme amacıyla 2013'te 5 tane kira sertifikası geliştirmiştir (Tok, 2009, s. 52). Katılım bankaları Türkiye'de sukuk ihracında başı çekmektedir. Devletin desteğiyle birlikte katılım bankaları Türkiye sukuk piyasasına canlılık kazandırmıştır (Okulu, 2017, s. 79). Aynı zamanda Türkiye Cumhuriyeti Hazinesinin borçlanması açısından hükümete alternatif bir uzun vadeli borçlanma imkanı sunmuştur (Yılmaz, 2010, s. 29). Türkiye'de devlet ve özel sektör tarafından sukuk ihracı yapılmaktadır. Devlet eliyle ihracı yapılan sukuklar Türkiye Cumhuriyeti Hazine Müsteşarlığı tarafından gerçekleştirilmekte olup, bu sayede devlet finansmanını sağlarken aynı zamanda sertifikaya sahip olanlara da gelir elde etme olanağı sunmaktadır. Bu sukuklar Türkiye Cumhuriyeti Hazine Müsteşarlığı güvencesiyle sağlanmaktadır. Müsteşarlık sukuk sahiplerine payları oranınca sukuk bedellerini dağıtmaktadır. Aynı zamanda devlet eliyle sağlanan bu sukuklar kolayca devredilip, alınıp satılabilirler. Çünkü Borsa İstanbul'da işlem görmektedirler. Bu sukuklar 5 yıllık vade ile kira sertifikası (icara sukuk) olarak gerçekleştirilmektedirler (Tok, 2009, s. 52).

Türkiye'de devlet dışında sukuk ihraç eden yetkili kuruluşlar da mevcut olup bunlar varlık kiralama şirketleri olarak adlandırılmıştır. Bankalar, aracı kurumlar,

borsada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları varlık kiralama şirketleri kurabilecek olan kuruluşlardır(Tok, 2009, s. 13).

## **2.2. DİĞER ÜLKE SUKUKLARI GELİŞİMİ**

### **2.2.1. Almanya Sukuk Gelişimi**

Alman yasalarınca sukuk konusunda herhangi bir yasa bulunmamaktadır. Buna karşın Saxony Anhalt Eyaleti 2004'te Hollanda'da bulunan bir varlık kiralama şirketi vasıtasıyla Bahreyn ve Lüksemburg'da 100.000.000 Euro değerinde 5 yıllık sukuk ihracı gerçekleştirmiştir (Hartoka, 2012, s. 78).

### **2.2.2. İngiltere Sukuk Gelişimi**

İngiltere diğer Avrupa ülkeleriyle kıyaslandığında sukuk konusunda daha aktif işlem görebilen bir piyasaya sahiptir. Bu ülkede iki tane piyasa vardır ki bunlar burada bulunan sukukların işlem görebilmesi adına görev üstlenmektedirler. Bunlar Londra Borsası (London Stock Exchange) ve Profesyonel Menkul Kıymetler Piyasası (Professional Securites Market) adı verilen önemli piyasalardır. Devlet eliyle de sukuk çıkarılması yönünde çeşitli çalışmalar yapılsa da henüz bu konuda bir sonuca varılamamıştır (Hartoka, 2012, s. 78).

### **2.2.3. Fransa Sukuk Gelişimi**

Fransa İslami anlamda yatırımcı profili oluşturmak adına sukuk yatırımlarına önem vermektedir. Bu doğrultuda 2008 ve sonrasında, Fransa Ekonomi Bakanlığı'na yapılan çalışmalar olsa da 2016'ya kadar yalnızca iki sukuk ihracı yapılmıştır. Bunlar enerji ve gıda sektöründe gerçekleştirilmiştir. Ülkede İslami finans piyasasını yasal olarak tanıtmak amacıyla Fransa vergi mevzuatı bu konuda düzenlenmiştir (Hartoka, 2012, s. 78).

## **2.3. LİTERATÜR**

**Küçükçolak (2008)** çalışmasıyla, İslam sermaye piyasasının gelişmesiyle beraber Körfez sermayesinin Türkiye'ye çekilmesinde önemli bir role sahip olan ve son yıllarda önemli bir yatırım aracı haline gelen sukuk enstrümanı incelenmiştir. Faizsiz yatırım araçlarında Türkiye deneyimi (VDMK, GOS, KZOB vb.) ile ilgili mevzuata bakılmış ve mevcut Türk sermaye piyasası içinde Körfez sermayesine göre

düşünülen yatırım araçlarına olan gereklilikler İslam dünyası tecrübeleri dikkate alınarak oluşturulmuştur. İkincil piyasada sukukun yeterince derin olmadığı, sabit getirili yatırım araçlarına yönelik ikinci el piyasası bulunan İslam ülkelerinin 2016 yılı işlem hacmi GSYİH ortalaması göz önüne alındığında İslami yatırım araçları açısından yıllık olarak yaklaşık 10 milyar dolar, sermaye piyasası gelişmiş olan İslam piyasaları içinde Bahreyn Borsası verilerine göre yıllık yaklaşık 50 milyar dolar işlem hacmi olabileceği saptanmıştır.

**Büyükakin ve Önyılmaz (2012)** çalışmasıyla, yurtiçi ve yurtdışında İslami bankacılığın gelişimi konusundaki İslamiyetin getirdiği yasaklar hususunda hassas düşünüen bazı kesimlerin ellerinde bulunan fonları ekonomiye kazandırmaları konusunda önemli ölçüde rol oynayan sukuk incelenmiştir. 2000-2001 krizinden sonra “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” Türk sermaye piyasasına önemli ölçüde bir boyut kazandırmıştır. Bankacılık alanındaki gelişmeler 2008 Dünya Finansal Krizinin de en az zarara indirgenmiş olarak bu dönemi atlattığını sağlamıştır. Ekonomide meydana gelen tüm bu değişimler sonucunda ülke ekonomisi yararı gözetildiğinde, sukuk işlemlerinin hareketlendirilmesi için hukuki olarak doğru şekilde biçimlendirilmesi, borsada işlem görmeye yönelik düzenleme ve daha açıklayıcı tanıtımının yapılmasını doğru bulmuştur.

**Ahmad, Daud ve Kefeli (2012)** çalışmasıyla, Malezya’da sukuk ihracının makroekonomik etkilerini 1996-2011 dönemi için topluca araştırmayı amaçlamıştır. Elde edilen sonuçlara göre Vektör otoregresif modelleri, varyans ayrıştırması ve etki tepki fonksiyonları göz önüne alınarak sukukun Granger’ın GSYH’ye, GSYİH Granger’ın ise hem ÜFE’ye hem de TÜFE’ye neden olduğunu göstermiştir. Bu sonuçların önemi ise karar verici merciler tarafından politika çıkarımı olmasıdır. Sukuk ihracının GSYH’ye neden olması nedeniyle politika yapıcı mercilerin İslami sermaye piyasasının işlevsel yönlerini modernize edecek yeni politikalar tasarlaması gerekmektedir.

**Yakar, Kandır ve Önal (2013)** çalışmasıyla, İslami finans kapsamında sukukun önemli bir yere sahip olduğu ve Türkiye’de de uygulanmaya başlamasıyla birlikte özel sektör tarafından çıkarılabileceği gibi Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi tarafından da çıkarılabileceği konusu üzerinde durulmuştur. Bu doğrultuda sukuk çıkarılmasına ilişkin Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından tebliğ hazırlanarak Türkiye’de sukuk kira sertifikası olarak tanımlanmıştır. Fakat sukuk sadece bir kira sertifikasından ibaret değil aynı zamanda farklı türleri de olan bir yatırım aracıdır.

Türkiye ilk sukuk ihraçlarında başarı sağlamıştır. Bu başarının devamlılığını sağlayabilmek adına uluslararası bazı deneyimlerden faydalanarak birtakım önlemlerin alınması gerekmektedir. Önlemlerden ilki İslami esasların baz alınması, ikincisi daha önce ihracı yapılmış sukuk için ikincil piyasanın oluşturulması, üçüncüsü ise yatırımcıların bilgilendirilmesiyle performans ölçümünü sağlamaktır. Sukukun daha cazip hale gelmesini sağlayacak olan bir diğer husus vergidir. Kira sertifikasının vergilendirilmesine ilişkin temel esaslar 6111 sayılı Kanun ile belirlenmiştir.

**Yılmaz (2014)** çalışmasıyla, faizsiz finansal araçlarından biri olan sukuk, inançları gereği geleneksel finans yatırım araçlarından uzak duran yatırımcıları çekmek için uygun olan, Türkiye’de de yeni yeni uygulanmaya başlanmış olan sukuk incelenmiştir. Sukuk öncelikle Ortadoğu’da ortaya çıkmış özellikle Malezya’da hızla yayılmıştır. Literatür taraması yapılarak, yürürlükte var olan mevzuat detaylıca incelenmiştir.

**Özcan ve Elitaş (2015)** çalışmasıyla, yeni bir finansman enstrümanı olan sukukun tanımına, çeşitlerine, işleyişine, diğer piyasa araçları ile olan fark ve benzerliklerine yer verilerek, mevzuat açısından da sukukun nasıl vergilendirildiği ve muhasebeleştirildiğine bir örnek ile yer verilmiştir. Çalışmanın sonucu olarak sukukun daha çok İslami ülkeler bazında ihraç edildiği ve son yıllarda giderek artan işlem hacmiyle beraber Amerika, İngiltere, Japonya, Almanya gibi diğer ülkelerde de ihraç edildiği görülmüştür.

**Bilen (2016)** çalışmasıyla, 2000’li yıllarda literatüre dahil olan piyasada faizsiz bono olarak da anılan sukuk enstrümanının yapısı ile muhasebeleştirilmesi hakkında bilgi verilmiştir. Amaç doğrultusunda sukukun geliştirilmesinin gerekli olduğu konusu üzerinde durularak sukuk türleri ve işlemleri konusunda bilgi verilmiştir. İkinci el sukuk piyasasında literatürdeki tartışmalı konulara değinilerek son kısımda muhasebe kayıtlarının pratiği hakkında uygulamaya yer verilmiştir. Türkiye finansal piyasasında var olan katılım bankasının faaliyet raporlarından yararlanılarak muhasebe kayıtları yapılandırılmıştır. Sukuk ihracında özel sektör alanında en sık başvuru alanlarından biri olan hibrid (icara ve alım satıma dayalı) yöntemine göre yapılması belirlenmiştir.

**Özen (2017)** çalışmasıyla, borçlanma araçlarından olan sukuk ve bonoyu tercih etme sebepleri araştırılmıştır. Araştırmada sukuk ve bono ihraçlarının karlılık, firmanın büyüklüğü değişkenleri ile ilişkisi dengeleme teorisi (trade-off theory) ve finansal hiyerarşi teorisi (pecking order theory) üzerinden incelenmiştir. Analiz kısmında finans sektöründe bulunan ancak muhasebe işleyişi farklı olan firmalar hariç



bırakılmıştır. Fark-GMM ve Sistem-GMM ekonometrik yöntemler kullanılarak ihraçtan edinilen borçlanma oranları ile değişkenler arasındaki ilişkiye bakılmıştır. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre bono ihracının sukuk ihracına göre daha hızlı borç kullandırdığı, borçlanma artışının da firma karlılığını düşürücü etkisinin daha az olduğu sonucuna varılmıştır. Bono ihracı yapan firmaların da büyüklüğünün artmasıyla beraber daha fazla bono ihraç eder hale geldiği saptanmıştır.

**Hassan, Paltrinieri, Dreassi, Miani ve Sclip (2018)** çalışmasıyla, sukukun (İslami tahvillerin) Avrupa, Amerika Birleşik Devletleri ve gelişmekte olan diğer geleneksel tahvil piyasaları arasındaki koşullu korelasyon ve volalite ilişkisini incelemek amacıyla çok değişkenli GARCH modelini kullanmıştır. Elde edilen bulgulara göre sukukun ve geleneksel yatırım amaçlı tahvillerin piyasa şoklarına karşı koşullu oynaklığın daha düşük tepkisine ve daha yüksek kalıcılığa sahip olduğu sonucuna varılmıştır. Bir diğer varılan sonuç ise sukuk getirilerinin ABD ve AB yatırım yapılabilir tahvillere göre çok daha az değişken olduğu tespit edilmiştir. Bunun yanında sukuk getirileri ile tahvil piyasaları arasında, değişen makroekonomik koşullar doğrultusunda zamanla değişen pozitif korelasyon bulunmuştur. Durgunluk dönemlerinde ise sukuk ve tahvil piyasaları arasında dinamik korelasyonun artma eğiliminde olduğu gözlemlenmiştir. Son olarak da piyasa genelindeki faktörlerin korelasyonları nasıl etkilediği incelenmiş, sukuk-tahvil ilişkisinde piyasa likiditesi, ham petrol fiyatları, ABD kredi bilgileri ve borsa belirsizliği ile açıklanan önemli davranış değişiklikleri bulunmuştur.

**Allaham (2018)** çalışmasıyla, Türkiye’de mevcut sukuk uygulamalarını, sukuk uygulamaları var olan diğer İslam ülkeleri, Malezya, Bahreyn ve Birleşik Arap Emirliklerinde olan Dubai örneği ile karşılaştırmalı olarak incelemeyi amaçlamıştır. Aynı zamanda Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (AAOIFI) tarafından yayınlanan standartlarla Türkiye sukuk uygulaması karşılaştırılarak Türkiye’deki eksiklikler ortaya konmuştur.

**Şarkaya (2019)** çalışmasıyla, sukuk finansal aracının küresel ekonomideki yerini ve Türkiye’deki sukuk piyasalarını geleneksel tahvil endeksleri ile sukuk endeksleri arasındaki ilişkiyi ekonometrik olarak incelemeyi amaçlamıştır. Bu amaç ile S&P ABD Devlet Tahvili Endeksi ile Dow Jones AAA Dereceli Sukuk Toplam Getiri Endeksinin ve S&P 500 Tahvil Endeksi ile S&P Global Yüksek Getirili Sukuk Endeksinin arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkileri test etmiştir. ABD’nin hem

devlet tahvili hem de özel sektör tahvili endekslerinin global sukuk endekslerini etkilediği sonucu elde etmiştir.

**Güçlü (2019)** çalışmasıyla, amaçlanan AAOIFI faizsiz finans standartlarında ve SPK Kira Sertifikaları Tebliği'nde yer alan sukuk türlerinin incelenmesi ve karşılaştırılmasıdır. Bu amaçla sukuk kavramı, türleri ve işleyişi incelenerek sukuk türlerinin dayanağını oluşturan fıkhi sözleşmelere yer verilmiştir. Daha sonra da SPK tebliği ile AAOIFI 17 numaralı faizsiz finans standardında belirlenmiş olan sukuk türleri arasındaki farklılık ve benzerlikler ele alınmıştır. Standarda göre temelde 9 sukuk türü tanımlanmıştır. Tanımlananların tamamı fıkhi sözleşmeye dayalıdır. SPK'da ise temelde 5 sukuk türü tanımlanmıştır.

**Avcı (2020)**, çalışmasıyla ülkelerin sukuk pazarı gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi panel VAR analizi ile araştırmaya çalışmış ve analizde 2014Q1-2019Q2 dönemi çeyreklik verileri kullanmıştır. Yapılan analizler sonucunda ekonomik büyümeden Sukuk büyüme oranına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi görülmüştür.

**Karaoğlu (2020)**, çalışmasıyla İslami finans literatürünü oluşturan tüm çalışmaları bazı sınıflandırma kriterlerine uygun olarak analiz ederek araştırma eğilimleri hakkında bir fikir sunmayı amaçlamıştır. Bu amaç doğrultusunda çalışmaların başlık, özet ve anahtar kelimeler kısmında geçen "Islamic finance" kavramı Scopus veri tabanında ulaşılabildiği 1786 çalışmayı irdeleyerek R programı ile çalışma verileri bibliyometrik analiz yöntemi ile ele almıştır. İslami finans literatürüne 2019- 2020 yıllarında 368 yeni çalışma eklenmiş ve dahil edilen çalışmaların anahtar kelimeleri incelendiğinde İslami bankacılık, sukuk, Malezya ve İslam hukuku kavramları olmuştur.

**Yiğiter, Sarı ve Başakın (2021)**, çalışmasıyla ülkemizde sukuk ihracı yapan 5 işletmeyi ele almışlardır. İşlem gören şirketlerin fiyat verilerini kullanarak gelecekte olması düşünülen fiyat verilerini tahmin etmişlerdir. Çalışmada Bulanık Mantık yöntemini kullanmışlardır. Bulanık Mantık yöntemi sukuk verileri üzerinde kullanılmış ilk yöntem olması sebebi ile önem taşımaktadır.

**Kazancı (2021)** çalışmasıyla, son yıllarda Lisanslı Depo İşletmelerinde depolanan tarıma dayalı olarak ürün temsil eden ve Elektrik Ürün Senetleri (ELÜS) olarak adlandırılan sertifikalar ihraç edilmektedir. Bu sertifikaların varlık olarak kullanılmasıyla birlikte hem sukuk ihracına yeni bir dayanak sağlayacak hem de ELÜS kullanımını genişlemesine olanak sağlayacaktır. Çalışmada dayanak varlık

olarak ELÜS kullanılmış, varlığa dayalı ve varlık temelli dört sukuk ihraç yöntemi oluşturulmuştur.

**Dilber (2022)** çalışmasıyla, Türkiye’de katılım bankaları tarafından ihraç edilen sukuk ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemeyi amaçlamıştır. 2013Q4-2021Q3 dönemi tüm katılım bankalarının ihraç etmiş olduğu sukuk ve reel GSYH rakamları verileri ile Engle-Granger eş-bütünleşme ve Granger nedensellik analizlerini kullanmıştır. Yapılan analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre Engle-Granger eş-bütünleşme testinin sonucunda sukuk ihracı ile reel GSYH arasında uzun dönemli istatistiksel olarak anlamlı bir eş- bütünleşme ilişkisi bulunamamış ancak Granger nedensellik testi sonuçlarına göre reel GSYH’dan sukuk ihraçlarına doğru tek yönlü Granger nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Çalışmadan elde edilen sonuca göre Türkiye’de katılım bankaları tarafından piyasaya sunulan sukuklar ile ekonomik büyüme arasında eş-bütünleşme ilişkisinin olmadığıdır.

**Öner (2022)** çalışmasıyla, pandeminin COVID-19 salgın sürecinde kamu (T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı) ve katılım bankaları tarafından ihraç edilen sukuk (kira sertifikaları) üzerinde ne denli etkisi olduğunu araştırmayı amaçlamıştır. Çalışmada bir diğer araştırılan husus Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Gdp), faiz oranı, enflasyon ve döviz kurunun sukuk üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Bu amaç doğrultusunda yönelik 2015/01-2021/12 dönemlerine ait aylık veriler kullanılarak panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen analiz sonucuna göre sukuk ihraçlarının pandemide olumsuz etkilenmediği görülmüş ve gdp, faiz oranı, döviz kurunun sukuk gelişimini olumlu yönde etkilerken enflasyonun ise sukuk gelişimini olumsuz yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

**Bezgin ve Karaçayır (2022)** çalışmasıyla, amaç İslami piyasalar ve volatilitedeki artış incelendiğinde görülen artış neticesinde Dow Jones Sukuk Endeksi ile seçilmiş bazı İslami Endekslerin incelenmesi kaçınılmaz olmuştur. Bunun sonucunda Dow Jones Sukuk Endeksi ile Dow Jones Hindistan Endeksi, MSCI USA İslami Endeksi, Jakarta İslami Endeksi ve Doha Al-Rayan İslami Endekslerinin getiri volatiliteleri arasındaki etkileşim 2013-2021 dönemi verileri baz alınarak incelenmiştir. Çalışmada Dinamik Koşullu Korelasyon-GARCH analizi baz alınmıştır. Serilerin tamamında volatilitate kümelenmesi ve volatilitede sürekliliğinin olduğu sonucuna varılmıştır. Elde edilen bir diğer bulgu ise Dinamik koşullu korelasyon analizine göre da Dow Jones Sukuk Endeksi ile Dow Jones Hindistan Endeksi, MSCI USA İslami Endeksi ve Doha Al-Rayan arasında zamanla değişen pozitif yönlü

volatilite etkileşimi olduğudur. Tüm bu bulgular ışığında Dow Jones Sukuk Endeksi'nde volatilite artışı olduğunda incelenen bu endekslerde volatilite artışı olması beklenmektedir.

**Uddin ve Ayhan (2023)** çalışmasıyla, Bangladeş'te yakın zamanda başlanmış sukuk ihracına yönelik ilk olarak 29. Sermaye Piyasası Düzenleme Kurulu 2019 yılında Bangladeş Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonunun (BMKBBK ) sukukuna ilişkin bir duyuru yapmıştır. 2020 yılında ise hükümet Maliye Bakanlığında sukuk ihracı ile ilgili rehber yayınlamıştır. "Tüm Ülke İçin Güvenli Su Temini" (Safe Water Supply for the Whole Country) adlı projeye nakit toplamak amacı ile Bangladeş 23 Aralık 2020 yılında sukuk çıkarılmıştır. Aynı zamanda ülkede ilk sukuk ihalesi de 28 Aralık 2020 yılında yapılmış olup ihaleye İslami bankalar, konvansiyonel bankalar ve otuz dokuz finans kuruluşu katılmıştır. İslam alimlerinin bir hayli dikkatini çeken bu konu üzerinde yapılan bu araştırmanın amacı sukuk kavramı, türleri ve İslam hukukunun itirazlarını baz alarak ülkede İslami bankacılık yasalarının durumunu tartışmayı amaçlamıştır.

**Mseddi (2023)** çalışmasıyla, sukuk konusundaki menkul kıymetleştirmenin sistematik risk artışını kaynak şirketler için olumlu olarak etkilediğine dair uluslararası ampirik kanıtlar içermektedir. 68 sukuk ihracının piyasa bazında analizini kullanan çalışma 2004-2020 aralığını kapsamaktadır. Makale sukuk örneklemelerinin işlemlerini ihraç tarihlerine ayırıştırarak başlamaktadır. Olay penceresinden bakıldığında öncesi, sonrası ve sonrası olarak sistematik riskin farklı model parametreleri göz önüne alındığında olay penceresi içinde bahsi geçen bu riskin kademeli olarak değişmesine olanak tanıdığı görülmektedir. Elde edilen bulgulara göre duyuru tarihlerinden önce sistematik riskte azalma olduğunu göstermektedir. Bu durumu ancak şirketlerin yeni finansman sağlamaya karar vermesi durumunda riskin sukuk sahiplerine aktarıldığı algısıyla açıklanmaktadır. Sukuk projelerinde olay sonrası sistematik riskteki artış şirketlerin likiditeyi riskli varlıklara yatırma eğilimi göstermesi sonucu sermaye yapısı ve finansal kaldıraçtaki değişimi etkilemesi ile açıklanabilir.

**Gürbüz, Tathiyer ve Kılıç (2023)** çalışmasıyla, katılım bankaları ve devlet tarafından ihraç edilen sukukların finansal piyasalar üzerindeki etkisini incelemiştir. Türkiye'deki ekonomik büyümenin incelenmesi hususunda ekonometrik analiz yapılmıştır. 2013Q1-2022Q4 dönemi aralığını kapsayan veriler kullanılarak Johansen eşbütünleşmesi VECM Granger nedensellik analizine yer verilmiştir. Elde edilen bulgulara göre sukuk ihracının ekonomik büyüme ile hareket etmektedir. Uzun dönem

katsayı sonuçlarına bakıldığında sukukun ve katılım bankalarının ekonomik büyümeye etkisi pozitif yönlüdür. Fakat devlet tarafından ihraç edilen sukukların ekonomik büyümeye etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır. Granger nedensellik analizi sonuçlarına göre GSYH'dan katılım bankalarına tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Son olarak ulaşılan en genel sonuç sukuk ihracının ekonomik büyümeden hem faydalandığı hem de katkı sağladığıdır.

**Diniyah (2023)** çalışmasıyla, İslami bankaların, sukukun, İslami hisse senetlerinin, İslami yatırım fonlarının, gelişimi ile oluşan finans sektörünün Endonezya'nın ekonomik büyümesine katkısı arasındaki ilişkiyi açıklamayı amaçlamıştır. Çalışmada 2013Q1 – 2020Q4 dönemine ait üç aylık zaman serisi verileri kullanılmış olup, analiz modeli Vektör Hata Korelasyon Modeli (VECM), birim kök testleri, eşbütünleşme testleri, Granger nedensellik testleri yapılmıştır. Bunlara ilaveten çalışmada etki tepki fonksiyonu da kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre İslami bankacılığın, sukukun, İslami borsanın ve İslami yatırım fonlarının gelişmesinin ekonomik büyüme üzerinde uzun vadeli bir etkiye sahip olduğudur. Endonezya'daki İslami finansın durumuna ilişkin genel bir bakış açısı sunması ve böylece İslami finansın geliştirilmesine yönelik gelecekteki politikaların formüle edilmesi veya belirlenmesinde ilgili makamlara referans teşkil etmesi beklenmektedir.

**Türkay, Limanlı ve Gülfen (2023)** çalışmasıyla, amaçlanan Türkiye'de Borsa İstanbul (BIST) sürdürülebilirlik endeksi, kamu ihraçlı kira sertifikası (sukuk) ve 10 yıllık devlet borçlanma senedi (devlet tahvili) arasındaki zamanla değişen nedensellik ilişkisini araştırmaktır. Ampirik analizinde kullanılan veriler 2016-2020 dönemini kapsayan günlük verilerdir. Elde edilen bulgulara göre BIST sürdürülebilirlik endeksi ile kira sertifikası (sukuk) arasında iki yönlü, BIST sürdürülebilirlik endeksi ile devlet tahvili arasında tek yönlü (BIST sürdürülebilirlik endeksinden devlet tahviline), devlet tahvili ile kira sertifikası arasında iki yönlü zamanla değişen Granger nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: ANALİZ VE UYGULAMA

Bu bölümde, araştırmanın amacına ve önemine, kullanılan yönteme ve veri setine ait detaylı bilgiye yer verilmiştir. Daha sonra Dünya ülkelerinden analize dahil edilecek olan ülkeler belirlenmiş ve bu ülkelerin sukuk ihraç verileri ile toplam küresel

sukuk ihraç verileri, ülkelerin sukuk ihraç verileri ile küresel sukuk endeksleri, ülkelerin sukuk ihraç verileri ile dolar endeksi, ülkelerin sukuk ihraç verileri ile Dow Jones İslami Piyasa endeksi ve ülkelerin sukuk ihraç verileri ile S&P 500 Bond Index arasındaki eşbütünleşme ilişkileri araştırılmış ve çalışmada elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

### 3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Çalışma, sukuk ihraçlarının, ihraç edilen ülkeler, küresel sukuk ihraç miktarları, Dünya İslam endeksleri ve dolar endeksi bakımından incelenerek aralarındaki ilişkinin eşbütünleşme analizi ile açıklanması ve literatüre katkı sağlaması sebebiyle önemlidir.

### 3.2. Veri Seti ve Yöntem

Araştırmanın analizinde, 2013Q4-2021Q3 dönemi çeyreklik veriler kullanılmıştır. Araştırmada çeyreklik veriler test edilmiş ve Küresel Sukuk ihraç verileri, Küresel Sukuk Endeksleri ve Dolar Endeksi kullanılmıştır. Ükelere ait küresel ihraç verileri <https://www.ifs.org/data-metadata/> adresinden alınmıştır. Dow Jones İslami Piyasalar Dünya (DJIMI) verileri ve dolar endeksi verileri <https://tr.investing.com/> adresinden elde edilmiştir. S&P 500 Bond Index verileri <https://www.spglobal.com> adresinden edinilmiştir.

Dünya’da 2012-2018 yılları arasındaki yedi yıllık dönemde sukuk varlıklarının 2012 yılında sukuk varlıklarının değeri 206 milyar Amerikan doları iken 2018 yılında iki kattan fazla artarak 470 milyar Amerikan doları büyüklüğüne ulaşmıştır. Söz konusu dönemler arasında artan bir trend görülmektedir. 2024 yılında ise bu tutarın 843 milyar Amerikan dolarına ulaşacağı tahmin edilmektedir (Ergün, 2020, s.91).

Çalışmada sukuk ihraç verilerine ulaşılan ülkeler; Afganistan, Bahreyn, Bangladeş, Brunei Darussalam, Mısır, Endonezya, İran, Irak, Ürdün, Kazakistan, Kenya, Kuveyt, Kırgızistan, Lübnan, Libya, Malezya, Morocco, Nijerya, Umman, Pakistan, Filistin, Katar, Suudi Arabistan, Sudan, Türkiye, Birleşik Arap Emirlikleri, Birleşik Krallığı’dır. Bu ülkelere ait veriler çeyreklik dönemler itibariyle toplanarak Küresel Sukuk İhraç verileri elde edilmiştir. Ayrıca zaman serileri analizine uygun olan ülkeler ayrıştırılarak analiz sürecine dahil edilmiştir. Verileri analize uygun olan ülkeler; Birleşik Arap Emirlikleri, Brunei, Endonezya, Kuveyt, Malezya, Nijerya, Pakistan, Sudan, Suudi Arabistan, Umman, Ürdün, Türkiye’dir.

Dow Jones İslami Piyasalar Dünya (DJIMI) endeksi verileri <https://tr.investing.com/indices/dj-islamic-market-world> adresinden elde edilmiştir.

### 3.2.1. RALS ADF Birim Kök Testi

*RALS-ADF* birim kök testinde, durağanlık testi,  $\gamma$  parametresiyle araştırılmaktadır. Bu parametrenin test istatistiği *RALS-ADF* için *TRADF* şeklinde ifade edilmektedir.

*RALS-ADF* birim kök testi hipotezleri;

$H_0: \gamma = 0$  (Hataların normal dağılmaması bilgisi altında seriler birim köklüdür).

$H_A: \gamma < 0$  (Hataların normal dağılmaması bilgisi altında seriler durağandır) şeklindedir.

*RALS-ADF* birim kök testi istatistiklerinin elde edilme aşamasındaki teoremler şu şekildedir;

*tADF*, *ADF* birim kök testinden elde edilen tistatistikleri ve *tRADF* *RALS-ADF* birim kök testinden elde edilen *t* istatistikleri olmak üzere; temel hipotezler altında *RALS-ADF* testine ait *t* istatistiklerinin limit dağılımları aşağıdaki gibidir;

$$tRADF \rightarrow p. tRADF + \sqrt{1 - p^2}. Z$$

*Z* standart normal dağılan rassal bir değişkeni, *p* ise ana modeldeki birim kök testinden elde edilen hatalarla RALS prosedürü uygulanan birim kök testinden elde edilen hatalar arasındaki uzun dönemli korelasyonu göstermektedir.

Analizde  $p^2 = \frac{\sigma_{ve}^2}{\sigma_v^2 \sigma_e^2}$  tanımlanmakta ve  $p^2$  'nin alabileceği farklı değerlere göre elde edilen kritik değerler ve test istatistikleri değişmektedir (Im, Lee ve Tieslau, 2011: 9).

### 3.2.2. Rals Eşbütünleşme Testi

*RALS-EG* eşbütünleşme testinde, eşbütünleşme ilişkisi  $\delta_1$  parametresi ile araştırılmaktadır.

*RALS-EG* eşbütünleşme analizi için hipotezler;

$H_0: \delta_1 = 0$  (Hataların normal dağılmaması bilgisi ile eşbütünleşme ilişkisi yoktur).

$H_0: \delta_1 < 0$  (Hataların normal dağılmama bilgisi ile eşbütünleşme ilişkisi vardır) şeklindedir.

$tEG$ ,  $EG$  eşbütünleşme testinden ve  $tREG$   $RALS-EG$  eşbütünleşme testinden elde edilen t istatistikleri olmak üzere;

$$tREG \rightarrow p.tREG + \sqrt{1-p^2}.Z$$

$Z$  standart normal dağılan rassal bir değişkeni,  $p$  ise ana modeldeki eşbütünleşme testinden elde edilen hatalarla  $RALS$  prosedürü uygulanan eşbütünleşme testinden elde edilen hatalar arasındaki uzun dönemli korelasyonu göstermektedir.

Analizde  $p^2 = \frac{\sigma_{ve}^2}{\sigma_v^2 \sigma_e^2}$  tanımlanmaktadır  $p^2$ 'nin alabileceği farklı değerlere göre elde edilen kritik değerler ve test istatistikleri farklılaşmaktadır.  $p^2=1$  olması durumunda  $tREG = tEG$  olması önemli bir konudur. Bu durumda  $RALS-EG$  testleri için şartlar sağlanmış olmaktadır (Lee, Leeve Im, 2015, s.5-6).

### 3.3.Araştırma Bulguları

Çalışmada veriler adreslerden elde edildikten sonra analize uygun hale getirilmiştir. Zaman serilerinin, birbirine uyumlu hale gelmesi için Ewiev-10 programında logaritmaları alınarak yeni seriler oluşturulmuştur. Serilerin doğrusal olup olmadığı Harvey Doğrusallık Testi ile test edilmiştir.

**Tablo 1.** Harvey Doğrusallık Testi Sonuçları

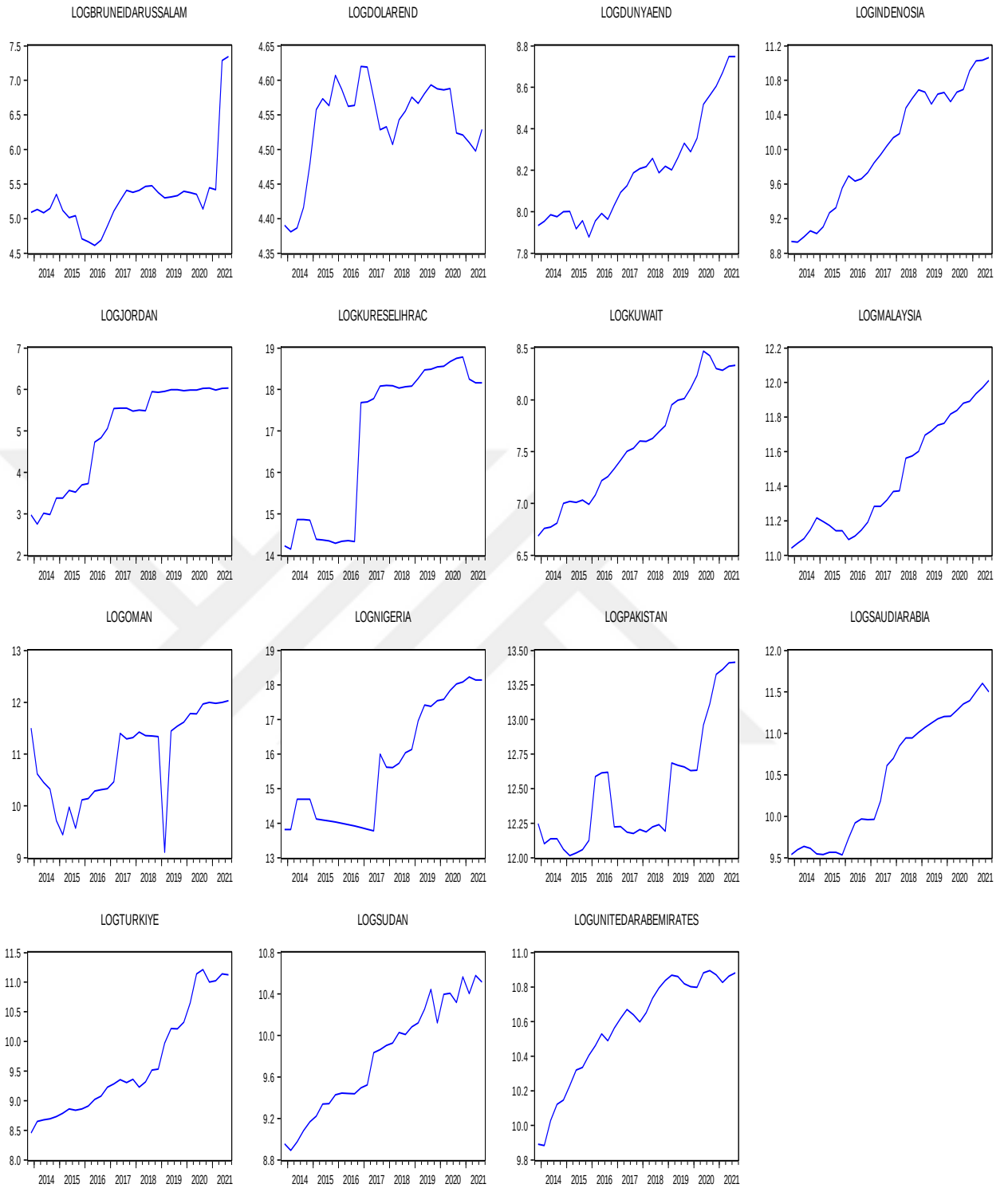
|                        | W_lam  | W*_10% | W*_5% | W*_1% |
|------------------------|--------|--------|-------|-------|
| <b>Bruney</b>          | 0.14*  | 0.60   | 0.64  | 0.70  |
| <b>Dünya Endeks</b>    | 7.12*  | 3.23   | 3.26  | 3.31  |
| <b>Endonezya</b>       | 4.72*  | 1.31   | 1.33  | 1.37  |
| <b>Küresel İhraç</b>   | 0.38 * | 3.14   | 3.17  | 3.22  |
| <b>Kuveyt</b>          | 16.10  | 9.58   | 9.75  | 10.07 |
| <b>Malezya</b>         | 3.02*  | 6.99   | 7.11  | 7.32  |
| <b>Nijerya</b>         | 1.10*  | 4.12   | 4.27  | 4.55  |
| <b>Umman</b>           | 13.30  | 12.64  | 12.78 | 13.05 |
| <b>Pakistan</b>        | 1.31*  | 0.56   | 0.60  | 0.68  |
| <b>Suudi Arabistan</b> | 9.74   | 7.22   | 7.40  | 7.72  |
| <b>Sudan</b>           | 1.26*  | 7.11   | 7.18  | 7.30  |
| <b>Türkiye</b>         | 2.67*  | 1.34   | 1.52  | 1.92  |
| <b>Türkiye Endeks</b>  | 2.57*  | 2.57   | 2.70  | 2.95  |
| <b>Ürdün</b>           | 1.90*  | 5.19   | 5.22  | 5.27  |
| <b>B. Arap Emirlik</b> | 2.24*  | 6.50   | 6.53  | 6.58  |
| <b>Dolar Endeks</b>    | 4.09   | 5.66   | 5.68  | 5.72  |

Harvey ve Leybourne(2007) ve Harvey, Leybourne ve Xiao (2008) çalışmalarında yer alan tablo değerleri ile test istatistikleri karşılaştırılmış, tablo değerlerinden küçük olan istatistik değerlerine sahip serilerin doğrusal olduğu sonucu elde edilmiştir. Doğrusallık Testi'ne göre W-lamda değerleri (2008) çalışmasına göre,



W\*\_10% W\*\_5% W\*\_1% değerleri (2007) alışmasına göre yorumlanmıştır. GAUSS-6 analiz programı ile yapılmıştır.RALS ADF ile serilerin durağanlığına bakılmıştır.



**Tablo 2. Grafik Haritaları**

Belirlenen zaman serilerine ait grafik haritalarına bakıldığında trendli ve kırılmalı olduklarını görüyoruz.

**Tablo 3.** Breusch-Pagan-Godfrey Testi Sonuçları

|                                                     |        |
|-----------------------------------------------------|--------|
| Breusch-Pagan-GodfreyDeğişen Varyans Testi Olasılık | 0.4378 |
| Değişen Varyans Testi Harvey                        | 0.1507 |

Serilerin analize uygun olmasının ön şartlarından Değişen Varyans sonuçları tablodaki gibidir.

**Tablo 4.** Breush-GodfreyOtokorelasyon LM Testi Sonucu

|                                 |        |
|---------------------------------|--------|
| LM Otokorelasyon Testi Olasılık | 0.0516 |
|---------------------------------|--------|

Serilerin analize uygun olmasının ön şartlarından Otokorelasyon testi sonuçları tablodaki gibidir.

**Tablo 5.** Rals ADF Birim Kök Testi Sonuçları

| Değişkenler     | I0     | P2    | I1      | P2    |
|-----------------|--------|-------|---------|-------|
| Küresel İhraç   | 1,130  | 0,141 | -14,312 | 0,132 |
| Dünya Endeks    | -1,390 | 0,871 | -6,079  | 0,970 |
| Dolar Endeks    | -1,829 | 1,006 | -3,992  | 0,745 |
| Bruney          | -0,619 | 0,203 | -11,144 | 0,201 |
| Endonezya       | -1,905 | 1,007 | -4,899  | 0,992 |
| Kuveyt          | -3,122 | 0,676 | -4,750  | 0,957 |
| Malezya         | -0,781 | 0,702 | -6,262  | 0,629 |
| Nijerya         | 0,063  | 0,221 | -11,754 | 0,237 |
| Umman           | -5,721 | 0,408 | -10,498 | 0,328 |
| Pakistan        | -0,522 | 0,660 | -7,947  | 0,389 |
| Suudi Arabistan | -1,075 | 0,745 | -5,161  | 0,634 |
| Sudan           | -4,729 | 1,008 | -10,365 | 0,819 |
| Türkiye         | -1,730 | 0,783 | -5,413  | 0,736 |
| Ürdün           | -0,222 | 0,483 | -13,084 | 0,253 |
| B. Arap Emirlik | -1,941 | 0,531 | -6,420  | 0,857 |
| S&P             | -0,819 | 0,668 | -7,956  | 0,408 |
| Dow Jones       | -0,415 | 0,887 | -0,415  | 0,879 |

Küresel Sukuk İhracı, Dünya İslami Endeksi, Dolar Endeksi, Bruney, Endonezya, Kuveyt, Malezya, Nijerya, Umman, Pakistan, Suudi Arabistan Sudan, Türkiye, Ürdün, Birleşik Arap Emirlikleri, serilerinin RALS ADF(ResidualAugmentedDickey-Fuller) birim kök testi ile durağanlık sınaması yapılmıştır.

Serilerin ADF birim kök testi sonuçlarına göre değişkenler düzey değerlerinde durağan olmadıkları birinci farklarında durağan olmaları sebebiyle yani hataların normal dağılmaması durumu dolayısıyla RALS prosedürü uygulanarak daha güçlü sonuçlar elde edilebilir. RALS ADF birim kök testi sonuçları Tablo 5'te verilmiştir. I0 değerlerinin kritik değerlerle karşılaştırıldığında durağan olmadıkları izlenmiştir. I1

seviyesinde tüm değerler durağandır. Kritik değerler baz alınarak prob değerlerinin durağanlıkları tespit edilmiştir.

**Tablo 6.** Rals ADF Birim Kök Testi Kritik Değerler

| $p^2$ | %1    | %5    | %10   | $p^2$ | %1    | %5    | %10   |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 0.4   | 3.14  | -2.51 | 2.17  | 0.7   | -3.30 | -2.72 | -2.41 |
| 0.5   | -3.19 | -2.58 | -2.25 | 0.8   | -3.36 | -2.75 | -2.46 |
| 0.6   | -3.24 | -2.64 | -2.32 | 0.9   | -3.39 | -2.81 | -2.50 |

$\rho$ , ADF ve RALS-ADF regresyonlarının hataları arasındaki uzun dönem korelasyon olmak üzere,  $p_2$  Kritik değerler Hansen (1995) çalışmasından alınmıştır.

**Tablo 7.** Küresel Sukuk İhracı ve Ülke Sukuk İhracı Rals Eşbütünleşme Testi Sonuçları

|                                         | t                           | p           |
|-----------------------------------------|-----------------------------|-------------|
| Küresel İhraç-Malezya                   | 1.2927244(İlişki yoktur)    | 0.14912789  |
| Küresel İhraç-Birleşik Arap Emirlikleri | 0.88135965(İlişki yoktur)   | 0.36292167  |
| Küresel İhraç-Brunei                    | 0.96782052(İlişki yoktur)   | 0.17273869  |
| Küresel İhraç-Dünya İslami Endeksi      | -0.91920068(İlişki yoktur)  | 0.24046766  |
| Küresel İhraç-Dolar Endeksi             | 1.0662746(İlişki yoktur)    | 0.15917218  |
| Küresel İhraç-Endonezya                 | -0.039281833(İlişki yoktur) | 0.35746894  |
| Küresel İhraç-Kuveyt                    | -0.33838510(İlişki yoktur)  | 0.13626696  |
| Küresel İhraç-Nijerya                   | 1.0693528(İlişki yoktur)    | 0.22092195  |
| Küresel İhraç-Pakistan                  | -1.6940967(İlişki yoktur)   | 0.36294614  |
| Küresel İhraç-Sudan                     | -0.59640783(İlişki yoktur)  | 0.026716934 |
| Küresel İhraç-Suudi Arabistan           | -1.1055971(İlişki yoktur)   | 0.33373001  |
| Küresel İhraç-Türkiye                   | 0.92276058(İlişki yoktur)   | 0.17303618  |
| Küresel İhraç-Türkiye Endeksi           | -1.2572816(İlişki yoktur)   | 0.089871534 |
| Küresel İhraç-Umman                     | -0.62234465(İlişki yoktur)  | 0.12832683  |
| Küresel İhraç-Ürdün                     | -0.15650878(İlişki yoktur)  | 0.24145368  |

Analize RALS EG Eşbütünleşme Testi ile devam edilmiş ve küresel sukuk ihracı ile ülke sukuk ihracı arasında bir eşbütünleşme ilişkisine rastlanılmamıştır.

**Tablo 8.** Rals Eşbütünleşme Testi Kritik Değerler

| $p^2$ | %1       | %5       | %10      | $p^2$ | %1       | %5       | %10      |
|-------|----------|----------|----------|-------|----------|----------|----------|
| 0.1   | -3.49053 | -2.82412 | -2.46792 | 0.6   | -5.03136 | -4.38993 | -4.0641  |
| 0.2   | -3.95658 | -3.28336 | -2.9211  | 0.7   | -5.25058 | -4.61583 | -4.28585 |
| 0.3   | -4.30481 | -3.62284 | -3.28218 | 0.8   | -5.41975 | -4.80248 | -4.47133 |
| 0.4   | -4.58356 | -3.92235 | -3.58122 | 0.9   | -5.61655 | -4.97436 | -4.65011 |
| 0.5   | -4.81558 | -4.18432 | -3.85187 | 1.0   | -5.75196 | -5.15475 | -4.82361 |

RALS-EG testinin kritik değerleri %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerinde Tablo 8’de verilmiştir. Kritik değerler Yılancı ve Aydın (2018) çalışmasından alınmıştır.

**Tablo 9.** Dow Jones İslami Piyasalar Dünya (DJIMI) ve Ülke Sukuk İhracı Rals Eşbütünleşme Testi Sonuçları

|                                          | t                                | p          |
|------------------------------------------|----------------------------------|------------|
| Dünya İslami Endeksi-B. Arap Emirlikleri | -3.5681619(İlişki yoktur)        | 0.85620991 |
| Dünya İslami Endeksi-Brunei              | -0.59552244(İlişki yoktur)       | 0.64926164 |
| Dünya İslami Endeksi-Dolar Endeksi       | -2.5414099(İlişki yoktur)        | 0.86691544 |
| Dünya İslami Endeksi-Endonezya           | -2.5607234(İlişki yoktur)        | 0.67227070 |
| Dünya İslami Endeksi-Küresel İhraç       | -1.5452498(İlişki yoktur)        | 0.81037334 |
| Dünya İslami Endeksi-Kuveyt              | -1.3069323(İlişki yoktur)        | 0.54635792 |
| Dünya İslami Endeksi-Malezya             | -1.5755575(İlişki yoktur)        | 0.91826269 |
| Dünya İslami Endeksi-Nijerya             | -2.0981948(İlişki yoktur)        | 0.81804415 |
| Dünya İslami Endeksi-Pakistan            | -1.3962775(İlişki yoktur)        | 0.77689115 |
| Dünya İslami Endeksi-Sudan               | <b>-4.9906841(İlişki vardır)</b> | 0.98730899 |
| Dünya İslami Endeksi-Suudi Arabistan     | -0.58105452(İlişki yoktur)       | 0.86455465 |
| Dünya İslami Endeksi-Türkiye             | -1.3960925(İlişki yoktur)        | 0.72796623 |
| Dünya İslami Endeksi-Türkiye Endeksi     | -2.3037837(İlişki yoktur)        | 0.96380223 |
| Dünya İslami Endeksi-Umman               | <b>-5.7920825(İlişki vardır)</b> | 0.22270603 |
| Dünya İslami Endeksi-Ürdün               | -2.4310914(İlişki yoktur)        | 0.91281153 |

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones endeksi ile Birleşik Arap Emirlikleri sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones endeksi ile Brunei sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones endeksi ile dolar endeksi arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones endeksi ile Endonezya sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones endeksi ile küresel ihraç sukuk verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones endeksi ile Kuveyt sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones endeksi ile Malezya sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones endeksi ile Nijerya sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones endeksi ile Pakistan sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones endeksi ile Sudan sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones endeksi ile Suudi Arabistan sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones endeksi ile Türkiye sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones endeksi ile Türkiye endeksi arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones endeksi ile Umman sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones endeksi ile Ürdün sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

**Tablo 10.** Dolar Endeksi ve Ülke Sukuk İhracı Rals Eşbütünleşme Testi Sonuçları

|                                         | t                                 | p          |
|-----------------------------------------|-----------------------------------|------------|
| Dolar Endeksi-Birleşik Arap Emirlikleri | <b>-5.0980268(İlişki vardır)</b>  | 0.44341575 |
| Dolar Endeksi-Bruney                    | -1.2427297(İlişki yoktur)         | 0.11920784 |
| Dolar Endeksi-Dünya İslami Endeksi      | -2.5414099(İlişki yoktur)         | 0.86691544 |
| Dolar Endeksi-Endonezya                 | -1.8148765(İlişki yoktur)         | 0.95104538 |
| Dolar Endeksi-Küresel İhraç             | 1.0662746(İlişki yoktur)          | 0.15917218 |
| Dolar Endeksi-Kuveyt                    | -2.9607786(İlişki yoktur)         | 0.86189088 |
| Dolar Endeksi-Malezya                   | -0.99825091(İlişki yoktur)        | 0.87452529 |
| Dolar Endeksi-Nijerya                   | -0.36733839(İlişki yoktur)        | 0.42569766 |
| Dolar Endeksi-Pakistan                  | -1.5830285(İlişki yoktur)         | 0.81111450 |
| Dolar Endeksi-Sudan                     | <b>-4.6144681(İlişki vardır)</b>  | 0.96579887 |
| Dolar Endeksi-Suudi Arabistan           | 0.041057812(İlişki yoktur)        | 0.76161750 |
| Dolar Endeksi-Türkiye                   | -2.0300093(İlişki yoktur)         | 0.89869932 |
| Dolar Endeksi-Türkiye Endeksi           | -3.2667004(İlişki yoktur)         | 0.73024646 |
| Dolar Endeksi-Umman                     | <b>-7.3449397 (İlişki vardır)</b> | 0.22562816 |
| Dolar Endeksi-Ürdün                     | -0.45804620(İlişki yoktur)        | 0.61437476 |

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dolar endeksi ile Birleşik Arap Emirlikleri sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dolar endeksi ile Bruney sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dolar endeksi ile dolar endeksi arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dolar endeksi ile Endonezya sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dolar endeksi ile küresel ihraç sukuk verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dolar endeksi ile Kuveyt sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dolar endeksi ile Malezya sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dolar endeksi ile Nijerya sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dolar endeksi ile Pakistan sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dolar endeksi ile Sudan sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dolar endeksi ile Suudi Arabistan sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dolar endeksi ile Türkiye sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dolar endeksi ile Türkiye endeksi arasında ilişki yoktur.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dolar endeksi ile Umman sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dolar endeksi ile Ürdün sukuk ihraç verileri arasında ilişki yoktur.

**Tablo 11.** S&P 500 ve Ülke Sukuk İhracı Rals Eşbütünleşme Testi Sonuçları

|                             | t                             | p     |
|-----------------------------|-------------------------------|-------|
| S&P 500-B. Arap Emirlikleri | <b>-16.290(İlişki vardır)</b> | 0.106 |
| S&P 500-Bruney              | <b>-16.193(İlişki vardır)</b> | 0.103 |
| S&P 500-D. İslami Endeksi   | <b>-16.141(İlişki vardır)</b> | 0.104 |
| S&P 500 -Endonezya          | <b>-16.295(İlişki vardır)</b> | 0.101 |
| S&P 500 -Küresel İhraç      | <b>-16.498(İlişki vardır)</b> | 0.105 |
| S&P 500 -Kuveyt             | <b>-16.242(İlişki vardır)</b> | 0.105 |
| S&P 500-Malezya             | <b>-16.214(İlişki vardır)</b> | 0.108 |
| S&P 500-Nijerya             | <b>-16.731(İlişki vardır)</b> | 0.102 |
| S&P 500-Pakistan            | <b>-15.906(İlişki vardır)</b> | 0.109 |
| S&P 500-Sudan               | <b>-16.280(İlişki vardır)</b> | 0.106 |
| S&P 500-Suudi Arabistan     | <b>-16.026(İlişki vardır)</b> | 0.110 |
| S&P 500-Türkiye             | <b>-16.253(İlişki vardır)</b> | 0.109 |
| S&P 500-Türkiye Endeksi     | <b>-16.236(İlişki vardır)</b> | 0.104 |
| S&P 500-Umman               | <b>-15.457(İlişki vardır)</b> | 0.134 |
| S&P 500-Ürdün               | <b>-15.983(İlişki vardır)</b> | 0.120 |
| S&P 500-Dolar               | <b>-16.203(İlişki vardır)</b> | 0.107 |

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde S&P 500 Bond Index ile Birleşik Arap Emirlikleri sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde S&P 500 Bond Index ile Bruney sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde S&P 500 Bond Index ile dolar endeksi arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde S&P 500 Bond Index ile Endonezya sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde S&P 500 Bond Index ile küresel ihraç sukuk verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde S&P 500 Bond Index ile Kuveyt sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde S&P 500 Bond Index ile Malezya sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde S&P 500 Bond Index ile Nijerya sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde S&P 500 Bond Index ile Pakistan sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır..

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde S&P 500 Bond Index ile Sudan sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.



Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde S&P 500 Bond Index ile Suudi Arabistan sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde S&P 500 Bond Index ile Türkiye sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde S&P 500 Bond Index ile Türkiye endeksi arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde S&P 500 Bond Index ile Umman sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde S&P 500 Bond Index ile Ürdün sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

**Tablo 12.** Dow Jones Sukuk Endeksi ve Ülke Sukuk İhracı Rals Eşbütünleşme Testi Sonuçları

|                                           | t                      | p     |
|-------------------------------------------|------------------------|-------|
| D. JonesSukuk Endeksi-B. Arap Emirlikleri | -4.398(İlişki vardır)  | 0.812 |
| D. JonesSukuk Endeksi-Bruney              | -9.441(İlişki vardır)  | 0.008 |
| D. Jones Sukuk Endeksi-D. İslami Endeksi  | -6.324(İlişki vardır)  | 0.488 |
| D. JonesSukuk Endeksi-Endonezya           | -7.837(İlişki vardır)  | 0.636 |
| D. JonesSukuk Endeksi-Küresel İhraç       | -4.146(İlişki vardır)  | 0.104 |
| D. JonesSukuk Endeksi-Kuveyt              | -5.368(İlişki vardır)  | 0.748 |
| D. JonesSukuk Endeksi-Malezya             | -5.307(İlişki vardır)  | 0.647 |
| D. JonesSukuk Endeksi-Nijerya             | -4.798(İlişki vardır)  | 0.519 |
| D.JonesSukuk Endeksi-Pakistan             | -11.102(İlişki vardır) | 0.087 |
| D. JonesSukuk Endeksi-Sudan               | -12.289(İlişki vardır) | 0.690 |
| D. JonesSukuk Endeksi-Suudi Arabistan     | -1.828(İlişki yoktur)  | 0.924 |
| D. JonesSukuk Endeksi-Türkiye             | -6.020(İlişki vardır)  | 0.660 |
| D. JonesSukuk Endeksi-Türkiye Endeksi     | -6.680(İlişki vardır)  | 0.475 |
| D. JonesSukuk Endeksi-Umman               | -77.099(İlişki vardır) | 0.452 |
| D. JonesSukuk Endeksi-Ürdün               | -5.851(İlişki vardır)  | 0.864 |
| D. JonesSukuk Endeksi-Dolar               | -6.354(İlişki vardır)  | 0.601 |

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones Sukuk Endeksi ile Birleşik Arap Emirlikleri sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones Sukuk Endeksi ile Bruney sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones Sukuk Endeksi ile dolar endeksi arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones Sukuk Endeksi ile Endonezya sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones Sukuk Endeksi Index ile küresel ihraç sukuk verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones Sukuk Endeksi ile Kuveyt sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones Sukuk Endeksi ile Malezya sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones Sukuk Endeksi ile Nijerya sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones Sukuk Endeksi ile Pakistan sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır..

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones Sukuk Endeksi ile Sudan sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones Sukuk Endeksi ile Suudi Arabistan sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones Sukuk Endeksi ile Türkiye sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones Sukuk Endeksi ile Türkiye endeksi arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones Sukuk Endeksi ile Umman sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

Rals Eşbütünleşme test sonuçlarına göre kritik değerler değerlendirildiğinde Dow Jones Sukuk Endeksi ile Ürdün sukuk ihraç verileri arasında ilişki vardır.

## SONUÇ

Çalışma, İslami finans alanında özellikle son yıllarda çok kullanılan sukuk hakkında bilgi vermektedir. Bunun yanında sukuk ihracı konusunda önde gelen Dünya ülkelerinde yıllar içinde meydana gelen gelişim ve değişiminin incelenerek, ülkemizin sukuk konusunda diğer Dünya ülkelerine kıyasla ne denli geliştiği ve önümüzdeki süreçte nereye kadar gelişebileceği araştırılmıştır. Çalışma bu konularda atılacak olan adımlara katkı sağlayabilmektedir.

Sukukun dezavantajlarının avantaja dönüştürülmesi aşamasında, ilk olarak yapılması gereken sukuk hakkında yeterli bilgiye sahip olmayan yatırımcının çeşitli merciler aracılığı ile yeteri kadar bilgilendirilmesi ve yatırımcıyı kendi kendine yetecek bilgi seviyesine çıkararak, piyasada aktif olarak faaliyette bulunabilecek konuma getirilmesi amaçlanmalıdır.

Ülkemizde kira sertifikası olarak adlandırılan fon kullandırma yöntemlerinden biri olarak karşımıza çıkan sukuk ve türlerinin tek bir isim çatısı altında toplanması tüm Dünya’da aynı isimle anılması faydalı olabilir. Sukukun tahvile alternatif bir enstrüman olarak bahsedilmesi çok doğru bir kullanım değildir. Çünkü karşılaşılabilecek krizler düşünüldüğünde sukukun tahvilden farklı olarak riski azaltma avantajından faydalanılabilir. Sukuk ihraçlarını denetleyen, bu hususta danışmanlık yapacak olan kurumlara ihtiyaç vardır. Sukuk alanında ileri gitmiş, başarılı olmuş, işlem hacmini yeteri seviyeye çıkarmış olan ülkelerin sukuk piyasaları incelenerek yararımıza olan her detay ülkemize uyarlanacak vaziyete getirilip özellikle kamu desteği alan ihraçlar daha da artarak devam ettirilmelidir.

Muhafazakâr kesimden oluşan İslam ülkelerinin daha çok önemseydiği İslami esaslara uygunluk konusundaki çelişkilerin ortadan kaldırılması için daha fazla varlığa dayalı ihraçlara yer verilmesi gerekir. Bazı sukuk türleri hariç sukukun ikincil piyasalarda işlem görebilmesi, likiditenin artması talebi de arttıracak ve uzun vadeli ihraçlar ortaya çıkarak sukuk piyasasını olumlu yönde etkileyecektir.

Çalışmada, küresel sukuk verileri ile İslami piyasa endeksleri arasında ilişki olup olmadığı ortaya koyulmak istenmiştir. Bu bağlamda eşbütünleşme analizi ile bu ilişki açıklanmaya çalışılmıştır. Analizde, 2013Q4-2021Q3 dönemi çeyrek sukuk verileri ve Rals Eşbütünleşme testi kullanılmıştır. Yapılan araştırmaya sukuk piyasasında ön plana çıkan Birleşik Arap Emirlikleri, Bruney, Endonezya, Kuveyt,

Malezya, Nijerya, Pakistan, Sudan, Suudi Arabistan, Umman, Ürdün ve Türkiye ülkeleri dahil edilmiştir. Araştırmanın analizinde ilk olarak değişkenlerin birimköklerine bakılmış, Harvey Doğrusallık testi yapılmıştır. RALS ADF ile serilerin durağanlığına bakılmış ve serilerin düzey değerlerinde durağanlaşmadığı ancak birinci farklarında durağanlaştığı gözlemlenmiştir.

Küresel Sukuk İhracı analize dahil edilen ülkelerin sukuk ihraç verileri ile Rals Eşbütünleşme testi yapılmış olup RALS-EG testinin kritik değerleri %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerinde ilişkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Dow Jones İslami Piyasalar Dünya (DJIMI) ile ülke sukuk ihraç verileri Rals Eşbütünleşme Testi yapılmış olup Sudan ve Umman haricindeki diğer ülkelerle ilişkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Dolar endeksi ile ülkelerin sukuk ihraç verileri Rals Eşbütünleşme testi yapılmış olup Birleşik Arap Emirlikleri, Suudi Arabistan ve Umman haricinde diğer ülkelerle ilişkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. S&P 500 Bond Index ile ülke sukuk ihraç verileri Rals Eşbütünleşme testi yapılmış olup analize dahil edilmiş olan tüm ülkelerle ilişkisinin olduğu sonucuna varılmıştır. Dow Jones sukuk endeksi ile ülkelerin sukuk ihraç verileri arasında yapılan Rals Eşbütünleşme testi ile tüm ülkelerle ilişkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Araştırmanın bulgularına benzer olarak, Şarkaya (2019) çalışmasında, Amerika'nın devlet tahvili getiri endeksleri ile sukuk getiri endeksleri arasındaki ilişkiyi 2008-2018 dönemi için incelemiş ve devlet tahvili endeksi ile AAA dereceli sukuk endeksini bir modelde, özel sektör tahvil endeksi ile yüksek getirili sukuk endeksini diğer bir modelde ekonometrik olarak test etmiştir. Yapılan bu analizler sonucunda hem devlet tahvili hem de özel sektör tahvili getiri endekslerinin sukuk getiri endekslerini kısa ve uzun dönemde ilişkisi olduğu sonucuna varmıştır.

Çalışma, İslami finans piyasaları ile ilgili gelecekte yapılacak olan çalışmalar için bir örnek niteliğindedir. Gelişen ve değişen finansal piyasa şartları doğrultusunda farklı borsa endeksleri, farklı ülkeler ve farklı analiz yöntemleri ile piyasa değişkenleri arasındaki ilişkiler açıklanarak yeni çalışmalar ve yeni bakış açıları literatüre kazandırılabilir.

## KAYNAKÇA

- Ahmad, N., Daud, S.N.M., & Kefeli, Z. (2012). Economic Forces and The Sukuk Market. *Procedia-Social And Behavioral Sciences*, 65, 127-133.
- Aktaş, M. (2017). Muşaraka Sukuk ve Türk Hukukunda Düzenlenişi. *Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi*, 1-48.
- Allaham, A. (2018). *Katılım Bankacılığında Sukuk Uygulaması: Dünya ve Türkiye'de Karşılaştırma* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi.
- Aslan, H. (2012). Alternatif Bir Yatırım ve Finansman Aracı Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi.
- Atlı, F. (2019). Yenilikçi Bir İslami Finansal Enstrüman Olarak Sukuk: Malezya İncelemesi (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Yıldırım Beyazıt Üniversitesi.
- Avcu, E. (2015). Katılım Bankacılığı ve Sukuk Modelleri (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Süleyman Demirel Üniversitesi.
- Bafra, E. (2016). İslami Bankacılıkta Sukuk (Kira Sertifikaları) ve Uygulaması. Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Bezgin, M. S., ve Karaçayır, E. (2022). Dow Jones Sukuk Endeksiyle Seçilmiş İslami Hisse Senedi Endeksleri Arasındaki Volatilité Etkileşimi. *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 7(3), 697-712.
- Bilen, B. (2016). Sukuk ve Muhasebe Uygulamaları. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(15), 249-279.
- Buldum, G., (2016). *Katılım Bankacılığı ve Sukuk (Kira Sertifikası): Bir Katılım Bankası Örneği Olarak Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Uluslararası Ticaret Ve Para Yönetimi, İstanbul.
- Büyükkın, F., ve Önyılmaz, O. (2012). Faizsiz Finansman Bonosu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 4(7), 1-16.

- Çebi, A. (2018). Finansman Modeli Olarak Sukuk, Türkiye'deki İşleyişi ve Muhasebeleştirilmesi (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Aydın Üniversitesi.
- Çolak, Ö. F. ve Öçal, T. (1999). Finansal Sistem ve Bankalar (2. Baskı). Ankara: Nobel Basın Yayın.
- Dilber, C. (2022). Sukuk ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. *Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(2), 343-364.
- Diniyah, F. (2023). Kontribusi Sektor Keuangan Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 9(3), 4553-4561.
- Doğan, Ö. (2011). İslami Sermaye Piyasası Araçları Dünyadaki Büyüklüğü, Türkiye'de Uygulanabilirliği ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler. Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- Ergün, T. (2021). Sukuk Varlıkları Ve Finansal Performans İlişkisi: Seçilmiş Ülkelerdeki Katılım Bankaları Üzerine Bir Araştırma. *Global Journal Of Economics And Business Studies*, 9(18), 90-104.
- Ertaştan, H. (2019). Sermaye Piyasası Araçlarından Faizsiz Finans Aracı Olarak Sukuk (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Beykent Üniversitesi.
- Fındık, M. (2020). *Bir Finansman Ürünü Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi, Dünya ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Kültür Üniversitesi.
- Gökgöz, A. (2015). Kira Sertifikalarının (Sukukun) Muhasebeleştirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 151-174.
- Güçlü, F. (2019). AAOIFI Faizsiz Finans Standartları ve Sermaye Piyasası Kurulu Mevzuatında Sukuk Düzenlemeleri.
- Günaydın, A. (2015). *Menkul Kıymet Olarak Sukuk İhracı ve Analizi* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Uludağ Üniversitesi.
- Güngören, M. (2013). Bir Finansal Enstrüman Olarak Sukuk Katılım Bankalarına Uyum Modellemesi (5. b.), İstanbul Ticaret Odası, İstanbul.

- Gürbüz, A., Tatlıyer, E., & Kılıç, M. (2023). Does The Sukuk Issuance In Türkiye Impact On Economic Growth?. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 32(3), 152-166.
- Hanefah, M. M. (2013). “Sukuk: Global Issues and Challenges”, *Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues*, Cilt:16, Sayı:1.
- Hartoka, O. (2012). *İmtiyazlı Yap-İşlet-Devret Projeleri ve Sukuk Finansman Yöntemi* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Üniversitesi.
- Harvey, D. I., Leybourne, S. J., and Xiao, B., (2008). A Powerful Test for Linearity When The Order of Integration is Unknown. *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, 12.
- Harvey, D.I. Ve Leybourne, S. J. (2007). Testing For Time Series Linearity. *Econometrics Journal*, 10, 149-165.
- Hassan, M. K., Paltrinieri, A., Dreassi, A., Miani, S., & Scip, A. (2018). The Determinants of Co-movement Dynamics Between Sukuk and Conventional Bonds. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 68, 73-84.
- IIFM, (2020). Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market, Islamic Financial Services.
- IIFM, (2023). A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market, Islamic Financial Services.
- Im, K., Lee, J., & Tieslau, M. (2011). More powerful unit root tests with non-normal errors. *SSRN Working Papers Series*, 1–36.
- İçellioğlu, C. Ş. (2019). Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Sukuk: S&P Sukuk Endeksi ve Geleneksel Tahvil Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 19(1), 43-62.
- Karabacak, A. (2015). Katılım Bankacılığı Ürün ve Hizmetleri Kapsamında Türkiye'deki Sukuk Uygulamaları (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Turgut Özal Üniversitesi.
- Karaoğlu, S. (2020). İslami Finans Literatürünün Retrospektifi: Geçmiş ve Gelecek Öngörülerine Bibliyometrik Bir Analiz. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 19(39), 1088-1106.

- Kazancı, F. (2021). Sukuk İhraçlarına Yeni Bir Dayanak Varlık Önerisi Olarak Elektronik Ürün Senetleri (Elüs). *Adam Academy Journal of Social Sciences*, 11(1), 169-202.
- Keten, M. (2016). *Borçlanma aracı olarak sukuk: Sukuk ile geleneksel tahvillerin risk temelli karşılaştırılması* (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Balıkesir Üniversitesi.
- Kurdak Kurtarcan, M. (2019). Kira Sertifikalarıyla Gayrimenkul Projelerin Finansmanı, (1.b.), Beta Yayınevi, İstanbul.
- Küçükçolak, N. (2008). Faizsiz Finansman Sertifikası Sukuk'un Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 45(520), 23-37.
- Lee, H., Lee, J., & Im, K. (2015). More powerful cointegration tests with non-Normal Errors. *Studies In Nonlinear Dynamics & Econometrics*, 19(4), 397-413.
- Mseddi, S. (2023). International Issuance of Sukuk and Companies' systematic Risk: An Empirical Study. *Borsa İstanbul Review*, 23(3), 550-579.
- Nur, M. (2019). *Kamu Özel Sektör İşbirliği Yatırımlarının Finansmanında İslami Finans Aracı: Sukuk* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Sakarya Üniversitesi.
- Okulu, A. (2017). *Sukuk uygulamaları ve Dünya sukuk piyasasının gelişimi* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Sakarya Üniversitesi.
- Orhan, B. C. (2018). Sukukun Yapısı ve İşleyişi (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Gazi Üniversitesi.
- Öner, M. H. (2022). Covid-19 Pandemisinin Kamu ve Katılım Bankalarının Sukuk (Kira Sertifikaları) İhraçları Üzerindeki Etkisi. *Sosyal Bilimler Metinleri*, 2022(2), 109-118.
- Özcan, S. (2015). Finansman Aracı Olarak Sukuk ve Muhasebe Sistematiği (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Yalova Üniversitesi.
- Özcan, S., ve Elitaş, C. (2015). Finansman Aracı Olarak Sukuk ve Muhasebeleştirilmesi. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 17(3), 559-586.



- Özdemir, G. (2019). *Modern Bir Finansal Araç Olarak Sukukun Teorik Ve Hukuki Altyapı Yönüyle İncelenmesi* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Aydın Adnan Menderes Üniversitesi.
- Özen, D. (2017). *Firmaların Kira Sertifikası (Sukuk) veya Klasik Bono İhraç Etme Nedenlerinin Kısmi Ayarlamalar Metodu ile İncelenmesi* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Akdeniz Üniversitesi.
- Sevil, G., vd., (2013). *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar*, (2. b.), Anadolu Üniversitesi AÖF Yayını, Eskişehir.
- Shaikh, M.A., (2013), “Comparative Study of Sukuk and Conventional Bond”, *Pakistan Business Review*, Vol. 15, No. 1, (156-173).
- Söyler, İ.(2016). *Hukuki ve Mali Boyutlarıyla Sukuk (Kira Sertifikaları)*, (1.b.), GaziKitapevi, Ankara.
- Sümer, E. (2020). *Sukukun Dünyada ve Türkiye'de Gelişimi. İsedak Ve Uluslararası Kalkınma İşbirliği Genel Müdürlüğü, Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı (Uzmanlık Tezi)*, Ankara.
- Tok, A. (2009). *İslami Finans Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler*, Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi (Yeterlilik Etütü), Ankara.
- Tunahan, A. (2020). *Sukuk Pazarı ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkisi: Panel Nedensellik Analizi. Journal of Economics Finance and Accounting*, 7(1), 66-74.
- Türkay, K., Limanlı, Ö., ve Tuna, G. (2023). *Kira Sertifikası (Sukuk), Bist Sürdürülebilirlik Endeksi ve Devlet Tahvili Arasındaki Zamanla Değişen Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği. Fiscaeconomia*, 7(2), 1028-1066.
- Türker, H. (2010). *İslami Finans Sisteminde Finansal Aracılık. Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi.*
- Uddın, A. E., ve Hira, A. (2023). *Bangladeş'te Kira Sertifikası (Sukuk) Uygulamasının İslam Hukuku Açısından Analizi. Kafkas Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*, 10(20), 577-601.

- Wilson, R.(2008). *Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities*. Humanomics, Cilt:24, Sayı:3.
- Yakar, S., Kandır, S. Y., ve Önal, Y. B. (2013). Yeni Bir Finansman Aracı Olarak “Sukuk-Kira Sertifikası” ve Vergisel Boyutunun İncelenmesi. *Bankacılar Dergisi*, 84, 72-94.
- Yılancı, V, Aydın, M. (2018). Türkiye’de Kadın Okullaşmasının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Rals-EgEşbütünleşme Testi Yaklaşımı. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, Prof. Dr. Harun Terzi Özel Sayısı*, 101-112.
- Yılmaz, E. (2014). Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (61), 81-100.
- Yılmaz, E. ve Gökgöz, A., (2015), Sukuk Muhasebesi (Kira Sertifikalarına İlişkin Teori-Mevzuat-Uygulama), 1. Baskı, Savaş Yayınevi, Ankara.
- Yılmaz, O. N. (2010). “Faizsiz Bankacılık İlkeleri ve Katılım Bankacılığı”. Türkiye Katılım Bankaları Birliği.
- Yiğiter, Ş. Y., Sarı, S. S., ve Başakın, E. E. (2021). Türkiye’de İşlem Gören Firmaların Sukuk Verileri ile Karşılaştırmalı Zaman Serisi Analizi. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 25(3), 1232-1248.

### **İnternet Kaynakları**

- <https://tr.investing.com/indices/dj-islamic-market-world>.
- <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/fixed-income/sp-500-bond-index/#data>
- <https://www.ifsfb.org/data-metadata/>