



# GAZİANTEP UNIVERSITY JOURNAL OF SOCIAL SCIENCES

Journal homepage: <http://dergipark.org.tr/tr/pub/jss>



## Araştırma Makalesi • Research Article

# Sukuk İhraçlarının Belirleyicileri: Katılım Bankaları Üzerine Bir Uygulama

*The Determinants of Sukuk Markets: Evidence from Participation banks in Türkiye*

Muhammed Hadin ÖNER<sup>a\*</sup>

<sup>a</sup> Öğr. Gör. Dr., Aksaray Üniversitesi, Ortaköy Meslek Yüksekokulu, Aksaray/TÜRKİYE  
ORCID: 0000-0001-7746-8865

### MAKALE BİLGİSİ

*Makale Geçmişi:*

Başvuru tarihi: 29 Nisan 2022

Kabul tarihi: 19 Ağustos 2022

*Anahtar Kelimeler:*

İslami finans,

Sukuk,

Kira sertifikası

### ÖZ

Sukuk son yıllarda İslami finans piyasasında en hızlı büyüyen İslami sermaye piyasası enstrümanıdır. Varlığa dayalı bir menkul kıymet olan sukukun gelişimi ve önündeki engellerin analizi birçok uluslararası akademik çalışmaya konu olmuştur. Bu makalenin amacı Türkiye'deki katılım bankalarının sukuk ihraçları üzerinde nelerin etkili olduğunu tespit etmektir. Bu bağlamda katılım bankaları tarafından 2015Q1-2021Q4 dönemlerinde ihraç edilen sukuk sertifikaları üzerindeki değişkenler panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir. Analizde kullanılan Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH), faiz oranı, enflasyon, doğrudan yabancı yatırımlar, ihracat, katılım bankaları kâr payı oranları, katılım banka aktifleri, borsa, kamu harcamaları ve bankacılık sektörü büyüklüğü değişkenlerine ait veriler Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB), Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), investing.com ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)'nden temin edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre ilgili parametrelerin sukuk ihraçlarının gelişimini olumlu ve olumsuz yönde etkilediğine dair sonuçlara ulaşılmıştır.

### ARTICLE INFO

*Article History:*

Received: April 29, 2022

Accepted: August 19, 2022

*Keywords:*

Islamic finance,

Sukuk,

Islamic bonds

### ABSTRACT

In recent years, sukuk has been the fastest-growing Islamic financial instrument in the Islamic Capital Market. The development of sukuk, an asset-backed, asset-based securitization, and the analysis of its obstacles have been the subject of many international academic studies. This article aims to determine the effects on the sukuk markets of participation banks in Türkiye. In this context, the variables of the sukuk issued by participation banks in 2015Q1–2021Q4 were analyzed by the panel data method. Data on variables such as Gross Domestic Product (GDP), interest rate, inflation, foreign direct investments, exports, participation banks' dividend rates, participation bank assets, stock market, public expenditures, and banking sector size used in the analysis were obtained from the Participation Banks Association of Turkey (TKBB), the Turkish Statistical Institute (TUIK), investing.com, and the Electronic Data Distribution System of the Central Bank of the Republic of Turkey (EVDS). According to the analysis results, it was concluded that the relevant parameters positively and negatively affected the development of sukuk markets.

\* Sorumlu yazar/Corresponding author.  
e-posta: hadinoner@gmail.com

**EXTENDED ABSTRACT**

Sukuk is an asset-backed securitization process. Sukuks, one of the long-term funding sources in the Islamic Capital Market, have emerged as an alternative product for those who request funds and those who supply funds. The development of national economies is supported by financing large projects such as infrastructure, energy, and transportation with the funds obtained through sukuk desteklenmektedir (Alfalah vd., 2022, s. 13; Lahsasna vd., 2018, s. 187). In addition, sukuk issuances, especially in local currency, increase the country's fund resources and eliminate the maturity mismatch in long-term investments. The sukuk instrument is the fastest-growing Islamic financial instrument globally and in Turkey in recent years. Especially after the 2008 global crisis, the share of sukuk in the Islamic finance market reached 20% due to investors' interest in the sukuk markets. Despite the COVID-19 pandemic that affected the whole world in 2020, there has been a noticeable increase in sukuk issuances. It is observed that a growth similar to the development of the sukuk markets in the world is also observed in Türkiye. The issuance volume of participation banks, which realized a sukuk volume of 2.5 billion TL in 2015, reached approximately 97 billion TL in 2021. Many investors and countries connected to all these developments are witnessing the extraordinary success of sukuk. For this reason, the development of the sukuk markets and the elimination of the obstacles in front of them are possible by examining the factors affecting the sukuk markets in detail. In this context, the main purpose of the study is to determine the effects on the sukuk issued by the participating banks. The study analyzed the factors affecting the sukuk markets issued by participation banks using the panel data analysis method. Since the time and cross-sections of the data are examined together in panel data analysis, the reliability and explanatory power of the research increase. Considering this information, the panel data analysis method, which is one of the econometric analysis methods, was used in the study, and the following model was created:

$$sukuk_{it} = \alpha + \beta_1 GSYIH_{it} + \beta_2 faiz_{it} + \beta_3 enf_{it} + \beta_4 dy_{it} + \beta_5 ihr_{it} + \beta_6 karpayı_{it} + \beta_7 katılım_{it} + \beta_8 borsa_{it} + \beta_9 kamuhar_{it} + \beta_{10} bankalar_{it}$$

In the equation, for each year  $t$  and bank  $i$ , sukuk volume,  $GSYIH$  gross national product growth rate,  $faiz$  interest rate,  $enf$  inflation rate,  $dy$  foreign direct investments,  $ihr$  export volume,  $karpayı$  profit rates of participation banks,  $katılım$  assets of participation banks,  $borsa$  stock market all indexes,  $kamuhar$  public expenditures, and  $bankalar$  banks represent the asset size of banks. For the analysis, the sukuk data of Albaraka Türk Participation Bank, Kuveyt Türk Participation Bank, Ziraat Participation Bank, Vakıf Participation Bank, and Emlak Participation Bank for the periods 2015Q1–2021Q4 were included in the model as dependent variables. The data on Gross Domestic Product (GDP), interest rate, inflation, foreign direct investments, exports, participation banks' profit rates, participation bank assets, stock market, public expenditures, and banking sector size variables were used in the analysis. Participation Banks Association of Turkey (TKBB), Turkey It came from the Statistical Institute (TUIK), investing.com, and the Central Bank of the Republic of Turkey's Electronic Data Distribution System (EVDS). According to the analysis results obtained in the study, the Gross Domestic Product (GDP), interest rate, exports, profit rates of participation banks, participation bank assets, stock market, public expenditures, and banking sector affect the sukuk markets positively. Inflation and foreign direct investments affect the sukuk markets negatively; the effect has been reached. As a result of the literature research, it is seen that there are many similar results (Said ve Grassa, 2013; Bhattacharyay, 2013; Mu vd., 2013; Smaoui ve Khawaja, 2016; Smaoui ve Nechi, 2017; Yıldırım v.d., 2020; Aman v.d., 2020; Aman v.d., 2021; Bashyariah v.d., 2021). The analysis results are instructive in determining the determinants of the sukuk markets. Evaluating and analyzing each of the factors affecting sukuk separately will significantly contribute to the growth of the sukuk market. At the same time, investors and participation banks will be able to take their sukuk issuance to higher levels by considering the analysis results. Thus, depending on the emerging markets, the investment appetite of the sukuk market investors will reach satisfactory levels. In addition, considering the analysis results, Islamic financial institutions and the public authorities can also create an action plan for the sukuk markets according to the findings of this research and turn the sukuk markets into a more attractive investment tool for national and international investors. Again, investors will be able to utilize their idle funds in interest-free sukuk funds by taking advantage of the advantages of sukuk during periods of intense inflation. Thus, future sukuk markets will be developed more effectively. Due to the development of the sukuk markets in recent years, the limited study in Turkey on the analysis of the effects on sukuk makes this study unique and fills the gap in the literature. This study is the most comprehensive empirical study in Turkey according to our research. In addition, it has been empirically shown to what extent the variables discussed affect the sukuk markets. The most significant limitation of the study is that the sukuk issued by participation banks do not have sufficient data sets yet. By considering this study as a resource, researchers can carry out studies and analyses over a broader period in the future. In addition, considering the sukuk issued by the public authorities, public-based analyses can be made and contribute to the literature.

## Giriş

Sukuk varlığa dayalı bir menkul kıymettir. Son yıllarda sadece İslam ülkelerinde değil, dünyanın birçok yerinde sukuka talep önemli derecede artmıştır. Özellikle 2008 küresel finansal krizden bu yana sukuk ihraçlarına artan ilgi neticesinde İslami finans sektöründeki sukuk sertifikalarının payı %20'ye ulaşmıştır (Alpen Capital and Alpen Asset Advisors, 2021, ss. 8-9). Bunun yanında son yıllarda COVID-19 pandemisinin etkisine rağmen sukuk ihraçlarında gözle görülür bir artış yaşanmıştır. Dünyadaki sukuk ihraçlarının gelişimine benzer büyümenin Türkiye'de de olduğu görülmektedir. 2015 yılında 2,5 milyar TL sukuk ihracı gerçekleştiren katılım bankalarının 2021 yılındaki ihraç hacimleri yaklaşık 97 milyar TL'ye ulaşmıştır. Tüm bu gelişmelere bağlı olarak dünya ülkeleri ve yatırımcılar sukuk hacimlerinin bu olağanüstü başarısını müşahade etmektedir. Bu nedenle sukuk ihraçlarının gelişimi ve önündeki engellerin giderilmesi sukuk ihraçlarını etkileyen faktörlerin detaylı bir şekilde irdelenmesi ile mümkündür. Bu minvalde çalışmanın temel amacını katılım bankalarının ihraç ettikleri sukuk sertifikaları üzerindeki etkilerin neler olduğu oluşturmaktadır.

Çalışmada sukuk ihraçlarını etkileyen GSYİH, faiz oranı, enflasyon, doğrudan yabancı yatırımlar, ihracat, katılım bankaları kâr payı oranları, katılım banka aktifleri, borsa, kamu harcamaları ve bankacılık sektörü büyüklüğü değişkenleri panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir. 2015Q1-2021Q4 dönemlerine ait verilerinin kullanıldığı bilgiler Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB), investing.com, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)'nden temin edilmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen analiz sonuçlarına göre GSYİH, faiz oranı, ihracat, katılım bankaları kâr payı oranları, katılım banka aktifleri, borsa, kamu harcamaları ve bankacılık sektörü sukuk ihraçlarını olumlu yönde etkilerken enflasyon ve doğrudan yabancı yatırımların sukuk ihraçlarını olumsuz yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

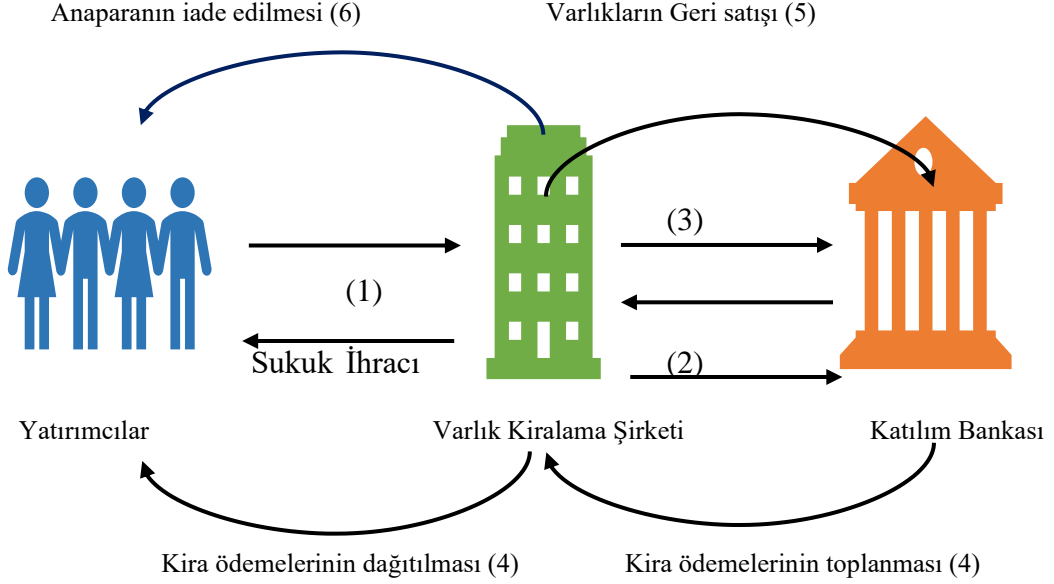
İslami sermaye piyasalarının en hızlı büyüyen enstrümanlarından sukukun gelişimini etkileyen faktörlerin tespitine yönelik literatürde yeterli düzeyde araştırmanın yapılmadığı görülmektedir. Literatürde sukukun belirleyicileri hususunda uluslararası araştırmalar söz konusu olmakla birlikte Türkiye özelinde sınırlı düzeyde ampirik çalışma bulunmaktadır. Dolayısıyla çalışmanın literatürdeki bu eksikliğe katkı sağlaması hedeflenmektedir. Bu çalışma 5 farklı bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünün devamında ikinci bölümde sukuk hakkında teorik bilgilere yer verilmiştir. Üçüncü bölümde literatür çalışmaları paylaşılmıştır. Dördüncü bölümde çalışmanın metodolojisi ele alınmıştır. Beşinci bölümde analiz sonuçları paylaşılmıştır. Son bölümde ise sonuç ve öneri kısmı yer almıştır.

## Sukuk

Sukuk, İslam hukukuna uygun ve varlığa dayalı veya varlık temelli bir menkul kıymetleştirme işlemidir (Farid vd., 2020). Sukukun aslı Arapça'dan gelmekte olup "Sak" kelimesinin çoğuludur ve anlamı "yazılı belge, resmi tutanak, sertifikadır" (Al-Ali, 2019, s. 29; Ayub, 2007, ss. 391-392). İslami Finans Kuruluşları için Muhasebe ve Denetleme Kurumu'nun (AAOIFI) 17. maddesinde sukuk: "Mevcut mal (ayn), menfaat veya hizmet halinde bulunan varlıklar üzerindeki mülkiyette veya belirli bir projenin varlıklarında ya da özel bir yatırım faaliyetinde şayi payları ifade eder şekilde ve birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır" şeklinde tanımlanmaktadır (TKBB, 2018).

İslami sermaye piyasalarının uzun vadeli fon kaynaklarından biri olan sukuk sertifikaları, fon talep edenler ile fon arz edenlere yönelik alternatif bir ürün olarak ortaya çıkmıştır. Sukuk sertifikaları aracılığıyla elde edilen fonlar ile altyapı, enerji, ulaşım gibi büyük projelerin finansmanı sağlanarak ülke ekonomilerinin gelişimi desteklenmektedir (Alfalah vd., 2022, s. 13; Lahsasna vd., 2018, s. 187).

Sukuk sertifikaları, varlığa dayalı ve varlık temelli şeklinde sınıflandırılmaktadır. Varlığa dayalı sukuk özsermaye finansmanırken varlık temelli sukuk menkul kıymetleştirme işlemidir (Pegah, 2017, ss. 7-8). Türkiye’de katılım bankaları tarafından en yaygın kullanılan sukuk türü icâre (kiralama) sukuk’tur. Şekil 1’de katılım bankalarının icâre sukukun işleyiş biçimi yer almaktadır (Aslan & Özdemir, 2018, s. 56):



**Şekil 1:** Katılım Bankalarının İcâre Sukuk İşleyiş Şekli

İcâre Sukuk işleyiş süreci yukarıdaki grafikte yer aldığı gibi (Aslan & Özdemir, 2018, s. 56):

(1) Varlık Kiralama Şirketi tarafından ihraç edilen sukuk sertifikaları anapara ödemesi yapan yatırımcılar tarafından alınır.

(2) Varlık Kiralama Şirketi varlıkların bedellerini Katılım Bankasına ödeyerek ilgili varlıkları satın alır.

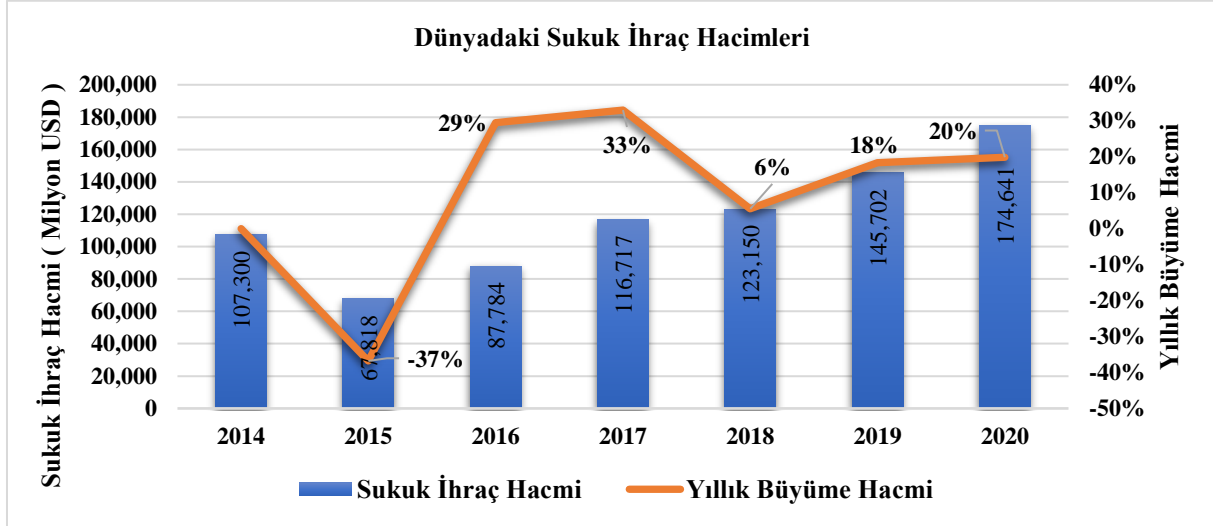
(3) Varlık Kiralama Şirketi Katılım Bankasından satın aldığı varlıkları Katılım Bankasına kiralar.

(4) Varlık Kiralama Şirketi kiralamadan dolayı elde ettiği gelirleri toplayarak sertifikata sahibi yatırımcılara bu miktarı dağıtır.

(5) Varlık Kiralama Şirketi vade sonu geldiğinde katılım bankalarından satın aldığı varlıkları katılım bankasına geri satar.

(6) Varlık Kiralama Şirketi sattığı varlıkların bedelini alarak yatırımcıların ana paralarını iade eder.

Sukuk ihraçları dünyada her geçen yıl gelişimini sürdürmektedir. Özellikle 2008 küresel krizden bu yana, yatırımcıların sukuk ihraçlarına ilgisi münasebetiyle İslami finans sektöründeki payı %25.6’dır (IFSB, 2021). 2014-2020 yılları arasında dünyadaki sukuk ihraçları ve yıllık büyüme hacimleri Grafik 1’de yer almaktadır:



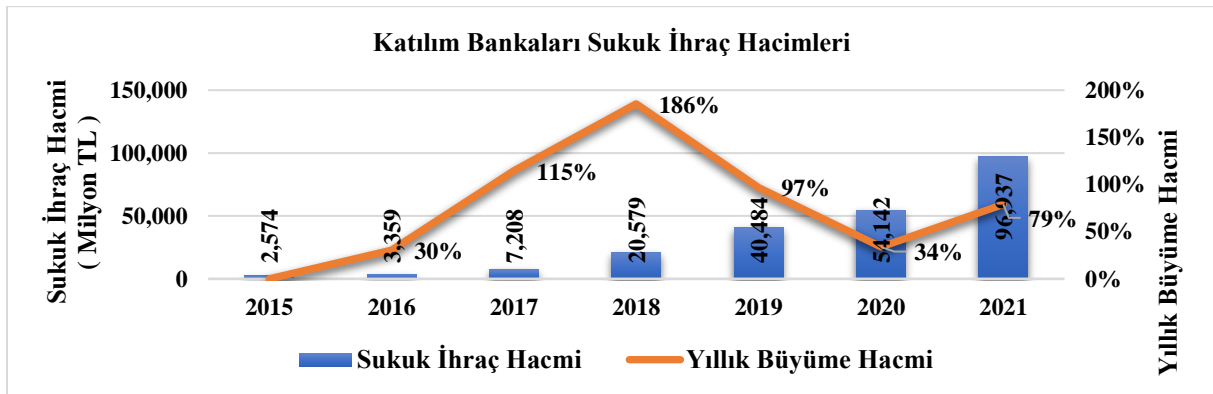
**Grafik 1:** Dünyadaki Sukuk İhraç Hacimleri

**Kaynak:** IIFM Sukuk Report 2021 verilerinden derlenmiştir.

Grafik 1’de görüleceği üzere 2020 yılında COVID-19’un etkisine rağmen dünyada sukuk ihraçlarında bir önceki yıla göre %20’lik bir artış yaşanarak 174 milyar dolar ile en yüksek hacme ulaşılmıştır. Sukuk ihraçlarında 2015 yılından beri sürekli bir büyüme ivmesi yakalanmıştır. Sukuk ihraçlarında en yüksek ihraç hacmine sahip ülkeler ise Malezya, Endonezya, Birleşik Arap Emirlikleri (BAE), Suudi Arabistan Krallığı ve Türkiye olmuştur (IIFM Sukuk Report 2021, 2021, ss. 28-29).

Dünyadaki sukuk ihraçlarının gelişimine paralel Türkiye’de de sukuk ihraçlarında yüksek bir büyüme ivmesi yakalanmıştır. 2010 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yayınlanan “Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” ile yasal zemini oluşturulan sukuk ihraçları Kuveyt Türk Katılım Bankası tarafından 100 Milyon USD sukuk ihraç ile piyasadaki yerini almıştır<sup>1</sup>. Akabinde diğer katılım bankaları da yoğun bir şekilde sukuk ihraçlarına başlamışlardır (Bayındır, 2015, s. 138).

2015 yılında 2,5 milyar TL sukuk hacmi gerçekleştiren katılım bankalarının 2021 yılındaki ihraç hacimleri yaklaşık 97 milyar TL’ye ulaşmıştır. Grafik 2’de 2015-2021 yıllarına ait katılım bankalarının ihraç ettiği sukuk hacimleri yer almaktadır:



**Grafik 2:** 2015-2021 Arası Katılım Bankalarının Sukuk İhraç Hacimleri

**Kaynak:** TKBB verilerinden derlenmiştir.

<sup>1</sup> <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2010/04/20100401-15.htm>

## Literatür

Sukuku konu alan literatürde ulusal ve uluslararası birçok çalışma yer almaktadır. Aşağıda ilgili çalışmalara kısaca yer verilmiştir:

Çakir ve Faezeh (2007), VAR modeli ile sukuk sertifikaları ile eurobondlar arasındaki farkı araştırmışlardır. Analiz sonuçlarına göre sukuk sertifikalarının eurobondlardan farklı olduğu tespit edilmiştir.

Said ve Grassa (2013), 10 ülkenin 2003-2012 yıllarına ait verileri ışığında sukuk ihraçları üzerindeki faktörleri araştırmışlardır. GSYİH, ekonomik büyüme, ticaret açığı ve Müslüman nüfus yoğunluğunun sukuk hacmini olumlu etkilediği; buna karşın finansal krizin sukuk piyasasını olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

Azmat v.d., (2014), bono/tahvil ve sukuk ihraç eden firmaların tercihlerindeki farklılığı probit modeli ile analiz etmişlerdir. Sukuk ihraç eden firmaların farklı özelliklere sahip oldukları tespit edilmiştir.

Kenourgios v.d., (2016), 2002-2015 yıllarına ait verileri kullanarak küresel finansal krizin sukuk ve tahviller üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. GARCH modelini kullandıkları analiz sonuçlarına göre sukuk sertifikalarının küresel krizden daha az etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır.

Smaoui ve Khawaja (2016), GMM modeli ile 2001-2013 yıllarına ait sukuk verilerinden faydalanarak 13 ülkedeki sukuk ihraçlarının gelişimi üzerindeki faktörleri araştırmışlardır. Araştırma sonuçlarına göre sukuk ihraçlarını GSYİH, Müslüman nüfusu, yatırımcı profili ve yolsuzluk oranındaki düşüklüğün olumlu, faiz oranları ve ihracatın olumsuz etkilediğini tespit edilmiştir.

Smaoui ve Nechi (2017), 18 ülkedeki 1995-2015 yıllarına ait sukuk ihraçları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. GMM modelini kullandıkları analiz sonuçlarına göre ekonomik büyüme üzerinde sukukun olumlu bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir.

Suriani v.d., (2018), Endonezya'daki sukuk piyasalarının enflasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkisini analiz etmişlerdir. Eşbütünlük yönteminin kullanıldığı analiz sonuçlarına göre sukukun ekonomik büyüme ile ilişkisinin olduğu; ancak enflasyon üzerindeki herhangi bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Al-raeai v.d., (2018), teorik bağlamda Körfez Arap ülkelerindeki tasarruf oranı, döviz kuru, ekonomik gelişme, enflasyon, petrol fiyatları gibi makroekonomik faktörlerin sukuk üzerindeki etkilerini ele almışlardır.

Mimouni v.d., (2019), 2003-2014 yıllarına ait verileri kullanarak sukukun 71 İslami banka ile 146 geleneksel bankanın kârlılıkları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Dinamik panel veri analizi yönteminin kullanıldığı araştırma sonuçlarına göre sukukun katılım bankalarının kârlılığını olumsuz etkilediği, geleneksel bankaların kârlılığı üzerinde ise herhangi bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir.

Aman v.d., (2019), sukuk piyasalarına etki eden faktörleri teorik çerçevede ele almışlardır. Çalışmada doğrudan yatırımlar, döviz girişleri, ihracat, ekonomik büyüklük, ekonomik kalkınma, faiz oranları, kamu harcamaları, cari işlemler dengesi, bankacılık sistemi ve borsaların sukuk piyasaları ile ilişkisi değerlendirilmiştir.

Yıldırım v.d., (2020), 2014Q1-2017Q4 dönemlerine ait sukuk verileri ışığında dokuz ülkedeki İslami bankaların sukuk piyasasındaki gelişimi ile GSYİH arasındaki ilişkiyi

araştırmışlardır. Panel veri analizi yönteminin kullanıldığı araştırma sonuçlarına göre sukukun GSYİH üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir.

Smaoui ve Ghouma (2020), 2005-2014 yıllarına ait verileri kullanarak sukukun 230 İslami bankanın sermaye oranları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. GMM yönteminin kullanıldığı araştırma sonuçlarına göre sukukun katılım bankalarının sermaye oranlarını negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Ledhem (2020), 2013Q4-2019Q3 dönemlerine ait veriler ışığında sukukun Güneydoğu Asya'nın ekonomik büyümesi üzerindeki etkisini araştırmıştır. Dinamik panel veri analizinin kullanıldığı çalışma sonuçlarına göre sukukun ekonomik büyümeye ciddi katkı sağladığı gözlemlenmiştir.

Aman v.d., (2021), 1993-2017 yıllarına ait verileri kullanarak 13 ülkedeki sukuk ihraçlarını etkileyen faktörleri panel veri analizi yöntemi ile araştırmışlardır. Araştırma sonuçlarına göre ekonomik gelişme, bankacılık sistemi, para arzı ve cari işlemler dengesi sukuk ihraçlarını olumlu yönde etkilerken, ekonomik büyüme ve ihracatın sukuk ihraçlarını olumsuz yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Bashyariah v.d., (2021), 2002-2017 yıllarına ait veriler ışığında 32 ülkedeki sukuk piyasalarını etkileyen makro değişkenleri araştırmışlardır. Panel veri analizinin kullanıldığı araştırma sonuçlarına göre GSYİH, faiz oranları ve döviz kurlarının sukuku pozitif yönde etkilediği; enflasyonun ise sukuku negatif yönde etkilediği gözlemlenmiştir.

Alfalah v.d., (2022), Malezya'daki sukuk ve tahvil piyasalarındaki ilişkiyi GARCH modeli ile araştırarak her iki piyasa arasında önemli farklılığın olmadığını tespit etmişlerdir.

Ur Rehman vd., (2022), Malezya'daki 2011-2017 yıllarındaki sukuk ihraçlarının temerrüde düşme riski ile kurumsal yönetim ve kurumsal sosyal sürdürülebilirlik arasındaki ilişkiyi GMM yöntemi ile araştırmışlardır. Analiz sonuçlarına göre her iki faktöründe sukuk sertifikalarının temerrüde düşme riskini pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Boukhatem (2022), 2012Q1-2021Q1 dönemine ait Suudi Arabistan'daki sukuk ihraçları üzerindeki finansal riskleri araştırmıştır. ARDL yaklaşımının kullanıldığı analiz sonuçlarına göre döviz kuru, dış borç ve borçlanma seviyesi istikrarının sukuk ihraçlarının gelişimi üzerinde önemli etkiye sahip olduğu; uluslararası likidite ve cari hesap istikrarının ise sukuk ihraçları üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir.

Yapılan literatür analizi sonucunda, uluslararası çalışmalarda sukuk ihraçlarını etkileyen faktörlere dair birçok çalışmanın yer aldığı, buna karşın Türkiye özelinde yeterli düzeyde çalışmanın olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, Türkiye'de sukuk ihraçlarını etkileyen faktörleri ele alacak çalışmaya ihtiyaç duyulmaktadır. Bu çalışmada da Türkiye'deki sukuk ihraçlarını etkileyen faktörlerin belirleyicileri tespit edilerek literatüre katkı sağlamak hedeflenmektedir. Çalışmalarda sukuk ihraçlarını etkileyen faktörlere yönelik farklı parametreler ele alınmıştır. Bu minvalde çalışmada literatüre bağlı kalınarak aşağıdaki değişkenler ele alınarak hipotezler oluşturulmuştur:

- H<sub>1</sub>: GSYİH, sukuk piyasasını pozitif yönde etkiler.
- H<sub>2</sub>: Faiz oranı, sukuk piyasasını pozitif/negatif yönde etkiler.
- H<sub>3</sub>: Enflasyon, sukuk piyasasını negatif yönde etkiler.
- H<sub>4</sub>: Doğrudan yabancı yatırımlar, sukuk piyasasını pozitif/negatif yönde etkiler.
- H<sub>5</sub>: İhracat, sukuk piyasasını pozitif/negatif yönde etkiler.
- H<sub>6</sub>: Kâr payı, sukuk piyasasını pozitif yönde etkiler.
- H<sub>7</sub>: Katılım banka büyüklüğü, sukuk piyasasını pozitif etkiler.

- H<sub>8</sub>: Borsa, sukuk piyasasını pozitif etkiler.  
H<sub>9</sub>: Kamu harcamaları, sukuk piyasasını pozitif etkiler.  
H<sub>10</sub>: Banka büyüklüğü, sukuk piyasasını pozitif etkiler.

### Araştırmanın Yöntemi ve Veri Seti

Panel veri analizi, yatay kesit verilerine dayanan farklı birimlere ait verilerinin belirli bir dönemde bir araya getirilmesi ile oluşmaktadır (Brooks, 2014, s. 526; Tatoğlu, 2020, ss. 1-2). Panel veri yöntemi kişi, işletme, şehir veya ülke gibi faktörlerin zamanla farklı noktalarda tekrarlanan ölçümlere dayanmaktadır. Bu parametreler ile yapılan analizler zaman içinde birimler arasındaki değişimi ele almaktadır. Panel veri analizler sayesinde çok zengin tahmin metotları yapılabilmektedir (Cameron & Triverdi, 2009, s. 229).

Panel veri analizlerinde verilerin zaman ve yatay kesitleri birlikte incelendiğinden yapılan araştırmaların güvenilirliği ve açıklayıcılığı daha çok artmaktadır. Belirtilen bu bilgiler dikkate alınarak, çalışmada ekonometrik analiz yöntemlerinden panel veri analizi yönteminden faydalanılmıştır. Bu çerçevede, analizlerde kullanılan değişkenlere ait veriler, Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB), Investing.com, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)'nden elde edilmiştir.

Araştırmaya konu katılım bankalarına Tablo 1'de yer verilmiştir:

**Tablo 1:** Araştırmaya konu katılım bankaları

No	Banka Adı	Kuruluş Tarihi
1	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	1985
2	Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.	1989
3	Türkiye Finans Katılım Bankası A.Ş.	2005
4	Vakıf Katılım A.Ş.	2015
5	Ziraat Katılım A.Ş.	2015
6	Emlak Katılım A.Ş.	2019

Tablo 2'de araştırmada kullanılan değişkenlerin tanımlayıcı açıklamaları yer almaktadır:

**Tablo 2:** Araştırmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımlayıcı Açıklamaları

Kısaltma	Tanım	Gözlem	Dönem	Ölçümü	Kaynak
<b>Sukuk</b>	Katılım Bankalarının Sukuk İhraçları	128	2015Q1 & 2021Q4	Katılım bankalarının sukuk ihraç hacimleri	TKBB



<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	168	2015Q1 & 2021Q4	Ülkenin dönemlik rakamları şeklinde modele dâhil edilmiştir	EVDS
<b>faiz</b>	Faiz Oranı	168	2015Q1 & 2021Q4	Dönemlik faiz oranlarını göstermektedir	EVDS
<b>enf</b>	Enflasyon	84	2015Q1 & 2021Q4	Tüketici fiyatlarında önceki döneme göre meydana gelen fiyat artışları yüzdesel olarak göstermektedir	TÜİK
<b>dyy</b>	Doğrudan Yabancı Yatırımlar	168	2015Q1 & 2021Q4	Dönemlik doğrudan yabancı yatırımları göstermektedir	EVDS
<b>ihr</b>	İhracat	168	2015Q1 & 2021Q4	Dönemlik ihracat rakamlarını göstermektedir	TÜİK
<b>kâr payı</b>	Katılım Bankaları Kâr Payı Oranları	146	2015Q1 & 2021Q4	Dönemlik katılım bankalarının katılım hesapları kâr payı oranlarını göstermektedir	TKBB
<b>katılım</b>	Katılım Bankaları Aktifleri	144	2015Q1 & 2021Q4	Dönemlik katılım bankalarının aktif büyüklüğünü göstermektedir	TKBB
<b>borsa</b>	Borsa	168	2015Q1 & 2021Q4	Dönemlik BİST Ulusal Tüm bilgilerini göstermektedir	İNVESTİNG.COM
<b>kamuhar</b>	Kamu Harcamaları	168	2015Q1 & 2021Q4	Dönemlik kamu harcamalarını göstermektedir	EVDS

<b>bankalar</b>	Banka Aktifleri	168	2015Q1 & 2021Q4	Dönemlik bankaların aktif büyüklüğünü göstermektedir	EVDS
-----------------	-----------------	-----	-----------------	--	------

### Analiz Sonuçları

Çalışmada, sukukun belirleyicilerini tespit etmek için panel veri analizinden faydalanılmıştır. Panel veri analizi yönteminin hem kesit hem zaman boyutunun olması, gözlem sayılarını arttırmakta ve elde edilecek regresyon sonuçlarının daha güvenilir olmasını sağlamaktadır. Panel veri analizi sayesinde yapılan regresyonlar çok az kısıtlayıcı varsayımlar perspektifinde yapılmaktadır. Örneğin; panel veri analizlerinde çoklu doğrusal bağlantı sorunu asgari düzeyde olmakta ve analizler başarılı sonuçlar vermektedir (Baltagi, 2005, ss. 3-5). Bu yüzden çalışmada, karmaşık ilişkilerin olduğu ve test etmek durumunda kalınan model için panel veri analizi tercih edilmiştir. İlgili çalışmada, tercih edilen analiz yöntemi ulusal ve uluslararası çalışmaların analiz yöntemleri referans alınarak rassal etkiler (random effects) panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir (Tatoğlu, 2020, ss. 79-125).

Yapılan analizlerde 2015Q1-2021Q4 dönemlerine ait verilerden faydalanılmıştır. Naudé ve Saayman (2005)'i takiben, aşağıdaki ekonometrik model kurulmuş ve farklı analiz yöntemleri yapılmıştır (Yüksel vd., 2018, s. 10):

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Denklemden  $Y$ , bağımlı değişkeni temsil ederken,  $X$  ise  $X_1$ 'den  $X_k$ 'ya kadar olan bağımsız değişkenleri temsil etmektedir. Denklemden  $\alpha$  sabit terimi,  $\beta$  bağımsız değişkenlere ait katsayıları ve  $\varepsilon$  ise hata terimini ifade etmektedir. Ek olarak,  $i$  yatay kesit birimlerini (banka) ve  $t$  ise zamanı (yıl) ifade etmektedir. Denklem (1)'deki bağımlı değişken  $Y_{it}$  ve  $\sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit}$  ifadeleri yerine modelde kullanılacak değişkenler eklendiğinde oluşturulan model, aşağıdaki belirtildiği gibidir:

$$\begin{aligned} sukuk_{it} = & \alpha + \beta_1 GSYIH_{it} + \beta_2 faiz_{it} + \beta_3 enf_{it} + \beta_4 dyy_{it} + \beta_5 ihr_{it} + \beta_6 karpayı_{it} \\ & + \beta_7 katılım_{it} + \beta_8 borsa_{it} + \beta_9 kamuhar_{it} + \beta_{10} bankalar_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

Denklemden her  $t$  yılı ve  $i$  bankası için, *sukuk* sukuk hacmini, *GSYİH* gayri safi milli hasıla büyüme oranını, *faiz* faiz oranını, *enf* enflasyon oranını, *dyy* doğrudan yabancı yatırımları, *ihr* ihracat hacmini, *karpayı* katılım bankaları kâr payı oranlarını, *katılım* katılım bankaları aktiflerini, *borsa* borsa tüm endekslerini, *kamuhar* kamu harcamalarını ve *bankalar* bankaların aktif büyüklüğünü temsil etmektedir. Tablo 3'te analizlerde yer alan değişkenlere ait özet istatistikler yer almaktadır.

**Tablo 3:** Özet İstatistikler

Değiş.	Gözlem	Ort.	Standart Hata	Min	Max
sukuk	128	20.82861	1.097992	18.42068	22.72068
GSYİH	168	19.78393	11.3779	.7	52.8
faiz	168	12.78571	4.27518	7	22
enf	168	13.39179	6.299989	7.2	36.08
dyy	168	1897.286	939.6339	654	5059
ihr	168	16.50485	.1714712	16.24709	16.91711
kâr payı	146	10.5011	3.1913	6.43	18.11
katılım	144	17.36522	.9502597	13.87105	19.35324
borsa	168	1093.893	332.3649	744	2083
kamuhar	168	19.16887	.3894498	18.5866	20.12177

bankalar	168	15.15029	.3977082	14.57081	16.02658
----------	-----	----------	----------	----------	----------

Tabloda analizde kullanılan değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri yer almaktadır. Katılım bankalarının sukuk ihraç hacimlerinin ortalaması 20.828 bin TL'dir. GSYIH ortalaması 19.871 milyar TL'dir. Bu sonuç, incelenen dönemde Türkiye'deki 2005-2021 yılları arasında ortalama büyüme oranını göstermektedir. Tabloda diğer değişkenlere ait istatistik bilgileri yer almaktadır.

Değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları Tablo 4'te görülmektedir:

**Tablo 4:** Korelasyon Katsayıları

	sukuk	GSYIH	faiz	enf	dyy	ihr	kâr payı	katım	borsa	kamuhar	bankalar
sukuk	1.0000										
GSYIH	0.4702*	1.0000									
faiz	0.4878*	0.4363*	1.0000								
enf	0.5310*	0.6702*	0.6989*	1.0000							
dyy	-0.1806	-0.0940	-0.1053	-0.1432	1.0000						
ihr	0.6632*	0.7844*	0.4273*	0.6833*	-0.1193	1.0000					
kâr payı	0.6008*	0.4263*	0.8993*	0.6581*	-0.0881	0.4927*	1.0000				
katılım	0.5870*	0.3746*	0.2421*	0.3973*	-0.0185	0.4457*	0.2762*	1.0000			
borsa	0.6875*	0.7681*	0.3483*	0.6830*	-0.2599*	0.8744*	0.4045*	0.4844*	1.0000		
kamuhar	0.8347*	0.6301*	0.4862*	0.7395*	-0.2558*	0.8047*	0.5911*	0.5140*	0.8701*	1.0000	
bankalar	0.8487*	0.6449*	0.4954*	0.7297*	-0.2940*	0.8032*	0.5611*	0.5247*	0.8871*	0.9879*	1.0000

%5 seviyesinde anlamlı korelasyon katsayıları \* ile gösterilmiştir (\* p<0.1).

Tablo 4'te görüleceği üzere sukuk hacimleri ile diğer tüm değişkenler arasında pozitif, anlamlı ve yüksek bir korelasyon ilişkisi bulunmaktadır. Bağımlı değişken (sukuk) ile bağımsız değişkenler (GSYIH, faiz oranı, enflasyon, doğrudan yabancı yatırımlar, ihracat, katılım bankaları kâr payı oranları, katılım banka aktifleri, borsa, kamu harcamaları ve bankacılık sektörü büyüklüğü) arasındaki ikili korelasyonlar Tablo 4'te gösterilmektedir.

Panel veri analizi yöntemini uygulamadan önce ön değerlendirmeler için birim ve zaman etkisi testleri yapılmıştır. Zaman etkisi testleri için F testi, En Çok Olabilirlik testi, Breusch-Pagan LM testi ve Score testi kullanılarak yapılan testler sonucunda zaman etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Birim etkiler için yapılan aynı testler neticesinde birim etkinin varlığının olduğu görülmüştür. Bu nedenle POLS tahmincinin geçerli olmadığı, yapılan F ve LM test sonuçları ile analiz edilmiş ve panelde birim ve/veya zaman etkisi olduğu gözlemlenmiştir.

Analizlerde kullanılacak regresyon tahminleri için gerekli düzeltmeler yapılarak uygun tahminci seçilmiştir. Ayrıca otokorelasyon, heteroskedasite ve birimler arası korelasyon gibi sorunları gidermek için dirençli standart hatalar kullanılmıştır. Yapılan nihai analiz sonuçları ile sukuk üzerindeki değişkenlerin etkilerini analiz etmek için rassal etkiler panel veri analizi ile tahminler yapılmıştır. İlgili tahmin sonuçları Tablo 5 ve Tablo 6'da yer almaktadır.

**Tablo 5:** Analiz Sonuçları 1

Bağımsız Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
GSYIH	0.0285*** (0.00305)	0.0191*** (0.00520)	0.0191*** (0.00525)	0.0228*** (0.00874)	0.00959 (0.00964)	0.0220** (0.0111)
faiz	0.0893*** (0.0188)	0.0634*** (0.0184)	0.0651*** (0.0188)	0.0766*** (0.0186)	0.0455*** (0.00814)	0.0369** (0.0159)
enf		-0.0381*** (0.00998)	-0.0356*** (0.0102)	-0.000131 (0.00765)	-0.0119** (0.00546)	-0.0301*** (0.0111)
dyy			-0.000210*** (0.00854)	-0.000244** (0.01456)		
ihr				4.661*** (0.529)		
kâr payı					0.196*** (0.0317)	0.123*** (0.0242)
katilim					0.614*** (0.226)	0.448*** (0.148)
borsa						0.00216*** (0.000329)
kamuhar						
bankalar						
Sabit Terim	19.03*** (0.317)	19.02*** (0.311)	19.42*** (0.244)	-56.35*** (8.650)	8.179** (3.938)	9.540*** (2.781)
Gözlem	128	128	128	128	128	128
Banka	6	6	6	6	6	6
p	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
x <sup>2</sup>	152.9	723.5	858.7	2076	1967	2523
R2 (within)	0.310	0.330	0.355	0.555	0.640	0.721
R2(between)	0.817	0.800	0.794	0.730	0.00340	0.659
R2 (overall)	0.323	0.344	0.369	0.557	0.566	0.705

Düzeltilmiş, (robust) standart hatalar parantez içinde verilmiştir. \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Kaynak:** Yazar tarafından hazırlanmıştır.

Tablo 4'te altı model tahmin edilmiştir. GSYIH altı modelde de pozitif ve anlamlı bulunmuştur. Ülke ekonomilerinin büyümesi sukuk ihraçlarına talebi arttırmaktadır. Talep artışıyla birlikte sukuk ihraçlarının gelişimi olumlu yönde etkilenmektedir. Literatürde de GSYIH'nın sukuk ihraçlarını pozitif etkilediğine dair (Said ve Grassa, 2013; Smaoui ve Khawaja, 2016; Smaoui ve Nechi, 2017; Yıldırım v.d., 2020; Aman v.d., 2021; Bashyariah v.d., 2021) benzer çalışmalar bulunmaktadır.

**Tablo 6:** Analiz Sonuçları 2

Bağımsız Değişkenler	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
GSYIH						
faiz	0.0849*** (0.0177)	0.0785*** (0.0174)	0.0468*** (0.0129)			
enf	-0.0625*** (0.0130)	-0.0569*** (0.0158)	-0.0517*** (0.0142)	-0.0342*** (0.0102)	-0.0433*** (0.0132)	
dyy						-0.00219** (0.0135)
ihr						2.201*** (0.455)
kâr payı			0.0525*** (0.0194)	0.160*** (0.0295)	0.101*** (0.0235)	0.115*** (0.0269)

katılım			0.302**	0.446***	0.319**	0.513***
			(0.126)	(0.160)	(0.135)	(0.185)
borsa				0.00161***		
				(0.000205)		
kamuhar	2.842***	0.873*			2.196***	
	(0.700)	(0.496)			(0.367)	
bankalar		1.952***	2.285***			
		(0.272)	(0.369)			
Sabit Terim	-36.02***	-26.02***	-19.76***	9.899***	-27.52***	-25.42***
	(3.198)	(8.968)	(5.984)	(2.851)	(7.527)	(5.286)
Gözlem	128	128	128	128	128	128
Banka	6	6	6	6	6	6
p	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
x <sup>2</sup>	2788	31533	781.7	619.5	1379	162.1
R2 (within)	0.788	0.803	0.814	0.700	0.782	0.684
R2(between)	0.744	0.741	0.812	0.597	0.810	0.376
R2 (overall)	0.769	0.780	0.810	0.682	0.778	0.655

Düzeltilmiş, (robust) standart hatalar parantez içinde verilmiştir. \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Kaynak:** Yazar tarafından hazırlanmıştır.

Faiz oranı analizlerin büyük kısmında pozitif ve anlamlı bulunmuştur. Literatürdeki çalışmalarda (Smaoui ve Khawaja, 2016; Bhattacharyay, 2013; Aman v.d.,2019) genellikle faiz oranlarının sukuk ihraçlarını negatif yönde etkilediği sonuçlarına ulaşılmıştır. İlgili çalışmada bu sonuca ulaşmanın temel sebebi ise Türkiye’de son yıllarda faiz oranlarında dalgalı bir seyrin yatırımcıların güvenli bir liman olan sukuk ihraçlarına daha fazla yönelmelerinden kaynaklanmaktadır.

Analizde yer alan bir diğer değişken olan enflasyon oranı da faiz oranları gibi analizlerin büyük kısmında sukuk üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Teorik olarak enflasyonun finansal piyasaları ve yatırımları olumsuz yönde etkilediği bilinen bir gerçektir (Cherif & Gazdar, 2010, s. 148). Literatürdeki çalışmalardan Bashyariah v.d., (2021)’de enflasyonun sukuk ihraçlarını olumsuz yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Doğrudan yabancı yatırımların sukuk ihraçlarını olumsuz etkilediği 2-3 ve 12 nolu modelde gözlenmektedir. Ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırımlar ağırlıklı olarak emtia piyasalarına yönelik olmaktadır (Aman vd., 2019, s. 23). Bu anlamda sukuk ihraçları üzerinde negatif bir etkinin olması literatürdeki çalışmalarda da yer almaktadır (Aman v.d.,2020; Aman v.d.,2021).

İhracat değişkeninin sukuk ihraçlarının gelişimi üzerindeki etkisinin 4 ve 12 nolu modelde pozitif ve anlamlı olduğu görülmektedir. Teorik olarak ihracat hacimlerinin yüksek olduğu piyasalarda tahvil piyasalarının geliştiği bilinmektedir (Aman vd., 2021). Literatürde de ilgili sonuca benzer sonuçlara ulaşılmıştır (Aman v.d., 2020). Ayrıca bazı analizlerde de ihracatın negatif bir etkiye sahip olduğuna dair çalışmalar da yer almaktadır (Aman v.d.,2021; Bhattacharyay, 2013; Smaoui ve Khawaja, 2016; Mu vd., 2013).

Analizlerde yer alan katılım bankaları kâr payı oranları ile katılım bankaları aktif büyüklükleri değişkeninin modellerin büyük kısmında sukuk ihraçları üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Literatürde de banka aktif büyüklüklerinin sukuk ve tahvil piyasalarını pozitif yönde etkilediğine dair çalışmalar yer almaktadır (Mu vd., 2013; Aman v.d.,2020; Aman v.d.,2021).

Borsa’nın sukuk ihraçları üzerindeki olumlu etkiye sahip olduğu 6 ve 10 nolu modellerde görülmektedir Borsaların gelişimi piyasalardaki güveni sağlamakta ve sukuk ihraçlarına olan ilginin de artmasına yol açmaktadır. Bu minvalde elde edilen sonuçlara benzer literatürde çalışmalar bulunmaktadır (Aman v.d., 202).

Sukuk ihraçları üzerinde pozitif etkiye sahip olan kamu harcamaları değişkeninin 7-8 ve 11 nolu modellerde anlamlı olduğu bulunmuştur. Devlet harcamalarının sukuk ihraçlarını olumlu yönde etkilediğine dair literatürde benzer sonuçlar yer almaktadır (Aman v.d.,2020; Aman v.d.,2021).

Banka aktif büyüklükleri değişkeni 8 ve 9 nolu modellerde pozitif ve anlamlı bulunmuştur. Bankalar sukuk ihraçlarının en büyük fon kaynakları olarak finansal piyasalarda yer almaktadırlar. Bankacılık sisteminin büyüklüğü sukuk ihraçlarının gelişimlerinde en büyük katkıyı sağlamaktadırlar. Bu minvalde literatürde yapılan çalışmalara benzer (Mu vd., 2013; Aman v.d.,2020; Aman v.d.,2021) sonuçlar elde edilmiştir.

Modellerin genel anlamlılık düzeyine bakıldığında, bütün  $x^2$  olasılık değerlerinin .05'ten küçük olduğu ( $p<.05$ ) tespit edilmiştir. Tahmin edilen modellerin sukukun gelişimi üzerindeki değişkenleri önemli düzeyde açıkladığı görülmektedir.

### Sonuç

Sukuk sertifikaları İslami finansın son yıllardaki en hızlı büyüyen araçlarından. Bunun en büyük sebebini ise 2008 global finansal krizde sukuk sertifikalarının tahvil piyasalarına göre daha güçlü yapısı oluşturmaktadır (Ahmad & Mat Radzi, 2011, s. 34). Bunun yanında sukuk sertifikaları büyük yatırımların finanse edilmesi için uzun vadeli fon kaynakları ve fon fazlası bulunan yatırımcılara alternatif kâr elde etme fırsatı sunduğu için çok fazla rağbet gören İslami sermaye piyasaları enstrümanlarından. Sukuk ihraçlarının hızlı gelişimi bu piyasaları etkileyen faktörlerinde analiz edilmesini kaçınılmaz kılmaktadır. Bu minvalde çalışmanın temel amacını sukuk ihraçlarını etkileyen faktörleri belirleme oluşturmaktadır.

2015Q1-2021Q4 dönemlerinde sukuk ihraç eden 6 katılım bankasından oluşan bir örneklem için sukuk piyasasının gelişimi üzerindeki GSYİH, döviz kuru, faiz, işsizlik, enflasyon, ihracat ve banka büyüklükleri değişkenler ampirik olarak araştırılmıştır. Panel veri yönteminin kullanıldığı analiz sonuçlarına göre GSYİH, faiz oranı, ihracat, katılım bankaları kâr payı oranları, katılım banka aktifleri, borsa, kamu harcamaları ve bankacılık sektörü sukuk ihraçlarını pozitif yönde etkilerken enflasyon ve doğrudan yabancı yatırımları sukuk ihraçlarını negatif yönde etkilemektedir. İlgili bu sonuçlar literatürde elde edilen sonuçlarla büyük ölçüde benzerlik göstermektedir.

Elde edilen analiz sonuçları sukuk ihraçlarının belirleyicilerinin tespiti hususunda yol gösterici niteliktedir. Sukuk ihraçlarını etkileyen faktörlerin her birinin ayrı ayrı değerlendirilerek analiz edilmesi sukuk ihraçlarının artmasına önemli katkı sağlayacaktır. Aynı zamanda yatırımcılar ve katılım bankaları analiz sonuçlarını dikkate alarak sukuk ihraçlarını daha yüksek noktalara taşıyabileceklerdir. Böylece gelişen piyasalara bağlı olarak sukuk piyasası yatırımcılarının da yatırım iştahları tatmin edici boyutlara taşıyacaktır. İlave olarak analiz sonuçlarını dikkate alarak İslami finansal kuruluşlar ve kamu otoritesi de bu araştırmanın bulgularına göre sukuk ihraçlarına yönelik eylem planı oluşturarak sukuk ihraçlarının ulusal ve uluslararası yatırımcılara yönelik daha cazip bir yatırım aracına dönüştürebileceklerdir.

Sukuk ihraçlarının belirleyicileri hususunda Türkiye özelinde sınırlı çalışmanın bulunması bu çalışmayı özgün kılmakta ve literatürdeki boşluğu doldurmaktadır. Çalışmanın en büyük kısıtını katılım bankalarının ihraç ettikleri sukuk sertifikalarının henüz yeterli ölçekte veri setine sahip olmaması oluşmamasıdır. Araştırmacılar bu çalışmayı kaynak niteliğinde ele alarak ilerleyen dönemlerde daha geniş bir zaman aralığında çalışmalar ve analizler gerçekleştirebilirler. Ayrıca kamu otoritesi tarafından ihraç edilen sukuk sertifikalarının da dikkate alınarak kamu bazlı analizler yapılarak literatüre katkı sağlanabilir.

### Kaynakça

- Ahmad, W., & Mat Radzi, R. (2011). Sustainability of Sukuk and Conventional Bond during Financial Crisis: Malaysia's Capital Market. *Global Economy and Finance Journal*, 4(2), 33-45.
- Al-Ali, S. (2019). An Overview of Şukūk. İçinde S. Al-Ali (Ed.), *Raising Capital on Şukūk Markets: Structural, Legal and Regulatory Issues* (ss. 29-62). Springer International Publishing. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-14536-1\\_2](https://doi.org/10.1007/978-3-030-14536-1_2)
- Alfalah, A., Stevenson, S., & D'arcy, E. (2022). The Portfolio Advantages of Sukuk: Dynamic Correlations Between Bonds and Sukuk. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 9(4), 13-28. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2022.VOL9.NO4.0013>
- Alpen Capital and Alpen Asset Advisors. (2021). *Islamic Finance and Wealth Management Report, 2021*.
- Al-raeai, A. M., Zainol, Z., & Rahim, A. (2018). The Role of Macroeconomic Factors on Sukuk Market Development of Gulf Cooperation Council (GCC) Countries. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(3), 333-339.
- Aman, A. U., Naim, A. M., & Isa, M. Y. (2019). What Determines Sukuk Market Development? New Theoretical Insights. *Global Review of Islamic Economics and Business*, 7(1), 021-027. <https://doi.org/10.14421/grieb.2019.071-02>
- Aman, A. U., Naim, A. M., Isa, M. Y., & Ali, S. E. A. (2021). Factors affecting sukuk market development: Empirical evidence from sukuk issuing economies. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, ahead-of-print*(ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/IMEFM-03-2020-0105>
- Aslan, H., & Özdemir, M. (2018). İslami Finans Uygulamaları. İçinde Ş. Görmüş (Ed.), *Yeni Başlayanlar İçin İslami Finans*. Pesa Yayınları.
- Ayub, M. (2007). *Understanding Islamic Finance*. John Wiley & Sons.
- Azmat, S., Skully, M., & Brown, K. (2014). Issuer's choice of Islamic bond type. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28, 122-135. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2013.08.008>
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. Wiley.
- Bashyariah, N., Kusuma, H., & Qizam, I. (2021). Determinants of Sukuk Market Development: Macroeconomic Stability and Institutional Approach. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 201-211.
- Bayındır, S. (2015). *Fıkhi ve İktisadi Açından İslami Finans II*. Süleymaniye Vakfı Yayınları.
- Boukhatem, J. (2022). How does financial risk affect sukuk market development? Empirical evidence from ARDL approach. *Heliyon*, e09453. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e09453>
- Brooks, C. (2014). *Introductory Econometrics For Finance*. Cambridge University Press.
- Cakir, S., & Raei, F. (2007). Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk? *IMF Working Papers*, 2007(237). <https://doi.org/10.5089/9781451868012.001.A001>
- Cameron, A. C., & Triverdi, P. (2009). *Microeconometrics Using Stata*. Stata Press.
- Cherif, M., & Gazdar, K. (2010). Institutional and Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Mena Region: New Results From a Panel Data Analysis. *International Journal of Banking and Finance*, 7(1), 139-159.
- Farid, S., Tashfeen, R., Rashid, A., & Naeem, M. A. (2020). Does Shariah Based Asset Categorization Improve Portfolio Performance. *Paradigms*, 1(Special Issue), 15-21.
- IFSB. (2021). *Islamic Financial Services Industry Stability Report*.
- IIFM. (2021). *IIFM Sukuk Report*.
- Kenourgios, D., Naifar, N., & Dimitriou, D. (2016). Islamic financial markets and global crises: Contagion or decoupling? *Economic Modelling*, 57, 36-46.
- Lahsasna, A., Hassan, M. K., & Ahmad, R. (2018). *Forward Lease Sukuk in Islamic Capital*

- Markets: Structure and Governing Rules*. Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-94262-9>
- Ledhem, M. A. (2020). Does Sukuk financing boost economic growth? Empirical evidence from Southeast Asia. *PSU Research Review, ahead-of-print* (ahead-of-print).
- Mimouni, K., Smaoui, H., Temimi, A., & Al-Azzam, M. (2019). The impact of Sukuk on the performance of conventional and Islamic banks. *Pacific-Basin Finance Journal, 54*, 42-54. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.01.007>
- Mu, Y., Phelps, P., & Stotsky, J. G. (2013). Bond markets in Africa. *Review of Development Finance, 3*(3), 121-135. <https://doi.org/10.1016/j.rdf.2013.07.001>
- Pegah, Z. (2017). *An Introduction to Islamic Securities (Sukuk)* (C. 2).
- Said, A., & Grassa, R. (2013). The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk? *Journal of Applied Finance & Banking, 3*(5), 251-267.
- Smaoui, H., & Ghouma, H. (2020). Sukuk market development and Islamic banks' capital ratios. *Research in International Business and Finance, 51*, 101064.
- Smaoui, H., & Khawaja, M. (2016). The Determinants of Sukuk Market Development. *Emerging Markets Finance and Trade, 53*(7), 1501-1518.
- Smaoui, H., & Nechi, S. (2017). Does sukuk market development spur economic growth? *Research in International Business and Finance, 41*, 136-147. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.018>
- Suriani, S., Masbar, R., A. Wahid, N., & Majid, M. S. A. (2018). Can Sukuk Support Sustainable Development through Monetary Policy Transmission? *Advances in Social Science, Education and Humanities Research, 292*, 650-661. <https://doi.org/10.2991/agc-18.2019.98>
- Tatoğlu, F. Y. (2020). *Panel Veri Ekonometrisi*. Beta Yayınevi.
- TKBB. (2018). *Faizsiz Finans Standartları*. TKBB Yayınları.
- Ur Rehman, A., Farid, S., & Naeem, M. A. (2022). The link between corporate governance, corporate social sustainability and credit risk of Islamic bonds. *International Journal of Emerging Markets, EarlyCite*. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-02-2021-0210>
- Yıldırım, S., Yıldırım, D. C., & Diboğlu, P. (2020). Does Sukuk market development promote economic growth? *PSU Research Review, 4*(3), 209-218. <https://doi.org/10.1108/PRR-03-2020-0011>
- Yüksel, S., Mukhtarov, S., Mammadov, E., & Özsarı, M. (2018). Determinants of Profitability in the Banking Sector: An Analysis of Post-Soviet Countries. *Economies, 6*(3), 3-15.
-