

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

**BORSA İSTANBUL'DA İSLAMİ HİSSE SENEDİ
ENDEKSİ OLUŞTURULMASINA YÖNELİK BİR
YAKLAŞIM ÖNERİSİ**

DOKTORA TEZİ

MEHMET FATİH BUĞAN

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Arif ÖZAYDIN

GAZİANTEP

KASIM 2018

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

**Borsa İstanbul'da İslami Hisse Senedi Endeksi Oluşturulmasına Yönelik Bir
Yaklaşım Önerisi**

Mehmet Fatih BUĞAN

Tez Savunma Tarihi: 09.11.2018

Sosyal Bilimler Enstitüsü Onayı


Doç. Dr. Zekiye ANTAKYALIOĞLU
SBE Müdürü

Bu tezin Yüksek Lisans/Doktora tezi olarak gerekli şartları sağladığını onaylarım.


Prof. Dr. H. Mustafa PAKSOY
Enstitü ABD Başkanı

Bu tez tarafımca (tarafımızca) okunmuş, kapsamı ve niteliği açısından bir Yüksek Lisans/Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.


Prof. Dr. Arif ÖZAYDIN
Tez Danışmanı

Bu tez tarafımızca okunmuş, kapsam ve niteliği açısından bir Yüksek Lisans/Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyeleri:

(Unvanı, Adı ve SOYADI)

İmzası

Prof. Dr. Arif ÖZAYDIN

Prof. Dr. Selim ERDOĞAN

Prof. Dr. H. Mustafa PAKSOY

Prof. Dr. Turhan KORKMAZ

Doç. Dr. Emrah İsmail ÇEVİK



ETİK BEYAN

Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu,

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.



Mehmet Fatih Buğan

09.11.2018

*Annem, Babam,
Eşim ve Zeynebim'e*



ÖZET

BORSA İSTANBUL'DA İSLAMİ HİSSE SENEDİ ENDEKSİ OLUŞTURULMASINA YÖNELİK BİR YAKLAŞIM ÖNERİSİ

BUĞAN, Mehmet Fatih
Doktora Tezi, İşletme ABD
Tez Danışmanı: Prof. Dr. Arif ÖZAYDIN
Kasım 2018, 148 sayfa

İslami hisse senedi, İslami hisse senedi taraması neticesinde şer'i uygunluğa sahip hisse senetlerini ifade etmektedir. İslami hisse senedi taraması, sektörel tarama ve finansal oran taraması olmak üzere iki aşamadan oluşmaktadır. İslami hisse senedi taraması esnasında kullanılacak kriterler, uluslararası derecelendirme kuruluşları ve endeks sağlayıcıların şer'i danışma kurulları tarafından belirlenmektedir. Uygulamada, farklı şer'i kurulların farklı kriterleri benimsediği görülmüştür. Söz konusu kriterler arasında en belirgin fark, finansal oran taraması esnasında kullanılan finansal oranların paydasında yer alan şirket değerinin defter değeri ve piyasa değeri mi olacağı ile ilgilidir. Bu çalışmada, ilk olarak şirket değeri olarak defter değeri ve piyasa değeri (12, 24 ve 36 aylık ortalama piyasa değeri) kullanımının oluşturduğu etki incelenmiştir. Bu kapsamda BİST Tüm endeksinde yer alan 40 sektörden 330 şirketin 2008Q1-2018Q2 dönemleri mali tablo verilerinden yararlanılmış ve İslami hisse senedi taraması gerçekleştirilmiştir. İkinci olarak, ihtiyatlılık ve liberal yaklaşımları benimsenerek iki yeni model önerilmiştir. Buna göre ihtiyatlılık gereği sektörel bazda minimum bölen değeri, liberal yaklaşımda ise sektörel bazda maksimum bölen değeri şirket değeri olarak kabul edilmiş ve iki yeni portföy oluşturulacak şekilde İslami hisse senedi taraması gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda dört farklı bölen değeri ve iki yeni model önerisi doğrultusunda altı farklı portföy oluşturulmuş ve bu portföylerden İslami hisse senedi endeksleri oluşturulmuştur. Son olarak, İslami hisse senedi piyasalarının konvansiyonel hisse senedi piyasalarından ayrıştığı yönündeki ayrıştırma hipotezi test edilmiştir. Bu kapsamda konvansiyonel hisse senedi piyasalarını temsilen BİST100 endeksi kullanılmıştır. İslami hisse senedi endeksleri ile BİST100 endeksi arasında MV-GARCH modeli kurulmuş ve modelden dinamik koşullu korelasyon katsayıları (DCC) elde edilmiştir. Genel olarak çalışmadan elde edilen bulgular, İslami hisse senedi tarama kriterleri arasında ciddi farklılıklar olduğu, bu farklılıkların portföylerin sektörel dağılımında ve portföyde yer alan şirket kompozisyonu üzerinde ciddi farklılıklara yol açtığı ancak söz konusu farklılıkların bütüncül bir yaklaşımla elde edilen endekslerin getiri serileri ile konvansiyonel piyasalar arasındaki ayrışma hipotezinin geçerliliği üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı yönünde olmuştur.

Anahtar kelimeler: İslami Finans, İslami Sermaye Piyasaları, İslami Hisse Senedi Taraması, DCC-MV-GARCH

ABSTRACT

A PROPOSAL FOR CREATING AN ISLAMIC STOCK INDEX IN BORSA ISTANBUL

BUĞAN, Mehmet Fatih

PHD Thesis, Department of Business Administration

Supervisor: Prof. Dr. Arif ÖZAYDIN

November 2018, 148 pages

Islamic stocks refer to stocks that are in compliance with the shariah compliant stocks screening. There are two stages of the shariah compliant stocks screening; business activity screening and financial ratio screening. The criteria that are used in the shariah compliant stocks screening are determined by international rating agencies and the shariah boards of index providers. In practice, shariah boards may adopt different criteria from each other. The most significant difference between these criteria is related to firm value which is used in financial ratios during the financial ratio screening and the question is whether the book value or the market value of a company shall be used as denominator. In this study, firstly, the effect of using book value and market value (12, 24 and 36 month average market value) as the firm value is examined. In this context, the financial data of the 330 companies from 40 sectors in the BIST All index for the 2008Q1-2018Q2 periods were utilized and shariah compliant stocks screening was performed. Secondly, two new models were proposed based on prudence and liberal approaches. Accordingly, while in prudence approach minimum index dividing value is accepted as firm value, in liberal approach, maximum index dividing value is accepted as firm value and shariah compliant stocks screening was performed based on these two newly formed portfolios. In this regard, six different portfolios were formed in line with four different dividing values and two new model proposals and Islamic stock indices were created from these portfolios. Finally, the decomposition hypothesis that Islamic stock markets are differentiated from conventional stock markets has been tested. For this BIST100 index was used to represent the conventional stock markets. The MV-GARCH model was established between Islamic stock indices and BIST100 indices and dynamic conditional correlation coefficients (DCC) were obtained from the model. In general, the findings of the study show that there are serious differences between the shariah compliant stocks screening criteria and these differences lead to serious differences in the sectoral distribution of the portfolios and the firm composition in the portfolio; however these differences did not have a significant effect on the validity of the divergence hypothesis between the yield series of indices -which obtained using a holistic approach- and the conventional markets.

Key words: Islamic Finance, Islamic Capital Markets, Shariah Compliant Stocks Screening, DCC-MV-GARCH

ÖNSÖZ

İslam ekonomisi ve finansı alanına olan ilgi hem İslam ülkelerinde hem de diğer coğrafyalarda gün geçtikçe artmaktadır. Güncel akademik tartışmalar, sistemin gerekliliği üzerinde hemfikir olmakla beraber zamanla sisteme olan güvenin azaldığı yönündedir. İslami bankaların kâr payı oranları ile konvansiyonel bankaların mevduat faiz oranları arasındaki benzerlik, bazı sukuk türlerinin şer'i uygunluğu yönündeki fikir ayrılıkları, gri alan olan türev ürünlerin kullanımı ve benzeri nedenler, bu güvensizliğin sebeplerindendir. İslami hisse senedi piyasalarına olan güvensizliğin nedeni de İslami hisse senedi tarama metodolojileri arasındaki ciddi farklılıklardan kaynaklanmaktadır. Bu çalışmada, farklılıkların nerden kaynaklandığı ve bu farklılıkların çözümü üzerinde durulmuş ve bir model önerisi geliştirilmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın hazırlanmasında emeği geçen ve teşekkür borçlu olduğum pek çok kişi bulunmaktadır. İlk olarak eğitim hayatım boyunca hiçbir konuda benden desteğini esirgemeyen, vizyon ve kültürüyle yol göstericim ve sırdaşım olan kıymetli abim Sayın Murat BUĞAN'a sonsuz teşekkür ve şükranlarımı sunarım.

Bu çalışmanın planlanması, hazırlanması ve tamamlanmasında engin bilgi ve tecrübelerinden yararlandığım saygıdeğer danışmanım Sayın Prof. Dr. Arif ÖZAYDIN'a, tez izleme komitesinde yer alan ve tez çalışmasına değerli katkılar sağlayan Sayın Prof. Dr. H. Mustafa PAKSOY'a, akademiye bakış açımı değiştiren ve her daim maddi ve manevi desteklerini esirgemeyen, hemen her konudaki ısrarlı sorularımı sabırla cevaplandıran, örnek akademik hayatıyla bana ve bildiğim bir çok genç araştırmacıya yol gösterici olan kıymetli hocam Sayın Doç. Dr. Emrah İsmail ÇEVİK'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca tez savunma davetimizi kırmayan değerli hocalarım Sayın Prof. Dr. Selim ERDOĞAN ve Sayın Prof. Dr. Turhan KORKMAZ'a teşekkürlerimi sunarım.

Bu süreçte desteklerini sürekli hissettiğim değerli büyüklerim Sayın Prof. Dr. İbrahim ASLAN, Sayın Dr. Öğr. Üyesi Yusuf BOZGEYİK ve Sayın Dr. Öğr. Üyesi Muhyettin İĞDE'ye teşekkürü borç bilirim. Ayrıca çok değerli dostlarım Sayın Araş. Gör. Medet İĞDE, Sayın Araş. Gör. Şemsettin ÇİĞDEM, Sayın Araş. Gör. Mehmet SEYHAN ve Sayın Dr. Öğr. Üyesi Yunus KILIÇ'a da yardımlarından dolayı minnettarım.

Son olarak, bu zorlu süreçte kıymetli vakitlerinden çaldığım, anlayışı ve sabırla sürekli yanımda olan sevgili eşim Aynur BUĞAN'a ve bugünlere gelmeme vesile olan saygıdeğer babam Kasım BUĞAN ve sevgili annem Aynızeliha BUĞAN'a sonsuz şükranlarımı sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	ii
ÖNSÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLoların Listesi	vi
ŞEKİLLERİN LİSTESİ	viii
KISALTMALAR	ix

BİRİNCİ BÖLÜM İSLAMİ FİNANS

1.1. GİRİŞ	1
1.2. İSLAMİ FİNANS	3
1.2.1. Temel Prensipler.....	8
1.2.2. Finansal Araç ve Kurumlar	14
1.2.3. Bankacılık.....	25
1.2.4. Sermaye Piyasaları	35
1.2.5. Tekafül.....	52
1.2.6. Güncel Verilerle İslami Finans.....	55

İKİNCİ BÖLÜM LİTERATÜR TARAMASI

2.1. İSLAMİ HİSSE SENEDİ TARAMASINA İLİŞKİN KRİTER FARKLILIKLARI	70
2.2. İSLAMİ HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA ETKİNLİK	76
2.3. İSLAMİ HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA PERFORMANS	79
2.4. İSLAMİ HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA PORTFÖY VE RİSK.....	83
2.5. İSLAMİ HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA AYRIŞMA HİPOTEZİ.....	87

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM VERİ VE YÖNTEM

3.1. ÇALIŞMADA KULLANILAN VERİ SETİ.....	95
3.2. İSLAMİ HİSSE SENEDİ TARAMASI	96
3.2.1. Sektörel Tarama	96
3.2.2. Finansal Oran Taraması	97

3.2.3. Endeks Metodolojisi	98
3.2.4. Endekslerin Düzeltilmesi	98
3.3. EKONOMETRİK YÖNTEMLER.....	99
3.3.1. Birim Kök Testleri	99
3.3.2. MV-GARCH.....	101
3.3.3. Dinamik Koşullu Korelasyon	105

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM UYGULAMA

4.1. ÇALIŞMANIN AMACI VE ÖNEMİ	107
4.2. İSLAMİ HİSSE SENEDİ TARAMASI	107
4.2.1. Sektörel Tarama Sonuçları	108
4.2.2. Yeni Model Önerisi Kapsamında Bölen Değeri.....	110
4.2.3. Finansal Oran Taraması Sonuçları	121
4.2.4. Endeks Uygulama Sonuçları	128
4.3. EKONOMETRİK UYGULAMA	128
SONUÇ VE TARTIŞMA.....	135
KAYNAKÇA	139
ÖZGEÇMİŞ.....	149
VİTAE	149

TABLOLARIN LİSTESİ

Tablo 1.1. İslami Finans Sisteminin Tarihsel Süreci	4
Tablo 1.2. İslami ve Konvansiyonel Finans Sistemi Arasındaki Temel Farklılıklar ...	6
Tablo 1.3. Kullanım Alanlarına Göre İslami Finansal Araçlar	17
Tablo 1.4. İslami Finansal Kurumlar	20
Tablo 1.5. Riba ile Kâr Arasındaki Temel Farklar.....	25
Tablo 1.6. İslami ve Konvansiyonel Bankacılık Sistemi Arasındaki Farklılıklar.....	26
Tablo 1.7. İslami bir Bankanın Genelleştirilmiş Kavramsal bir Bilançosu	33
Tablo 1.8. Toplanan Fonlar ve Kullanım Yerleri.....	34
Tablo 1.9. Sukuk, Tahvil ve Hisse Senedi Arasındaki Farklar	37
Tablo 1.10. Sektörel Tarama ve Uygunsuz Gelir.....	46
Tablo 1.11. Finansal Oran Taraması	47
Tablo 1.12. Tekafül ve Konvansiyonel Sigortacılık Arasındaki Farklılıklar.....	54
Tablo 1.13. İslami Finansal Piyasaların Aktif Büyüklükleri.....	55
Tablo 1.14. Global ve Bölgesel Sukuk İhracı (2001-2017; Milyon \$)	60
Tablo 1.15. Seçilmiş İslami ve Konvansiyonel Hisse Senedi Endekslerinin Getirisi	61
Tablo 1.16. Sektör Bazında Tavsiyeler ve Politika Müdahaleleri	65
Tablo 2.1. İslami Hisse Senedi Taramasına İlişkin Kriter Farklılıkları	75
Tablo 2.2. İslami Hisse Senedi Piyasalarında Etkinlik	80
Tablo 2.3. İslami Hisse Senedi Piyasalarında Performans.....	81
Tablo 2.4. İslami Hisse Senedi Piyasalarında Portföy ve Risk	85
Tablo 2.5. İslami Hisse Senedi Piyasalarında Ayırışma Hipotezi.....	91
Tablo 4.1. Sektörel Tarama Sonuçları.....	109
Tablo 4.2. 2018Q2 Dönemindeki Liberal Yaklaşım Sonucunda Belirlenen Maksimum Bölen Değeri Sektörel Dağılımı.....	113
Tablo 4.3. 2018Q2 Dönemindeki İhtiyatlılık Yaklaşımı Sonucunda Belirlenen Minimum Bölen Değeri Sektörel Dağılımı.....	114
Tablo 4.4. Sektör Bazında Maksimum Bölen Dönem Dağılımı	117
Tablo 4.5. Sektör Bazında Minimum Bölen Dönem Dağılımı	118

Tablo 4.6. Dönem Bazında Maksimum Bölen Sektörel Dağılımı	119
Tablo 4.7. Dönem Bazında Minimum Bölen Sektörel Dağılımı	120
Tablo 4.8. Dönem Bazında Finansal Oran Taraması Sektörel Dağılımı	122
Tablo 4.9. Finansal Oran Taraması Dönem Dağılımı	123
Tablo 4.10. Bölen Bazında Finansal Oran Taraması (2018Q2).....	124
Tablo 4.11. Getiri Serilerine Ait Tanımlayıcı İstatistikler	130
Tablo 4.12. Getiri Serilerine Ait Korelasyon Katsayıları	131
Tablo 4.13. Serilere Ait AR ve MA Süreçleri.....	131
Tablo 4.14. GARCH Model Sonuçları.....	132
Tablo 4.15. MV-GARCH Model Sonuçları.....	133
Tablo 4.16. DCC-MV-GARCH Sonuçları.....	133

ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil 1.1. Finansal Sektörün Temel Bileşenleri	4
Şekil 1.2. İslam Hukuku'na Genel Bakış	8
Şekil 1.3.Şeriat' ın Kaynağı	9
Şekil 1.4.İslami Finansal Araçlar	16
Şekil 1.5. İslami Bankacılık Sözleşmeleri.....	29
Şekil 1.6. İslami Hisse Senedi Taraması	45
Şekil 1.7. İslami Yatırım Fonlarının Çalışma Yapısı.....	51
Şekil 1.8. Ülkelere Göre İslami Bankacılığın Toplam Bankacılık Sektörü İçerisindeki Payı (2017Q2)	57
Şekil 1.9. Global İslami Banka Aktif Büyüklüğünün Ülkelere Göre Dağılımı (2017Q2)	58
Şekil 1.10. Sukuk İhracının Yıllara Göre Seyri (2001-2017; Milyon \$)	59
Şekil 1.11. İslami Yatırım Fon Varlıklarının Bulunduğu Yerlere Göre Dağılımı (2017)	62
Şekil 1.12. Global Tekafül Katkı Payı Tutarları (Milyon \$).....	63
Şekil 1.13. Tekafül Katkı Paylarının Ülkelere Göre Dağılımı (2016; Milyon \$)	63
Şekil 4.1. Maksimum Bölen Dağılımı	116
Şekil 4.2. Minimum Bölen Dağılımı.....	116
Şekil 4.3. Bölen Bazında Şer'i Uygunluk Dağılımı	125
Şekil 4.4. DMAK ve DMİN Portföylerinde Sektörel Dağılım	126
Şekil 4.5. DMAK ve DMİN Portföylerinde Sektörlerin Uygunluk Payı.....	127
Şekil 4.6. İslami Hisse Senedi Endekslerine Ait Getiri Serilerinin Grafikselsel Gösterimi	128
Şekil 4.7. İslami Endeksler ile BİST100 DCC Grafikselsel Gösterimi.....	134

KISALTMALAR

AAOIFI	Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (İslâmi Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu)
ADF	Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test (Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi)
ARCH	Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (Otoregresif Koşullu Değişen Varyans)
ASAS	Association of Shariah Advisors In Islamic Finance (İslami Finans Şer'i Danışmanlar Birliği)
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli)
CIBAFI	General Council of Islamic Banks and Financial Institutions (İslami Bankalar ve Finans Kurumları Genel Konseyi)
DCC	Dinamik Koşullu Korelasyon
DD	Defter Değeri
DMAK	Maksimum Şirket Değeri
DMİN	Minimum Şirket Değeri
GCC	Gulf Cooperation Council (Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi)
ICD	Islamic Corporation for the Development of the Private Sector (Özel Sektörün Geliştirilmesi İslami Kurumu)
ICIEC	Islamic Corporation for the Insurance of Investment and Export Credit (Yatırım ve İhracat Kredi Sigortası İslami Kurumu)
IDB	Islamic Development Bank (İslam Kalkınma Bankası)
IFSB	Islamic Financial Services Board (İslami Finansal Hizmetler Kurulu)
IFSI	Islamic Finance Services Industry (İslami Finansal Hizmetler Sektörü)
IIFA	International Islamic Fiqh Academy (Uluslararası İslami Fıkıh Akademisi)

IIFM	International Islamic Financial Market (Uluslararası İslami Finans Piyasası)
IIRA	Islamic International Rating Agency (İslami Uluslararası Derecelendirme Kuruluşu)
IRTI	Islamic Research and Training Institute (İslami Araştırma ve Eğitim Enstitüsü)
ISRA	International Shariah Research Academy for Islamic Finance (Uluslararası İslami Finans Şer'i Araştırmalar Akademisi)
ITFC	International Islamic Trade Finance Corporation (Uluslararası Ticaret Finansmanı İslami Kurumu)
LMC	Liquidity Management Center (Likidite Yönetimi Merkezi)
MV-GARCH	Çok Değişkenli Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans
OIC	Organisation of Islamic Cooperation (İslam İşbirliği Teşkilatı)
PD	Piyasa Değeri
PD12	12 Aylık Ortalama Piyasa Değeri
PD24	24 Aylık Ortalama Piyasa Değeri
PD36	36 Aylık Ortalama Piyasa Değeri
PP	Philips-Perron Unit Root Test (Philips-Perron Birim Kök Testi)
TKBB	Türkiye Katılım Bankaları Birliği

BİRİNCİ BÖLÜM

İSLAMİ FİNANS

1.1. GİRİŞ

İslam, diğer bazı inanç sistemlerinde olduğu gibi sadece bir ruhanilik müessesesi değil aynı zamanda yaşamın her alanında kendisini hissettiren bir yaşam tarzı ve dünya görüşüdür. Bu özelliği itibariyle ekonomik hayatı da düzenleyen normlara sahiptir. Bu normlar, İslam hukukuna ait tüm kavram ve kuralların bütünü anlamına gelen Şeriat içerisinde ele alınır. İslam ekonomisi ve finansı da bu kurallar çerçevesinde şekillenmektedir.

2008 Küresel Finansal Krizi ile beraber İslami finansa olan ilgi de artmıştır. İslami finans sisteminin aktif büyüklüğü 2017 yılı sonu itibariyle 2 trilyon Amerikan dolarını aşmıştır (IFSB, 2018:9). Bu büyüklüğün yaklaşık %76'sı bankacılık sektörüne, yaklaşık %20'si de tahvil (sukuk) piyasasına aittir. İslami yatırım fonlarının toplam sistem içerisindeki payı ise %3,25 civarındadır. Ancak daha önceki yıllara nazaran bankacılık sektörünün sistem içerisindeki payı azalmakta ve global trend İslami hisse senedi ve yatırım fonlarına doğru yönelmektedir (IFSB, 2018).

İslami hisse senedi, İslami hisse senedi taraması neticesinde şer'i uygunluğa sahip hisse senetlerini ifade etmektedir. Genel olarak hisse senedi taraması, ana kütlede yer alan tüm hisselerin belirli bir strateji doğrultusunda filtrelenmesidir. İslami hisse senedi taraması ise Şeriat prensipleri doğrultusunda, şer'i uygunluğa sahip yatırım yapılabilir hisse senetlerinin belirlenmesini sağlamaktadır. Tarama sonucunda elde kalan şirketler ile İslami hisse senedi endeksleri ve İslami yatırım fonları oluşturulmaktadır. Tarama esnasında baz alınan kriterler, şer'i danışma kurulları tarafından belirlenmektedir. Uygulamada çok farklı tarama yaklaşımlarının benimsendiği görülmektedir. Şer'i kurulların farklı yaklaşımları, farklı şer'i standartların oluşmasına ve pratikte ülkelere ve bölgelere göre farklı uygulamalara

neden olmaktadır. Söz konusu farklılıklar daha çok finansal oran taraması esnasında kullanılan finansal oranlarda payda olarak defter değerinin mi yoksa piyasa değerinin mi kullanılacağı ile alakalıdır.

Bu çalışmanın amacı, ilk olarak (i) İslami hisse senedi taramasında finansal oranların paydasında şirket değeri olarak defter değeri ve piyasa değerini kullanmanın oluşturduğu etkinin incelenmesidir. Bu kapsamda Türkiye hisse senedi piyasasında yer alan şirketler, finansal oranların paydasında defter değeri ve 3 farklı piyasa değeri kullanılarak İslami hisse senedi taramasına tabii tutulmuş ve 4 adet İslami hisse senedi endeksi oluşturulmuştur. Bu çalışma, bu doğrultuda Türkiye hisse senedi piyasasını konu edinen ve endeks oluşturan ilk çalışmalardan birisidir. İkinci olarak (ii), şirket değerinin belirlenmesinde şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörler göre bazı durumlarda defter değeri bazı durumlarda da piyasa değeri kullanımının daha doğru olacağı varsayımı altında yeni model geliştirmektir. Bu kapsamda şirket değeri, ihtiyatlılık ve liberal yaklaşımları benimsenerek söz konusu şirketin faaliyet gösterdiği sektöre göre defter değeri ve 3 farklı piyasa değerinden birisi kullanılarak iki yeni İslami hisse senedi endeksi oluşturulmuştur. Bu çalışma, bu kapsamda da ilk çalışma olma özelliğine sahiptir. Üçüncü olarak (iii), İslami hisse senedi piyasalarının konvansiyonel piyasalardan ayrıştığına dair hipotezi test etmektir. Bu doğrultuda, oluşturulan 4 İslami hisse senedi endeksi ve önerilen 2 yeni İslami hisse senedi endeksi ile Borsa İstanbul konvansiyonel hisse senedi piyasasını temsilen BİST100 endeksi arasındaki dinamik ilişki, çok değişkenli genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans (MV-GARCH) modeli yardımıyla elde edilen dinamik koşullu korelasyon (DCC) katsayıları karşılaştırılarak incelenmiştir.

Çalışma, dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, İslami finans sisteminin temel prensipleri, tarihsel süreci, finansal araçları, düzenleyici ve denetleyici kurum ve kuruluşları, finansal piyasaları ve güncel durumu hakkında teorik bilgilere yer verilecektir. İkinci bölümde, İslami hisse senedi piyasaları ile ilgili daha önce yapılmış temel ve güncel çalışmalara yer verilecektir. Üçüncü bölümde, çalışmada kullanılan veri seti ve uygulanan yöntem ve teknikler ele alınacaktır. Dördüncü bölümde, uygulama sonuçları tablo ve grafikler yardımıyla paylaşılacaktır. Son olarak sonuç ve tartışma kısmında ise bulgular genel olarak değerlendirilecek ve öneriler paylaşılacaktır.

1.2. İSLAMİ FİNANS

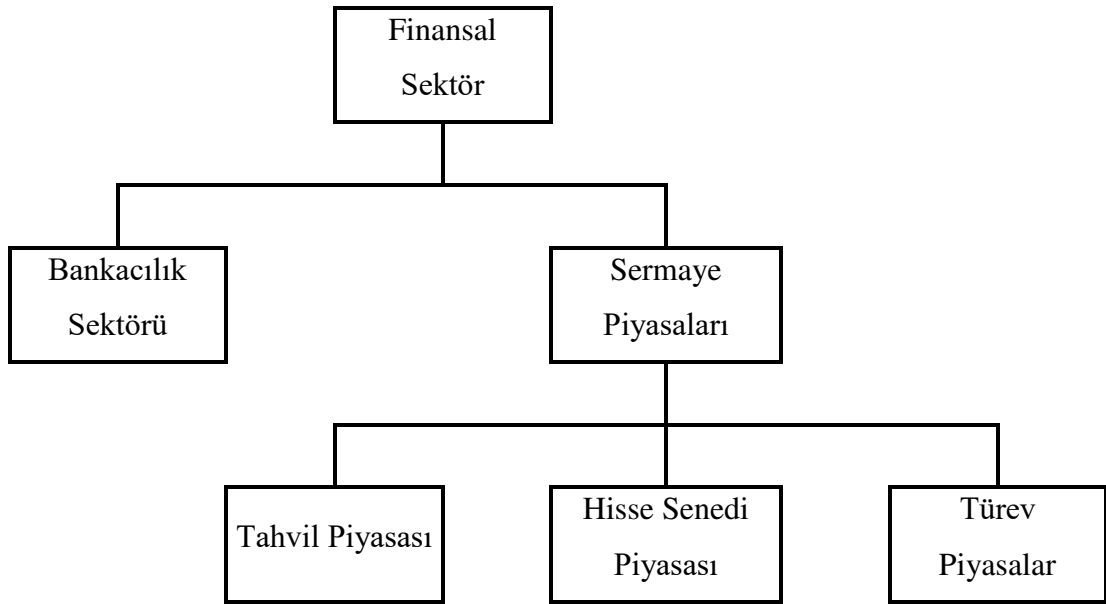
Bir ülke ekonomisi, reel sektör ve finansal sektör olarak sınıflandırılabilir. Reel sektör, finansal sektörün fonladığı maddi çıktının üretilmesine odaklanır. Geleneksel olarak, finans sektörünün temel rolü fonların mobilizasyonu ve dağıtımı olmuştur. Modern finansal sistemler, ekonomide çok daha geniş bir fonksiyonel role sahiptir. Günümüzün ekonomik sistemlerinde finans sektörü, kaynak tahsisini, kaynakların birleştirilmesi yoluyla risk yönetimini ve çeşitlendirmeyi, fiyat keşfini, etkin bir takas ve yerleşim sistemi sağlamayı ve hatta vekalet sorunları ve bilgi asimetritleriyle ilgili anlaşmalar ile de ilgilenir (Rizvi vd., 2016:46). İyi işleyen bir finansal sistem en iyi iş fırsatlarını tanımlayarak ve finanse ederek yatırımı destekler; tasarrufları harekete geçirir; yöneticilerin performansını izler; ticaret, riskten korunma ve risklerin çeşitlendirilmesini sağlar; mal ve hizmet alışverişini kolaylaştırır. Bir finansal sistemde, finansal piyasalar ve bankalar sermaye oluşumunun, gözetimin, bilgi toplamının ve risk paylaşımının kolaylaştırılmasının hayati işlevlerini yerine getirirler (Askari vd., 2015:187).

Etkin bir finansal sistemin şu 4 dört işlevi yerine getirmesi beklenir:

1. Sistem, bilgi ve kaynak tahsisi maliyetlerini azaltmak için etkin finansal aracılığı kolaylaştırmalıdır.
2. İstikrarlı bir ödeme sistemine dayanmalıdır.
3. Finansal sistemin, küreselleşmenin ve finansal entegrasyonun artmasıyla beraber etkin ve likit para ve sermaye piyasaları sunması gerekir.
4. Finansal sistem, ekonomik aktörlere, finansal riskten kaçınmak amacıyla alım-satım yapabilecekleri gelişmiş bir hedging pazarı sağlamalıdır.

Bu işlevler sonuç itibarıyla kaynakların etkin bir şekilde tahsis edilmesine, fiziksel ve beşeri sermayenin hızlı bir şekilde toplanmasına ve daha hızlı teknolojik ilerlemeye yol açmakta ve bu da ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir (Askari vd., 2015:187).

Genellikle finansal sektörü, bankacılık sektörü ve sermaye piyasaları olmak üzere iki ana grupta; sermaye piyasaları ise hisse senedi piyasası, tahvil piyasası ve türev piyasalar şeklinde sınıflandırılır (Rizvi vd., 2016:48). Finansal sektörün temel bileşenleri Şekil 1.1’de gösterilmiştir.



Şekil 1.1. Finansal Sektörün Temel Bileşenleri

İslami finans sistemi Şeriat'a göre çalışan bir finansal sistemdir. Konvansiyonel finans sistemi ile benzer şekilde kendisine özgü finansal pazarlara, finansal araçlara ve finansal kurumlara sahiptir. Konvansiyonel finansal sistemden farklı olarak, İslami finans sisteminin tüm bileşenleri İslam'ın ekonomik hayatı düzenleyen kurallarla uyumlu olması ve Şeriat'ın çizdiği sınırlar içerisinde hareket etmesidir.

İslami finans sisteminin tarihsel süreci Tablo 1.1'de gösterilmiştir.

Tablo 1.1. İslami Finans Sisteminin Tarihsel Süreci

1950 Öncesi	Barclays Bank, 1890'larda Kahire şubelerini Süveyş Kanalı inşaatı ile ilgili finansal işlemleri yürütmek üzere açar. İslam alimleri, faizli işlemler yaptığı gerekçesiyle bankanın faaliyetlerini eleştiriyor. Bu eleştiri aynı zamanda diğer Arap bölgelerine ve büyük bir Müslüman topluluğunun bulunduğu Hindistan alt kıtasına da yayılıyor. İslam alimlerinin büyük çoğunluğu faizin tüm formlarının riba kapsamında yasaklanmış olduğunu deklare ederler.
1950-1960	İslam ekonomisi üzerine teorik çalışmalar 1953'lü yıllarda başlıyor. Mudaraba ve wakala temelli ilk faizsiz bankacılık önerisi geliyor Mısır'daki Mit Ghamr Bank ve Malezya'daki Hac Fonu başlıyor.
1970'li yıllar	İlk İslami ticari banka, Dubai İslam Bankası 1974 yılında açılır.

İslam Kalkınma Bankası (IDB) 1975 yılında kurulur.

Petrol gelirlerinin ve petrodolarların birikmesi, şer'i uyumlu finansal ürünlere olan talebi artırmaktadır.

1980'li yıllar İslami bankacılık sistemlerini tanıtan İran, Pakistan ve Sudan'ın ekonomilerinin İslamileşmesi.

Artan talep, Batı aracı kuruluşları ve enstitülerini cezbediyor.

IDB, 1981'de İslami Araştırma ve Eğitim Enstitüsü'nü (IRTI) kurdu.

Bahreyn ve Malezya gibi ülkeler, geleneksel bankacılık sistemine paralel olarak İslami bankacılığı kurdular.

1990'lı yıllar Muhasebe standartlarına ve düzenleyici yapıya olan ihtiyaca dikkat çekilir.

İslâmi Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (AAOIFI) 1991'de kuruldu.

İslami sigorta (tekafül) tanıtıldı.

İslami sermaye fonları kuruldu.

Dow Jones ve FTSE İslami hisse senedi endeksleri geliştirildi.

2000 yılından günümüze İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB), düzenleme, denetleme ve kurumsal yönetim konularını ele almak için kuruldu.

Sukuk (İslami tahvil) lanse edildi.

Avrupa, Asya ve Kuzey Amerika'da şeriata uygun işlemlerin başlamasıyla İslami finans küreselleşmeye başlamış oldu.

Akademik ilginin artması ve devamında saygın batılı üniversitelerce organize programların sunulması.

Kâr oranlı swapların başlangıcıyla finansal mühendisliğin sınırlı bir şekilde uygulanması

Mali kriz sırasında ve sonrasında şeriata uygun işlemlerden sonra sınır ötesi yargı bölgelerinde hukuki sorunlar gündeme getirilmiştir.

2008 küresel kriz dönemi ve sonrasında şer'i uyumlu işlemlerin başarısız olması sonucunda yasal sorunların artması.

Kaynak: (Iqbal ve Mirakhor, 2011:20)

Tablo 1.1.'den de görüleceği üzere İslami finans sisteminin tarihsel gelişimi 1990'lı yıllarda bir kırılma yaşamıştır. Özellikle AAOIFI' nın kurulması ile beraber şer'i standartlar geliştirilmeye başlanmış ve günümüzde de halen devam etmektedir. Yine 1990'lı yıllarda ilk defa sigortacılık alanında tekafül sistemi geliştirilmiştir. İlk İslami sermaye piyasası araçları da 1990'lı yıllarda geliştirilmiştir. İslami finans sistemi hala gelişimini sürdürmektedir. Bunula birlikte konvansiyonel finansal sisteme nazaran hala birçok zayıf ve eksik yanları bulunmaktadır.

İslami finans sistemi ile konvansiyonel finans sistemi arasındaki temel farklılıklar, Tablo 1. 2.'de gösterilmiştir.

Tablo 1.2. İslami ve Konvansiyonel Finans Sistemi Arasındaki Temel Farklılıklar

Konvansiyonel Finans Sistemi	İslami Finans Sistemi
Faiz esaslıdır	Faiz yasaktır
Para, mübadele ve değer saklama aracı olmasının yanı sıra aynı zamanda bir üründür.	Para sadece bir mübadele aracıdır. Ürün ise gerçek varlıklardır.
Paranın zaman değeri, sermayeye karşılık faiz talebinin temelidir.	Ticaretten ve hizmetten kazanılan kâr kazanç elde etmenin temelidir.
Kurum zarar etse dahi faiz tahsil edilir. Zararın paylaşımı kavramı yoktur.	Kurum zarar ettiğinde bu zarar paylaşılır.
Nakit finansmanı, fon sağlama veya işletme sermayesi finansmanı yapılırken mal ve hizmet alışverişi için herhangi bir anlaşma yapılmaz.	Murabaha, Salam ve Istisna sözleşmeleri kapsamında finansman sağlanırken, mal ve hizmet alışverişi için sözleşme yapılması şarttır.
Sağlanan fon mal veya hizmet karşılığı verilmediği için enflasyona da yol açan parasal genişleme gerçekleşir.	Mal ve hizmetlerin varlığından dolayı parasal genişleme söz konusu değildir dolayısıyla enflasyon oluşmaz.
Finansal faaliyetleri kolaylaştırır	Sosyal, ekonomik ve finansal faaliyetleri kolaylaştırır
Yapılandırılmış ve resmileştirilmiştir	Yapılandırılmamış ve birçok yönden gayri resmidir
Finansal etkinliği vurgular	Sosyal, etik ve finansal etkinliği vurgular

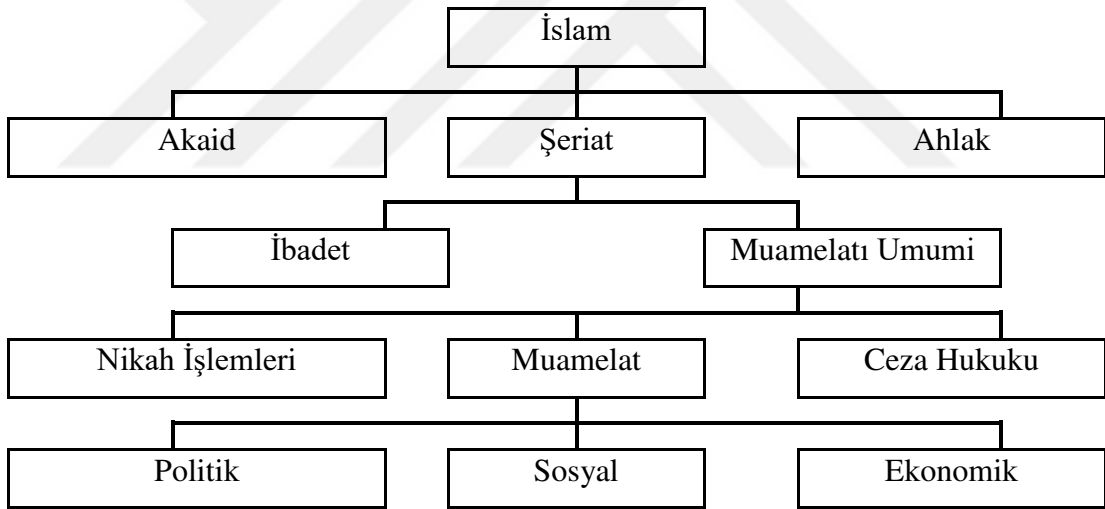
Risk yönetimi, muhasebe ve diğer standartlar açısından oldukça sistematize edilmiştir	Risk yönetimi, muhasebe ve diğer faaliyetler için standartlar hala geliştirilmektedir
Yasal sorunlarla baş etmek için yasal düzenlemeler mevcuttur	Şüpheli birkaç yasal alanla hala geliştirilmekte olan yasal düzenlemeler
Gelişmiş bankacılık ve finansal araç piyasası	Gelişmekte olan bankacılık ve finansal araç piyasası
Konvansiyonel para piyasasının varlığı	Kayda değer İslami para piyasasının bulunmaması
Bankalararası fonların kullanılabilirliği	Bankalararası fonların bulunmaması
Güçlü ve gelişmiş ikincil menkul kıymet piyasası	İkincil menkul kıymet piyasasının bulunmaması
Kısa vadeli para piyasasının varlığı	Kısa vadeli para piyasasının bulunmaması
Oluşan enflasyon nedeniyle girişimci, enflasyonist etkiyi ürün maliyetine dahil ederek mal ve hizmet fiyatlarını artırmaktadır.	Enflasyon üzerindeki kontrol nedeniyle, girişimci tarafından herhangi bir ek maliyet talep edilmemektedir.
Arkasında gerçek bir varlık olmadan para piyasasında meydana gelen genişleme açık finansmanla sonuçlanır.	Bütçe dengesi, parasal genişleme olmamasının sonucudur.
Para az sayıda kişinin elinde toplandığı için zenginliğin gerçek büyümesi gerçekleşmez.	Çarpan etkisi ve gerçek zenginliğin tabana yayılması ile toplumsal zenginlikte gerçek bir büyüme sağlanır.
Projelerin başarısız olması kredinin donuklaşmasına ve zarar yazılmasına sebep olur.	Projenin başarısız olması durumunda yönetim daha iyi bir organizasyona devredilerek yaşatılmaya çalışılır.
Reel GSYİH'deki düşüş nedeniyle, net ihracat tutarı negatifleşmektedir. Bu ise daha fazla dış borca davetiye çıkarır ve yerel para birimi daha zayıf hale gelir.	Reel GSYİH'deki artış nedeniyle net ihracat tutarı pozitifleşir, bu da dış borç yükünü azaltır ve yerel para birimi daha güçlü hale gelir.

Kaynak: (Akkizidis ve Khandelwal, 2008:3; Lone, 2016:4)

Tablo 1. 2.'de görülen temel farklılıkların nedeni, İslam'ın getirmiş olduğu kesin hüküm ve sınırlamalardan kaynaklanmaktadır. İslam'a göre ekonomi hayatını düzenleyen kurallar, bunların kaynakları, kullanım amaçları ve İslami finansın temel prensipleri bir sonraki alt başlıkta ele alınmıştır. Daha sonra sırasıyla İslami finansal araç ve kurumlar, tahvilin karşılığı olan sukuk, İslami hisse senedi piyasası, İslami türev ürünler ve son olarak sigortacılığın karşılığı olan tekaful konuları ele alınmıştır.

1.2.1. Temel Prensipler

İslam dininin temellerini akaid, şariat ve ahlak şeklinde sınıflandırmak mümkündür (Bank Islam Malaysia, 1994). Akaid, İslam'ın inanç esaslarını; ahlak, erdem ve etik kurallarını; şariat ise bireyin diğer bireylerle ve yaratıcı ile olan ilişkilerini konu edinir. Şariat'ın ibadet kısmı, bireyin yaratıcıya karşı yerine getirmesi gereken sorumluluklarını, muamelat ise ibadetin konusu dışında kalan diğer tüm İslam Hukuku alanlarını düzenler. İslam ekonomisi ve finansının İslam Hukuku içerisindeki yeri Şekil 1.2.'de gösterilmektedir.



Şekil 1.2. İslam Hukuku'na Genel Bakış

Kaynak: (Bank Islam Malaysia, 1994)

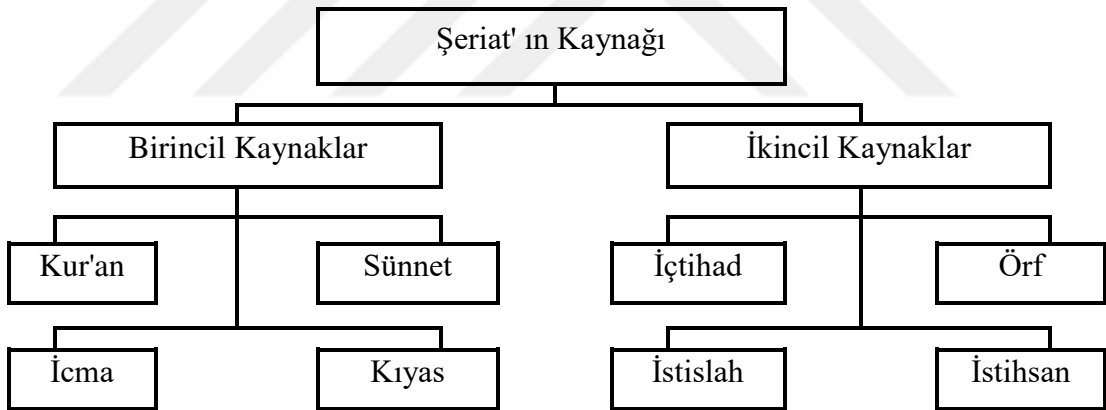
Şariat, kaynağını öncelikle Kur'an ve sünnetten alır. Asli veya birincil kaynaklar arasında icma ve kıyas da yer almaktadır. İslam alimlerinin üzerinde görüş birliğine vardıkları hükümleri ifade eden icma; Kur'an ve sünnette açıkça belirtilmemiş hususlarda başka benzer hükümlerden yola çıkarak benzetme yapmak olan kıyas; Kur'an ve sünnette açıkça belirtilmemiş hususlarda yeni hüküm vermek anlamına gelen içtihad; benzer iki hükümden birini tercih etmek veya bir delile dayanarak daha önceki hükümlerden farklı bir hüküm vermeyi ifade eden istihsan; hakkında herhangi bir hükme rastlanmayan ve kıyas yapmanın mümkün olmadığı

durumlarda İslam Hukuku'nun genel ilkeleri doğrultusunda hüküm vermek anlamına gelen istislah ve alışlagelen, gelenek ve görenekleri ifade eden örf de Şeriat'ın kaynakları arasında yer alır (Visser, 2009:12).

İslam Hukuku'na göre hüküm verilmesi gereken bir durum ile karşılaşıldığında öncelikle asli kaynaklar olan Kur'an, sünnet, icma ve kıyas hükümlerine bakılır. Eğer karşılaşılan durum, asli kaynaklarda yer alan hükümlerle çözülemiyor ise ancak ikincil kaynaklara (icthad, istihsan, istislah ve örf) başvurulur. Şeriat'ın kaynakları Şekil 1.3.'te gösterilmiştir.

1.2.1.1. Makasidü's-Şeria

İslam hukukunun genel amacı veya hedefi (Makasidü's-Şeria; maqasid-al-Sharia), insanların maslahatlarını gerçekleştirmek, yani yararlı sonuçların elde edilmesini ve zararlı olanların giderilmesini sağlamaktır. Daha somut olarak canı, aklı, dini, malı ve nesli korumak şeklinde ifade edilebilir. Bunların korunması toplumu ve çıkarlarını desteklemektedir. Esasen makasidü's-Şaria, toplum çıkarlarının (maslahat) başarılı bir şekilde gerçekleştirilmesidir.



Şekil 1.3. Şeriat'ın Kaynağı

Makasidü's-Şeria'nın bazı ilke ve prensipleri aşağıda maddeler halinde sıralanmıştır (Hassan ve Mahlknecht, 2011:33):

- Makasidü's-Şeria'nın ekonomi, finans ve ticari işlemlerde asli hedefleri vardır.
- Ticari işlemlerde makasidü's-Şeria'nın hedefleri, toplumda memnuniyeti ve toplumsal refah ve mutluluğu beraberinde getirir.
- Makasidü's-Şeria kavramı ve asli hedefleri, evrensel hedef olarak kabul edilir.
- Makasidü's-Şeria, bireylerin kendi çıkarları doğrultusundaki talepleri ve toplumun refah seviyesinin artmasına katkı sağlayacak ihtiyaçlar arasında kamu yararı ve bireylerin çıkarları arasındaki dengeyi sağlar.

- Makasıdü’ş-Şeria’nın iktisat ve hukuk alanlarında yerine getirilmesi görevi, sadece bilim insanlarının sorumluluğunda değil, aynı zamanda finans, iş ve ekonomik faaliyetlerde yer alan tüm tarafların sorumluluğundadır.
- Finans, bankacılık ve ticari işlemlerde Makasıdü’ş-Şeria’nın uygulanabilmesi için dikkate alınması gereken bir mekanizma ve süreç vardır.
- Mevcut iş senaryosunda Makasıdü’ş-Şeria’yı ele almak ve her türlü ticari faaliyette uygulamak çok önemlidir.
- Makasıdü’ş-Şeria, iç pazarda ve uluslararası ticarete önemli ilerleme kaydederek finansal piyasayı ve bankacılık sistemini geliştirmeye yardımcı olmaktadır.
- Makasıdü’ş-Şeria, isimler ve formlar yerine özler ve gerçek özniteliklerle ilgili olduğundan finans, bankacılık ve ticari işlemlerde mevcut sorunların üstesinden gelmeye yardımcı olur.
- Makasıdü’ş-Şeria’nın, İslami bankacılık ve finansın hızlı gelişimini anlamak, yönetmek ve desteklemek için ek bir kaynak olarak desteklenmesi tavsiye edilir.
- Makasıdü’ş-Şeria, şer’i danışma kurullarındaki alimlerin güncel İslami bankacılık ve finans meselelerini anlamada ve muhtemel problemleri çözmede alternatifler sunan sağlam bir platformdur.
- İslami bankacılık ve finans alanındaki uygulayıcıların her şeyden önce Makasıdü’ş-Şeria’yı kapsamlı bir şekilde anlamaları ve özümsemeleri gerekir.

İslam, finansal işlemlerde bulunma özgürlüğünü bir dizi yasak ve norm temelinde sınırlandırmıştır. Kural olarak, İslam hukuku ispatlanmış gayri meşru bir etkiye ve/veya nesneye sahip olan işlemleri tanımamaktadır. Bu amaçla şariat, ticaret veya ticari işlemlerde kaçınılması gereken bazı normlar belirlemiştir.

Tüm ticari faaliyetler ve sözleşmelerin temel prensiplere uyumlu olması gerekmektedir. Bu 5 temel prensip şu şekilde özetlenebilir (Bacha ve Mirakhor, 2013:66; Rizvi vd., 2016:52):

1. Ekonomik bir aktörün tüm eylem ve işlemlerinin akaidde karşılığı olmalıdır.
2. Şariat, insanı, “Ekonomik İnsan” ın tersine, insanlara ve yaratıcıya karşı yükümlülükleri olan bir toplum alt kümesi olarak görür. Kâr ve teşebbüsün önemi reddedilmese de toplumsal ihtiyaçlar her şeyden önemlidir (özellikle zekat). Ruhani ve ahlaki değerler, maddi varlıklar kadar önemlidir.

3. Adalet ve eşitlik her koşulda hüküm sürmelidir. Şeffaflık ve karşılıklı rıza zorunludur. Tüm sözleşmelerin/işlemlerin, sözleşme taraflarının hakları ve yükümlülükleri konusunda bir dengeye veya denklige sahip olması gerekir.
4. İşlemler gerçek varlık bazlı olmalı ve yararlı bir çıktıya sahip olmalıdır. İşlem yapan tarafların bireysel kazanımları olsa bile, topluma yarar sağlamayan veya zarar getiren davranışlardan kaçınılmalıdır.
5. Sermayenin kazancı, risk paylaşımına dayanmalı ve baştan belirli sabit bir getiriye sahip olmamalıdır.

Yukarıda yer alan 5 maddeden bağımsız olarak, finansal araçların veya işlemlerin şer'i uygunluğa sahip olması için sahip olması gereken bazı özellikler vardır. Öncelikle, tüm finansal araçlar ve işlemlerin şu 5 maddeden arındırılmış olması gerekir (Bacha ve Mirakhor, 2013:66; Rizvi vd., 2016:52):

1. Riba (faiz- tefecilik)
2. Rüşvet
3. Garar (belirsizlik- aşırı risk)
4. Meysir (kumar)
5. Jahl (başkalarının bilgisizliğinden yararlanmak)

İslami finansal piyasaların ve finansal araçların oluşumunda belirleyici olan ve en belirgin yasaklardan olan riba ve garar detaylı bir şekilde ele alınacaktır.

1.2.1.2. Riba

Riba, İslam finansında yer alan en temel ve en belirgin yasaktır. Öyle ki İslami finans sistemi için faizsiz finans sistemi de denmektedir. İslam, paranın aracılık işlevine atıfta bulunur ve onu bir emtia veya ürün gibi değerlendirmez. Dolayısıyla, paranın ticaretini veya belirli bir artı değer karşılığında alım-satımını yasaklar. Kur'an' da riba ile ticaret arasında kesin bir ayırım yapılmış ve ticaret teşvik edilirken riba yasaklanmıştır. Esasen riba ile ticaret arasındaki keskin fark, riskin paylaşılması meselesidir. Ticarete risk, tüm taraflara sorumlulukları veya sermayeleri oranında bölüştürülürken, riba karşılığı borçlanmada tüm risk borçlu tarafından üstlenilmektedir. Sermayedarın risk üstlenmeden ve çaba sarf etmeden sabit bir getiri garantisi elde ettiği, girişimcinin ise tüm çaba ve yönetim sorumluluğunu almasına rağmen getiri garantisinin olmaması ve tüm riski tek başına üstlenmiş olduğu riba sistemi, İslam'ın her türlü manipülasyonun ortadan kaldırıldığı ve taraflar arasındaki

adaletin tesis edildiği bir finansal sistem arzusuyla örtüşmemektedir. Yani riba, makasidü's-Şaria'ya ters düşmektedir.

İslam, ribayı yasaklamakla dürüst ve adil bir düzeni teşvik etmek istemektedir. Borçlunun sermayeyi nasıl değerlendirdiğinden ve yaptığı yatırımın sonuçlarından bağımsız olarak, borç verenin sabit bir getiri garantisi elde etmesi İslam'a göre adil değildir. Ayrıca kâr veya zarar olasılığını hesaba katmadan getiri garantisi elde etmenin sömürücü ve verimsiz olduğuna inanılmaktadır. Çünkü bu etmenler, enflasyona ve işsizliğe neden olacak ve toplumun sosyal ve altyapısal gelişimine engel olacaktır (Shanmugam ve Zahari, 2009:8). Bu durum da makasidü's-Şaria'ya aykırı bir durumdur. Ayrıca riba, makroekonomik düzeyde bozulmaya katkıda bulunmaktadır. Muazzam bütçe eşitsizlikleri, ödemeler dengesindeki büyük açıklar, yetersiz dış yardım, yetersiz uluslararası işbirliği ve orantısız parasal genişleme gibi krizlere yol açan etmenler faiz teorisindeki zayıflıklarla ve dolayısıyla riba ili ilişkilidir (Hassan ve Mollah, 2018:73).

Ribanın İslam Hukuku'nda yasaklanma nedenleri şu 5 başlık altında toplanabilir (Kettell, 2011:39):

1. Adaletsizliktir
2. Toplumu yozlaştırır
3. Başkalarının servetinin uygunsuz bir şekilde gasp edilmesini ifade eder
4. Olumsuz ekonomik büyüme ile sonuçlanır
5. İnsan kişiliğini alçaltır ve yok eder

İslam'ın ribayı yasaklaması, günümüz ekonomik ve finansal yapısının temeli olan paranın zaman değeri kavramını inkar etmesine benzer olduğu şeklinde eleştirilere neden olmaktadır. İslâm ekonomisinde sermayenin fırsat maliyeti ve paranın zaman değerine bakışı, borç verme ve yatırım arasındaki ayrımın anlaşılmasıyla kavranabilir. Zaman kendi başına bir verim vermez; sadece bir ekonomik faaliyet yürütüldüğünde değerin yaratılmasına katkıda bulunabilir. Belirli miktarda bir fon ile bir yatırım yapılabilir ya da belirli bir süre için borç verilebilir. Yatırım durumunda, yatırımcı bu süre zarfında kazanılan herhangi bir kâr ve zarar için tazmin edilecektir. İslam, bir ekonomik faaliyetin sonucu olan bu yatırımın getirisini helal kabul eder (Rizvi vd., 2016:28). İslâm sadece bir tür borç vermeye izin verir; borç verenin verdiği para karşılığında herhangi bir artı ücret veya getiri talep etmeden,

faizsiz borç vermek anlamına gelen karz-ı hasen. Bazı İslam hukukçuları, borçlunun masasında yemek yemeyi, duvarının veya ağacının gölgesinde serinlemeyi bile borca karşılık artı değer kabul ediyor ve riba kapsamında değerlendiriyorlar (Alam vd., 2017:5). Dolayısıyla borca karşılık doğrudan veya dolaylı her türlü ek fayda riba kapsamında değerlendiriliyor.

1.2.1.3. Garar

Garar (belirsizlik ve aşırı risk durumu) da İslam Hukuku tarafından yasaklanmıştır. Şeriat'a uygun olan bir sözleşmede taraflar sözleşmenin unsurları hakkında mükemmel bilgiye sahip olmalıdırlar. Bir sözleşmenin taraflarından herhangi birinin yükümlülüğünün belirsiz veya şarta bağlı olması durumunda garar bulunur. Sözleşmeye konu emtianın teslimatı tarafların kontrolü dışında olduğu veya taraflardan birinin ödemeyi yapıp yapmayacağının belirsiz olduğu durumlarda ortaya çıkar. Halihazırda mevcut olmayan veya kimsenin o işin olup olmayacağı, akıbeti hakkında bilgisinin olmadığı bir malın (örneğin sudaki bir balık, havadaki bir kuş, ağaçta yeşerecek olan meyve) satışı garar içerir (Ayub, 2007:58). Garar içeren bir sözleşmede hem belirsizlik vardır hem de aşırı risk durumu vardır. Garar yasağının ardındaki mantık, zayıfın sömürüden korunma arzusudur.

Garardan sakınmak için bir sözleşmenin:

- Satışa konu olan emtianın hem kendisinin hem de fiyatının mevcut olması ve tarafların teslimine muktedir olması,
- Teslimatın özelliklerinin ve miktarının açıkça belirtilmiş olması,
- Eğer teslimat ileri bir tarihteyse, teslimatın miktarı, kalitesi ve tarihinin açıkça belirtilmiş olması,

gerekmektedir (Visser, 2009:45). Aksi takdirde aşırı risk durumu ile karşılaşılacaktır. İslami finansın en belirgin özelliklerinden birisinin riskin taraflar arasında paylaşılması olduğu düşünüldüğünde burada bir tezatlık olduğu akla gelebilir. Ribada taraflardan birisinin riski üstlenmemesinden kaynaklanan adaletsizliğe dikkat çekilirken gararda her iki tarafın da aşırı riske maruz kalma ihtimaline karşılık bir yasaklama söz konusu. Dolayısıyla mesele, riskin her çeşidinin yasaklandığı şeklinde anlaşılmalıdır. Aşağıda izin verilen risk türlerinden birkaç tanesi açıklanmıştır (Schoon, 2016:46):

- İşletmenin normal seyrinde ortaya çıkan girişim riski. İşletmeler kâr yapar ve bazen zarar eder. Genel olarak kârlar, kayıpları aşma eğilimindedir, aksi takdirde hiçbir toplum hiçbir girişimciye sahip olamazdı. Girişimci bir risk alma isteği, ahlaki bir kötülük sayılmaz ve İslam, yatırımları teşvik eder.
- Doğal felaketler ve felaket olasılığı. Bu riskler bireyin veya işin kontrolü dışındadır ve kabul edilebilir risklerdir. Mücbir sebep olarak da bilinen bu risklere karşı korunmaya, karşılıklı sigorta yoluyla izin verilebilir.
- Gönüllü olarak üstlenilen, günlük yaşamın bir parçası olmayan ve “oyun” türünden türeyen faaliyetlerle ilgili belirsizliklerden kaynaklanan riskler. İlgili riskler birey için gereksizdir (risk alınması gerekmez) ve toplum için gereksizdir (riski almak toplumun zenginliğine hiçbir ekonomik değer eklemez).

1.2.2. Finansal Araç ve Kurumlar

Finansal piyasalarda fon alışverişini olanaklı kılan, sahibine mülkiyet hakkı, alacak hakkı, ortaklık hakkı, temettü hakkı veya sermaye kazancı hakkı gibi sözleşme şartlarına göre güvence ve haklar veren araçlara finansal araçlar denilmektedir. Tanımdan da anlaşılacağı üzere finansal araçlar sözleşme esasına dayanmaktadır ve her bir finansal araç kendi başına bir sözleşmedir. Sözleşmenin içeriği ve şartları İslam Hukuku'na göre herhangi bir haram içermiyorsa bu tür finansal araçlara İslami finansal araç denir. İslami hukuk tarafından para sadece bir değişim aracı olarak kabul edildiğinden paranın kendi başına değeri yok sayılmaktadır. Bir yatırımın finansmanında kullanılan paranın mali değerinden ziyade o işteki insan emeğini, girişimi ve iş birliğini kabul eder ve değer verir. Bu temel ilkeye uymak için İslami finans, faiz ödemesini ve ücretlendirmeyi içermeyen özel ve adaletli uygulamaları geliştirmiştir (Ali, 2010:125). Özetle İslami finansal araçlar şer'i bazlıdır ve dolayısıyla işlemlerde riba ve garar bulunmamalı ve makasidü's-Şeria'ya uygun olmalıdır. Teorik olarak, malların alımından veya satılmasından başlayıp teminat ve garantilerin düzenlenmesine, kredi veya finansmana ilişkin düzenlemelere ve yeni yatırım fırsatları yaratmaya kadar ekonomik faaliyetlerin çeşitli aşamalarında, İslami ticaret hukuku ekonomik oyuncuların ihtiyaçlarını karşılayabilecek durumdadır (Iqbal ve Mirakhor, 2011:75).

İslam Hukuku'na göre bir sözleşmenin (akid) hukuken kabul edilebilir olması (sahih) için genel olarak Şeriat'a aykırı olmaması ve bunun yanında bazı asgari şartları

sağlaması gerekir. Bunlar teklif ve kabul, varlığın mahiyeti, varlığın değeri, yasallığı ve tarafların fiili ehliyetleri şeklinde sıralanabilir.

Teklif, taraflardan birisinin bir sözleşme önerisidir. Kabul ise teklife verilen cevap mahiyetindeki beyandır. Teklifin ve kabulün temel koşulları şu şekildedir (Alam vd., 2017:57):

- Kabul, teklifin tüm ayrıntılarını kapsayacak şekilde olmalıdır. Eğer teklif koşullarında maddi bir değişme veya ekleme söz konusu ise teklifin orijinal hali kabul edilemez. İslam Hukuku'na göre karşı tarafın önerisi, yeni bir teklif sayılır.
- Teklif ve kabulün aynı oturumda yürütülmesi gerekmektedir.
- Kabulün geçerli olabilmesi için, kabul veren kişinin fiili ehliyetinin bulunması ve hiçbir baskı altında kalmadan kabul etmesi gerekir.
- Teklifin varlığı kabul edilene kadar devam eder. Bir teklif kabul edilene, reddedilene, geri çekilinceye veya süresi doluncaya kadar açık kalmalıdır. Bir karşı teklif orijinal teklifi kapatır.

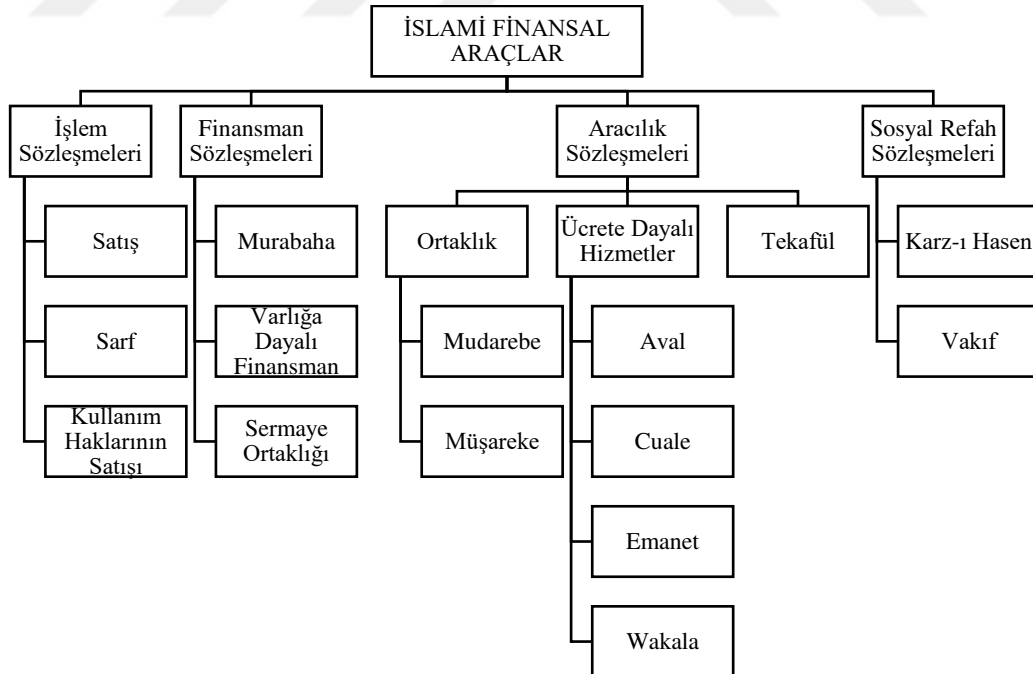
Sözleşmenin geçerli olabilmesi için gerekli bir diğer şart ise sözleşmeye konu varlığın mahiyeti ile ilgilidir. Sözleşmeye konu varlığın şu asgari şartları sağlaması gerekir (Alam vd., 2017:58):

- Yasal olmalı. Varlık yasal olmalı ve ticaretine müsaade edilmelidir. Hukuken yasaklanmış, Şeriat'a, kamu düzenine ve ahlaka aykırı bir şey olmamalıdır.
- Var olmalı. Taraflardan en az birisinin sözleşme esnasında varlığa sahip olması gerekir.
- Teslim edilebilir olmalı. Sözleşme esnasında satıcının varlığın teslimatını kesin bir şekilde yapabilecek kapasiteye sahip olması gerekir. Şeriat, kaçan bir devenin, sudaki bir balığın veya havadaki bir kuşun satışını yasaklamıştır.
- Belirsiz olmamalı. Varlık, taraflarca bilinen bir şey olmalıdır. Her türlü istismar ve gelecekteki anlaşmazlıklardan kaçınmak için muhteviyatı, miktarı ve değeri kesin olarak belirlenmiş olmalıdır.
- Temiz ve helal olmalı.

Bir diğer husus, sözleşmeye konu varlığın değeridir. İslam'a göre bir sözleşmede varlığın değeri para, mal veya hizmet cinsinden olabilir. Mal, verilebilir ve hizmet gerçekleştirilebilir olmalıdır. Sözleşme taraflarının, sözleşmeyi yapabilecek

kapasiteye sahip olması ve hukuken fiili ehliyetlerinin olması gerekir. Reşit olmamış bireyler de sözleşmeye taraf olabilir ancak vasisinin yanında olması ve onayı gerekir. İslam hukukuna göre, reşit olmayan, akli melekeleri bulunmayan, savurganlığı yasal olarak deklare edilmiş, sarhoş olmuş ve ölümüne neden olabilecek bir hastalıktan dolayı acı çeken kişiler bağlayıcı bir sözleşmede taraf olamazlar. Son olarak ise sözleşmenin genel olarak hukuka aykırı olmaması gerekir.

İslami finans sistemi, daha sofistike ve karmaşık finansal araçların tasarlanması için yapı taşları olarak hizmet eden bir dizi temel sözleşme içerir. İslami hukuk sisteminde sözleşmeler sınıflandırılmamakla beraber iktisadi ve ticari bir bakış açısıyla bazı sözleşmeler, ekonomik ve mali sistemdeki işlev ve amaçlarına göre gruplandırılabilir. Örneğin özkaynağa dayalı (equity-based) ve yabancı kaynağa (borca) dayalı (debt-based) sözleşmeler şeklinde iki ana gruba veya kâr-zarar ortaklığına dayalı, satış bazlı ve kiralama bazlı sözleşmeler şeklinde üç ana gruba da ayrılabilir. Kredi yaratmanın niteliğini, finansman araçlarının türlerini, aracılığı ve her bir grubun ekonomik sistemde oynadığı farklı rolleri anlamak için genel bir çerçeve sunması bakımından Iqbal ve Mirakhor (2011)' un sınıflandırılması Şekil 1.4.'te grafik şeklinde gösterilmiştir.



Şekil 1.4. İslami Finansal Araçlar
Kaynak: Iqbal ve Mirakhor (2011:76)

Şekil 1.4.'te İslami finansal araçlar, sözleşmenin işlevi ve amacına dayanan bir sınıflandırmaya tabii tutulmuştur.

İşlem sözleşmeleri, mal ve hizmetlerin takas, satış ve ticaretini kolaylaştıran reel sektördeki ekonomik işlemlerle ilgilenir. Ana işlem sözleşmeleri, ticaret veya alışveriş bazlı faaliyetlere dayanmaktadır. Bu alışveriş peşin olabileceği gibi vadeli de olabilir, ayrıca malın mal ile ya da malın ödeme ile veya ödeme sözü ile gerçekleşebilir. Bu sözleşmeler, finansman ve yatırım fırsatlarının temeli olan varlıklar yaratır; böylece geniş bir ekonomik ve finansal sistemin temelini oluştururlar.

Finansman sözleşmeleri, kredi yaratma ve genişletme yolları sunar, işlem sözleşmelerinin finanse edilmesini kolaylaştırır ve yatırımcılar ve girişimciler arasında sermaye oluşumu ve kaynak aktarımı için kanallar sağlar. Söz konusu finansman sözleşmelerinin ayırt edici özelliği ortada bir borç sözleşmesinin olmamasıdır. Finansman sözleşmeleri ya ticari işlemler ya da varlığa dayalı menkul kıymetler biçiminde iş sözleşmelerinin finanse edilmesi ya da sermaye, ortaklık, ortak mülkiyet ya da azalan ortaklık gibi çeşitli biçimler alabilen sermaye ortaklıklarıyla sermaye sağlanması anlamına gelir.

Aracılık sözleşmeleri, işlem ve finansal sözleşmelerin etkin ve şeffaf bir şekilde yürütülmesini kolaylaştırır. Aracılık sözleşmeleri, ekonomik oyunculara, ekonomik faaliyetler için ücret bazlı hizmetler sunmanın yanı sıra, finansal aracılık faaliyetlerini gerçekleştirmek için birtakım araçlar sağlar. Son olarak, sosyal refah sözleşmeleri bireyler ve toplum arasında yapılan ve toplumun dezavantajlı bireylerinin refahını artırmayı hedefleyen ve teşvik eden sözleşmelerdir.

Bu çalışmada İslami finansal araçlar, kullanım yerlerine göre sınıflandırılmıştır. Bankacılıkta kullanılan finansal ürün ve hizmetler, İslami bankacılık başlığı altında, sermaye piyasası araçları sermaye piyasası başlığı altında ele alınacaktır. Söz konusu sınıflandırma Tablo 1.3.'de gösterilmiştir.

Tablo 1.3. Kullanım Alanlarına Göre İslami Finansal Araçlar

A. Bankacılık Ürünleri	
Finansal Araç	Şer'i Uygunluğa Sahip Sözleşmeler
Konut Finansmanı (Varlık Finansmanı)	Murabahah
	İstisna
	İjarah Muntahiya Bittamleek

	Forward İjarah
	Musharakah Mutanaqisah
Taşıt Finansmanı (Varlık Finansmanı)	Murabahah
	İjarah Muntahiya Bittamleek
Çalışma Sermayesi Finansmanı (Varlık veya Nakit Finansmanı)	Murabahah
	İjarah Muntahiya Bittamleek
	Tawarruq
	Salam
	Sale and Lease Back
Proje Finansmanı	İstisna
	Mudarabah
	Musharakah
	Sale and Lease Back
	Murabahah
	Tawarruq
Ticaret Finansmanı	Teminat Mektubuna Dayalı Wakalah
	Teminat Mektubuna Dayalı Murabahah
	Teminat Mektubuna Dayalı Musharakah
Hesap Kartı	Muqasah
Harcama Kartı	Tawarruq
	Kafalah
Ek Hesap	Tawarruq
Faktoring	Bai al-Dayn
Teminat Mektubu	Kafalah
Bireysel Finansman	Tawarruq
Hizmet Finansmanı	İjarah

B. Tahvil Piyasası Ürünleri

Finansal Araç	Şer'i Uygunluğa Sahip Sözleşmeler
Sukuk	Mudaraba
	Musharakah
	İjarah
	Murabahah

Salam
Istisna
Hibrid
Muqasah
Wakalah

C. Hisse Senedi Piyasası Ürünleri	
Finansal Araç	Şer'i Uygunluğa Sahip Sözleşmeler
Hisse Senedi	Musharakah
Yatırım Fonu, Özel Sermaye Fonu, Gayimenkul Yatırım Ortaklığı ve Özel Fonlar	Musharakah (yatırımcılar arasında) Wakalah (yatırımcı ile fon yönetimi arasında)
D. Türev Ürün Piyasası Ürünleri	
Finansal Araç	Şer'i Uygunluğa Sahip Sözleşmeler
Forward	Wa'd Murabahah Currency Swap
Opsiyon	Urbun
Kâr Payı Swapı	Murabahah
E. Sigortacılık Ürünleri (Tekafül)	
Finansal Araç	Şer'i Uygunluğa Sahip Sözleşmeler
Genel Sigorta	Tabarru Waqf
Hayat Sigortası	Tabarru

Kaynak: (K. Hassan ve Mahlkecht, 2011:38)

* Yazar tarafından revize edilmiştir.

Bir finansal sistemin en önemli unsurlarından birisi de düzenleyici ve denetleyici kurumlardır. İslami finansal sistemin, muhasebe ve denetim standartları, kredi derecelendirme ve kurumsal yönetim gibi önemli konularla ilgilenen ve gelişimini destekleyecek olan kurumsal bir altyapı ihtiyacı vardı. Bu alanda ilk sayılabilecek atılım, 1975 yılında İslam Kalkınma Bankası (Islamic Development Bank-IDB)'nin kurulması ile gerçekleşti. Daha sonrasında ihtiyaca binaen farklı alanlardaki boşlukları doldurmak üzere farklı kurumlar kurulmuştur. İslami finans

sistemi içerisinde düzenleyici ve denetleyici kurumların önemli olanlarından bazıları kuruluş yılına göre eskiden yeniye doğru sıralanmış halde Tablo 1.4.'te gösterilmiştir. Tablo 1.4.'te kurumlara ait kuruluş yılı, merkezi ve fonksiyon ve misyonları gösterilmiştir.

Tablo 1.4. İslami Finansal Kurumlar

Kısaltma	Adı	Kuruluş Yılı	Fonksiyonu-Misyonu	Merkezi
IDB	Islamic Development Bank (İslam Kalkınma Bankası)	1975	Dünya çapında Müslüman ülkeler ve diğer toplumlarda sosyal ve ekonomik kalkınmayı teşvik ederek insanların yaşamlarını iyileştirmek	Suudi Arabistan
IIFA	International Islamic Fiqh Academy (Uluslararası İslami Fıkıh Akademisi)	1981	İslami bankacılık ve finans endüstrisi için tek tip bir düzenleyici sistem kurmak	Suudi Arabistan
IRTI	The Islamic Research and Training Institute (İslami Araştırma ve Eğitim Enstitüsü)	1983	IDB Grubu üyeleri ve ortak kuruluşlarla işbirliği içinde İslami finans alanındaki temel ve uygulamalı araştırmalar yapmak ve bunların pratikteki uygulamalarını kolaylaştırmak, üye ülkelerdeki sosyo-ekonomik gelişmeyi destekleyen dinamik ve kapsamlı bir İslami Finansal Hizmetler Endüstrisinin (IFSI) geliştirilmesi ve sürdürülebilirliğinin	Suudi Arabistan

sağlanmasına katkı sağlamak,
 üye ülkelerdeki İslami finans
 geliştirme faaliyetlerinde
 bulunan personelin
 kapasitesinin geliştirilmesi,
 İslam ekonomisi ve finans
 alanında araştırma, kapasite
 geliştirme, danışmanlık ve
 bilgilendirme hizmetleri
 sunmak

AAOIFI	Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (İslâmi Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu)	1991	İslami finansal kurumların, İslami finans kurallarına uygun uluslararası standartları ve uygulamaları göz önünde bulundurarak faaliyetleri ile ilgili muhasebe, denetim, yönetim ve etik düşüncenin geliştirilmesi; bu kapsamda eğitim seminerlerinin düzenlenmesi, periyodik bültenlerin yayınlanması, raporların hazırlanması ve araştırmaların yapılması. İslami finans alanındaki Şer'i Standartların hazırlanması, yayınlanması ve bu standartların daha geniş bir farkındalık ve kabul görmesi için faaliyetlerin yürütülmesi.	Bahreyn
ICIEC	Islamic Corporation for the Insurance of Investment and	1994	Şer'i prensipler doğrultusunda İslam Ülkeleri için yatırım ve ihracat kredi sigortası sağlamak, İslam İşbirliği	Suudi Arabistan

	Export Credit (Yatırım ve İhracat Kredi Sigortası İslami Kurumu)		Teşkilatı'nın (İKT) üye ülkeleri arasında yatırımın teşviki, korunması ve garantisini sağlamak	
ICD	Islamic Corporation for the Development of the Private Sector (Özel Sektörün Geliştirilmesi İslami Kurumu)	1999	Özel sektör projeleri için finansman sağlama, rekabeti ve girişimciliği teşvik etme, hükümetlere ve özel şirketlere danışmanlık hizmetleri sunma ve sınır ötesi yatırımları teşvik etme yoluyla üye ülkelerin ekonomik gelişimini desteklemek	Suudi Arabistan
CIBAFI	General Council of Islamic Banks and Financial Institutions (İslami Bankalar ve Finans Kurumları Genel Konseyi)	2001	İslami finans hizmetleri sektörünü destekleme, İslami finans hizmetleri endüstrisinin ve sağlam sanayi pratiğinin gelişimini teşvik eden düzenleyici, mali ve ekonomik politikaları savunmak	Bahreyn
LMC	Liquidity Management Center (Likidite Yönetimi Merkezi)	2002	İslami bankalar ve finansal kurumlar ile beraber fazla fon kaynaklarının yatırımının Şariat ilkelerine uygun olarak yapılandırılmış, kaliteli, kısa ve orta vadeli finansal araçlara dönüştürmek	Bahreyn
IFSB	Islamic Financial Services Board (İslami Finansal Hizmetler Kurulu)	2002	Bankacılık, sermaye piyasası ve sigortacılık dahil olmak üzere geniş çapta tanımlanmış olan İslami finans hizmetleri	Malezya

			sektörünün sağlamlığını ve istikrarını sağlamak, endüstri ile ilgili konularda araştırmalar yürütmek, koordine etmek, sektör paydaşları için yuvarlak masa toplantıları, seminerler ve konferanslar düzenlemek	
IIFM	International Islamic Financial Market (Uluslararası İslami Finans Piyasası)	2002	Ticaretin finansmanı, kurumsal finans, sermaye ve para piyasaları ile ilgili şablonlar oluşturmak, İslami finansal araçların standardizasyonunu sağlamak	Bahreyn
IIRA	Islamic International Rating Agency (İslami Uluslararası Derecelendirme Kuruluşu)	2005	İslami finans ilkelerine uygun ihraççılara ve konulara bağımsız değerlendirmeler sağlamak, başta İslam Ülkeleri Örgütü (İKT) bölgesinde olmak üzere yerel sermaye piyasalarının gelişmesi ve dünya genelinde etik finansmana derecelendirme yaparak ivme kazandırmak	Bahreyn
ITFC	International Islamic Trade Finance Corporation (Uluslararası Ticaret Finansmanı İslami Kurumu)	2008	Ana odak noktası İKT üyesi ülkeler arasında ticarete teşvik etmektir. IDB Grubunun bir üyesi olarak ITFC, üye ülkelerindeki hükümetlere benzersiz erişim sunmaktadır ve ticaret yoluyla ekonomik kalkınmayı teşvik etme hedeflerine ulaşmak için özel ve kamu kaynaklarını harekete	Suudi Arabistan

geçiren bir kolaylaştırıcı olarak çalışmaktadır. Kurum, üye ülkelerdeki ticaret finansına daha iyi erişim elde etmelerine yardımcı olur ve onlara küresel pazarda başarılı bir şekilde rekabet etmelerine yardımcı olmak için gerekli ticaretle ilgili kapasite oluşturma araçları sunar.

ISRA	International Shariah Research Academy for Islamic Finance (Uluslararası İslami Finans Şer'i Araştırmalar Akademisi)	2008	Şeriat ve İslami finans alanında uygulamalı araştırmaları teşvik etmek, İslami finans endüstrisindeki güncel konular hakkında Şeriat görüşleri (fetva) için çalışmalar yürütmek, İslami finans ile ilgili beşeri sermayenin gelişiminin güçlendirilmesine katkıda bulunmak, hem iç hem de uluslararası alanda araştırma ve diyalog yoluyla uygulayıcılar, akademisyenler, düzenleyiciler ve akademisyenler arasında daha fazla katılım için bir platform sunmak, öncü araştırmalar ve titiz entellektüel diyalog sayesinde inovasyon ve dinamizmi teşvik ederek İslami finansın sınırlarını genişletmek	Malezya
------	--	------	---	---------

ASAS	Association of Shariah Advisors in Islamic Finance (İslami Finans Şer'i Danışmanlar Birliği)	2011	Yerel ve uluslararası Şeriat danışmanlığında en üst düzey profesyonelliği teşvik etmek ve sürdürmek, Şeriat danışma hizmetlerinin sosyal konumu ve imajında üyelerin ve paydaşların ihtiyaçlarını ve ilgilerini karşılamak.	Malezya
------	--	------	---	---------

Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

1.2.3. Bankacılık

İslami bankacılığı günümüz konvansiyonel bankacılık sisteminden ayıran en temel özelliği bankacılık ürün ve hizmetlerinin Şeriat'a uyumlu olmasıdır. Şeriat'ın ekonomik hayatı düzenleyen temel kuralları faizin, gararın ve meysirin yasaklanmış olmasıdır. Ancak İslami bankacılık denince akla ilk etapta faiz yasağı gelmekte öyle ki alternatif bir isim olarak faizsiz bankacılık ismi de kullanılmaktadır. Modern finansal sistemin kalbi denebilecek finansal aracılık rolünü üstlenen bankaların, faiz mekanizmasının olmadığı bir ortamda fon toplama ve fonlama faaliyetlerini nasıl sürdürecekleri sorusu önem kazanmaktadır (Kettell, 2011:32) İslami bankalar, bir kaynak tahsisi ve finansal aracılık metodu olarak kâr -zarar ortaklığını esas almaktadır.

Kâr zarar ortaklığında banka ve mudi sadece yatırım projesi başarılı olursa kâr payı alacaklardır. Bu nedenle bir İslami banka, yatırım projesinin tutarlılığı, girişimcinin iş zekası ve yetkinliği ile daha fazla ilgilenecektir. Riba ile kâr arasındaki temel farklar Tablo 1.5.'te özetlenmiştir.

Tablo 1.5. Riba ile Kâr Arasındaki Temel Farklar

Riba	Kâr
Riba, borçlunun borç verene kredinin koşulu olarak anapara tutarı ile birlikte ödenen primdir	Kâr, gelir tutarı ile maliyet tutarı arasındaki farktır
Riba, baştan belirlenmiş bir orandır. Dolayısıyla hem borçlu hem de alacaklı açısından miktarı hakkında bir belirsizlik yoktur.	Kâr, sonradan belirlenir. Dolayısıyla faaliyet bitene kadar miktarı bilinmemektedir.

Riba, negatif olamaz, çok düşük veya sıfıra yakın olabilir	Kâr, pozitif, sıfır veya negatif olabilir
Riba, Şeriat'a göre haram kabul edilmiş ve yasaklanmıştır	Kâr, Şeriat'a göre helal kabul edilmekte ve ticaret teşvik edilmektedir.

Kaynak: (Alam vd., 2017:46)

İslami bankacılıkta banka müşterisi ile ortaklık ve ticaret ilişkisi söz konusu iken konvansiyonel bankacılıkta alacak-borç ilişkisi mevcuttur. Konvansiyonel bankalar finansal aracılık rolünü, mudilere baştan sabit bir getiri garanti etmek ve kredi kullananlara baştan sabit bir maliyet ile fon kullandırmak şeklinde yerine getirirler. İslami bankacılıkta ise bir tarafta mudi ile diğer tarafta yatırımcı ile bir ortaklık ilişkisi söz konusudur. İslami banka, mudinin kaynaklarının etkin ve verimli bir şekilde kullanılmasında bir yöneticilik rolü de üstlenmektedir.

İslami ve konvansiyonel bankacılık sistemi arasındaki temel farklılıklar Tablo 1.6.'da özetlenmiştir.

Tablo 1.6. İslami ve Konvansiyonel Bankacılık Sistemi Arasındaki Farklılıklar

Karakteristik	İslami Bankacılık Sistemi	Konvansiyonel Bankacılık Sistemi
Çalışma prensibi	Fonksiyonlar ve çalışma modları, Şer'i kurallara dayanmaktadır. İslami bankalar, tüm iş ve faaliyetlerinin, Şer'i gereksinimlerine uygun olmasını sağlamalıdır.	İşlevleri ve çalışma modları, dini yasalara veya kurallara değil, laik ilkelere dayanır.
Faiz işletme	Finansman faiz (riba) odaklı değildir, kâr zarar paylaşımına dayanmalıdır.	Finansman faiz odaklı olup, fon kullanımı için sabit veya değişken bir faiz oranı uygulanır.
Mevduat Faizleri	Hesap sahipleri faiz (riba) almazlar, ancak İslami bankanın yaptığı yatırımların kâr veya zararını paylaşırlar.	Mevduat sahipleri faizin yanı sıra anapara geri ödeme garantisi de alırlar.

Sermaye finansmanında risk paylaşımı	İslami bankalar, bir proje veya girişim için risk paylaşımı ile sermaye finansmanı sunmaktadır. Zarar sermayeye katılım temelinde paylaşılırken, kâr, önceden kararlaştırılan oran üzerinden paylaşılır.	Risk paylaşımı genellikle sunulmaz, ancak aynı zamanda yönetime de katılabilen risk sermayesi şirketleri ve yatırım bankaları üzerinden sağlanabilir.
Kısıtlamalar	İslami bankaların yalnızca Şer'i hükümlerle uyumlu olan ekonomik faaliyetlere katılmasına izin verilmektedir. Örneğin, bankalar domuz eti veya alkol satışı içeren bir işi finanse edemez.	Geleneksel bankalar herhangi bir yasal ürünü veya hizmeti finanse edebilir.
Zekat (dini vergi)	İslami bankaların işlevlerinden biri zekat toplamak ve dağıtmaktır.	Geleneksel bankalar herhangi bir dini vergi toplamazlar.
Temerrüt halinde ceza	İslami bankalar gelirlerini artırmak ya da zenginleşmek amacıyla ceza tahsil edemez. Ancak bununla beraber, Bankalar için belli idari maliyetlere sebep olan geç ödeme veya temerrüt konusunda caydırıcı olması için İslami bankalar ceza uygulayabilirler. Tahsil edilen cezalar bir yardım kuruluşuna bağışlanabilir veya tahsilat maliyetlerini karşılamak için kullanılabilir.	Geleneksel bankalar, geç ödeme ya da temerrüt durumunda normalde ek para (bileşik faiz) talep ederler.

Belirsizlikten (Gharar) kaçınma	Kumar veya spekülasyon unsuru içeren işlemler önerilmez ya da yasaktır.	Spekülatif yatırımlara izin verilir.
Müşteri ilişkileri	Bir İslami banka müşterilerini ortak ve yatırımcı olarak görür.	Geleneksel bir bankanın müşteri ile ilişkisi alacaklı ve borçlu ilişkisidir.
Şer'i Denetleme (Danışma) Kurulu	Her İslami bankanın, yaptığı tüm iş ve işlemlerin Şer'i hükümlere uygun olup olmadığını denetleyen bir denetleme kuruluna sahip olması gerekir.	Geleneksel bankalar için böyle bir gereklilik yoktur.
Yasal gereklilikler	İslami bir banka, faaliyet gösterdiği ülkenin ilgili mevzuatının yanı sıra Şer'i hükümlere de uymak zorundadır.	Geleneksel bir banka, sadece faaliyet gösterdiği ülkenin ilgili mevzuatına uymakla yükümlüdür.

Kaynak: (Shanmugam ve Zahari, 2009:6).

İslami bankacılık faaliyetleri, temel prensipler etrafında şekillenmektedir. Bu prensipler şu şekilde sıralanabilir (Kettell, 2011:32):

- Önceden belirlenmiş sabit bir getiri (faiz) yasaklanmıştır
- Kâr zarar ortaklığı esastır
- Paradan para kazanmak kabullenemez, tüm finansal işlemler varlık tabanlı olmalıdır
- Spekülatif davranışlar yasaklanmıştır
- Sadece şer'i uygunluğa sahip sözleşmeler kabul edilebilir.

Bu bağlamda İslami bankacılıkta kullanılan sözleşmeler (finansal araçlar) Şekil 1.5.'te gösterilmiştir.



Şekil 1.5. İslami Bankacılık Sözleşmeleri

Ticaret Sözleşmeleri: Bu sözleşmeler, varlıkların alım satımı prensibine dayanır ve İslami bankacılıkta çok önemli bir rol oynar. İslami bankacılık, müşteri ihtiyaçlarını finanse etmek için ticaret prensibini takip eder. Temel ticaret sözleşmeleri şu şekilde açıklanabilir (TKBB- Faizsiz Finans Sözlüğü):

- **Murabaha,** bir malın maliyetinin müşteriye bildirilmesini takiben maliyetin üzerine kâr eklenerek satılmasıdır. Örneğin maliyeti müşteriye bildirilen

50.000 TL'lik bir arabanın üzerine satış kârı ilave edilerek peşin ya da vadeli olarak 60.000 TL'ye satılması finansal alım satım (murâbaha) adını alır. Katılım bankalarının fon değerlendirme yöntemlerinin en önemlisi bu tür alım satımlardır.

- **Maliyetine Satış**, bir malı kâr veya zarar etmeksizin maliyeti hakkında müşteriye bilgilendirerek satmaktır. Bir ayakkabının satıcıya maliyetinin 50 TL olduğunun müşteriye beyan edilerek yine 50 TL'ye satılması maliyetine satış adını alır. Alım satımlarda malın satıcıya maliyetinin açıklanması zorunlu değildir. Ancak eğer maliyet açıklanırsa müşteriye verilen maliyet bilgisinin doğru olması gerekir.
- **Zararına Satış**, bir malın maliyetinin müşteriye bildirilmesini takiben maliyetin altında bir fiyata satılmasıdır. Örneğin 50.000 TL'ye satın alındığı müşteriye bildirilen bir arabanın 48.000 TL'ye satılması zararına satış adını alır.
- **Ön Ödemeli Satım**, paranın peşin misli malın veresiye olduğu satım demektir. Piyasada emsali bulunabilen bir malın borçlanılıp mal bedelinin peşin alındığı sözleşme türüdür. Teslimi sözleşmede belirlenen vadede gerçekleşecek malın cinsi, niteliği ve miktarı hiçbir muğlaklık olmaksızın tam ve net olarak sözleşmede belirtilmelidir. Sözleşmenin yapısı itibarıyla ürünün alıcısı, fiyat artışına karşı kendisini korumuş olur.
- **Eser Sözleşmesi**, istisna akdi yapım gerektiren ürünleri konu alır. Taraflardan biri (müstasni') yapım gerektiren bir işi taahhütte bulunana (sâni') sipariş verir. Bu sözleşmelerde ürünün yapım malzemeleri de taahhütte bulunan tarafından temin edilir. Sipariş edilen ürün üretilmediği sürece sipariş alanın hiçbir maddi hakkı olmaz. Yapılacak ürünün niteliklerinin, miktarının, işin ve bedelin vâdesinin belirlenmesi gerekir. Müteahhite daire yaptırmak, marangoza dolap yaptırmak ve terziye elbise diktirmek eser sözleşmesine örnektir. Katılım Bankaları toplu konut ve alt/üst yapı projelerinde bu enstrümanı kullanırlar.
- **Taksitle Satış**, vadeli satım veya veresiye satım ismi de verilir. Mal bedelinin taksitlere bölündüğü alım satım akitleri taksitle satım adını alır.
- **Açık Hesap Satış**, satıcıdan belirli bir süreç içerisinde satın alınan malların ve hizmetlerin bedelinin belirlenmemiş ancak tahmin edilebilen bir vadede ödenmesi işlemidir. Genellikle aralarında sürekli alım satım ilişkisi olan taraflar arasında güven tesis edilmiş olduğundan ve her alımda ödeme

yapmanın iki taraf için de doğuracağı zorluklardan ya da bunun zaten imkânsız olmasından dolayı açık hesap satış yapılmaktadır. Bugün faturalı sistemle işleyen elektrik, su, doğalgaz ve iletişim türü mal ve hizmetlerin hepsinde açık hesap satış söz konusudur. Aralarında sürekli ticaret bulunan firmalara Katılım Bankalarının vekâletiyle finansman sağlamak amacıyla kullanılabilecek bir yöntemdir.

- **Sat-Geri Al**, bir malı vadeli bedelle satıp, peşin bedel karşılığında geri almak yahut peşin bedelle satılan bir malı, vadeli bedelle geri satın almak şeklinde uygulanan bir finansman yöntemidir. Örneğin 48 ay vadeyle 120.000 TL'ye satın alınan bir malın, 100.000 TL'ye peşin geriye satılması yahut 100.000 TL'ye peşin bedelle satılan bir malı, 48 ay vadeyle 120.000 TL bedelle geri almak îne satışı adını alır.
- **Finansal Kiralama**, finansal kiralama sözleşmesine dayalı olarak, yetkilendirilmiş bir kiralayan tarafından, bir malın mülkiyetinin kira süresi sonunda kiracıya devredilmesini amaçlayan ve kiracıya kira süresi sonunda malın rayiç bedelinden düşük bir bedelle malı satın alma hakkı tanıyan kiralama işlemine finansal kiralama denir.

Katılım Sözleşmeleri: İslam, stresin daha çok kâr ve zarar paylaşımında olduğu, eşitliğe dayalı katılımı teşvik eder. Banka/borç veren, paralarını alacaklı olmak yerine iş ortağı olmak için değerlendirmelidirler. Amaç, yüksek riskli yatırımların ekonomiye bir teşvik sağlaması ve girişimcileri çabalarını en üst düzeye çıkarmaya teşvik etmeleridir. Bu bağlamda ortaklık sözleşmeleri şu şekilde açıklanabilir (TKBB-Faizsiz Finans Sözlüğü):

- **Sermaye Ortaklığı**, tarafların ortaklaşa sermaye koymasını, birlikte iş yapmasını ve meydana gelecek kâr veya zararı paylaşmasını esas alan ortaklıktır.
- **Emek Sermaye Ortaklığı**, sermaye sahibiyle işletme kabiliyetine sahip tarafın bir taraftan sermaye diğer taraftan işgücü (emek) olmak üzere ortaklık kurmasıdır. Bu ortaklıktan doğacak kâr tarafların aralarında yaptıkları sözleşmeye göre paylaşılır. Zarar ise işletmecinin kasıt, kusur ve sözleşme şartlarına aykırı davranışı yoksa sermayeden karşılanır. Örneğin, Katılım Bankalarında açılan katılma hesaplarında böylesi bir ortaklık söz konusudur.

- **Bahçe Ortaklığı**, meyve ağaçları olan bir taraf ile bu meyve bahçesinin bakım ve sulama işini üstlenecek diğer bir tarafın ortaklık sözleşmesi yapması ve elde edilecek mahsulü bu sözleşmedeki şartlar dâhilinde paylaşmasıdır. Hz. Peygamber'in fethettiği bazı arazileri bahçe ortaklığı yaparak işlettiği nakledilmiştir. Katılım Bankalarının ortaklık yöntemiyle meyve üretimine finansman sağlaması halinde bu işlem, bahçe ortaklığı olarak değerlendirilir.
- **Ziraat Ortaklığı**, taraflardan birinin arazisini diğerinin emeğini koyarak ortaklık sözleşmesi yapması ve zirâî faaliyetten ortaya çıkacak mahsulü başlangıçta yaptıkları sözleşmeye göre paylaşmalarıdır.

Destekleyici Sözleşmeler: Ticaret ve ortaklık sözleşmeleri dışında sermayenin akışkanlığını ve ticarete katılımını destekleyecek ve kolaylaştıracak Şeriat'a uygun diğer sözleşmeler bu kapsamda değerlendirilir. Bunların başlıcaları şu şekilde açıklanabilir (TKBB- Faizsiz Finans Sözlüğü):

- **Rehin**, borca karşılık talep edilen teminattır. Borçlu borcunu ödemediğinde söz konusu malın bedeliyle borcun kapatılması amaçlanmaktadır.
- **Kefalet veya Aval**, poliçe ve senet gibi borçluluğu gösteren kambiyo senetlerinde 'yazılı borcu tamamen ya da kısmen ödeme' garantisi vermektir. Katılım Bankaları, faizsiz finans prensiplerine uygun borçlara aval vererek kefil olurlar.
- **Yatırım Vekâleti**, bir kimseyi bir yatırım işlemi için yetkilendirmektir. Örneğin Katılım Bankaları yurtdışı sendikasyonlarında vekâletle fonları alıp faizsiz finans prensipleri doğrultusunda değerlendirirler.
- **Faizsiz Borç**, faizsiz tüketim ödöncü demektir. Borçlanma ihtiyacı duyan bir kişiye para ya da piyasada emsali bulunan (misli) bir varlığı borç vermek ve bu borç işlemi sebebiyle menfaat sağlamamaktır. Para borçlarında alacaklı taraf, borçluluk döneminde gerçekleşen enflasyon kadar bir farkın da alacaklısı olur.
- **Havale**, borcun nakli demektir. Yani bir kimsenin ödemekle yükümlü olduğu borcu bir başkasına nakletmesi demektir. Bu durumda alacaklının muhatabı artık kendisine havale edildiği yeni borçludur. Örneğin satın alınan bir malın bedelini ödemek aslında müşterinin borcudur. Ancak müşteri, satıcıyı alacağının tahsili için bir başkasına havale edebilir. Müşterinin bankada hesap açması, hesabına para yatırması ve bu hesaba bağlı çek keserek ödemelerini

gerçekleştirmesi böylesi bir havale işlemidir. Satıcının bu havaleyi kabul edip etmeme özgürlüğü vardır.

- **Bağış**, iyilik ve ihsanda bulunmak demektir. Bir varlığı bir başkasına karşılıksız vermek ya da kullanırmak teberru sayılır. Bir varlığı başkasına hibe etmek, mal bağışını içeren bir vasiyette bulunmak, bir varlığı vakfettmek, sadaka vermek, kefil olmak ve borç (karz) vermek teberru nitelikli işlemlerdir.
- **Hibe**, bedel alınmaksızın bir varlığın başkasının mülkiyetine verilmesine (temlik) hibe denilir. Şöyle de tanımlanır: Karşılık şartı olmaksızın bir malın hayatta iken başkasına temlik edilmesidir. Karşılık olsaydı satış olurdu, hayat sonrası için gerçekleşmek üzere bir bağış olsaydı vasiyet olurdu, temlik olmasaydı kullanım (âriyet) ya da tüketim ödöncü (karz) olurdu.
- **İbra**, alacaklının, borçlusunda bulunan alacağından tamamen veya kısmen vazgeçmesi durumudur.

İslami bankacılık, konvansiyonel ticari bankacılık ile yatırım bankacılığı arasında melez bir bankacılık türüdür (İqbal ve Mirakhor, 2011:152). Tablo 1.7.'de finansal arabuluculuk yapısı ve kapasitesi hakkında genel bir bilgi vermesi açısından farklı fonksiyon ve hizmetler baz alınarak İslami bir bankanın kavramsal bir bilançosu düzenlenmiştir.

Tablo 1.7. İslami bir Bankanın Genelleştirilmiş Kavramsal bir Bilançosu

Varlıklar	Kaynaklar
Ticaret Finansmanı (Salam, Murabahah)	Vadesiz Mevduatlar (Amanah, Wadia)
Finansal Kiralama/Kiralama (İjarah/Istisnah)	Yatırım Hesapları (Mudarabah)
Kâr Zarar Ortaklığı (Mudarabah)	Özel Yatırım Hesapları (Mudarabah)
Sermaye Yatırımları (Musharakah)	Özkaynaklar
Servis Ücretleri	

Kaynak: (İqbal ve Mirakhor, 2011:153)

Bilançonun kaynaklar kısmında, vadesiz mevduat, yatırım ve özel yatırım hesapları bulunmaktadır. İslami bankalar vadesiz mevduatları amanah (emanet) ve wadia (mevduat) yöntemleri toplarlar. Wadia, bir kişinin güvenliğini sağlamak için mülkünü başka bir kişide tutması ve vekil statüsünde olan bu kişinin de herhangi bir kazanç sağlamaksızın bu mülkü kullanmasına izin verildiği zaman ortaya çıkar. Güvenli tutulması için teslim edilen wadia varlıkları, onları kabul eden kişiye olan güvene işaret eder. Wadia sözleşmesinden doğan sorumluluk, sözleşmenin niteliğine bağlıdır. Örneğin, kendisine güvenle mal emanet edilen kişi, güvenli saklama hizmetleri için bir ücret talep etmezse, kendi ihmalden kaynaklananlar dışında mala gelen zarardan sorumlu değildir. Ancak sözleşmenin bir parçası olarak bir ücret söz konusuysa, emanet alan kişi mala zarar gelmesi durumlarında tazminat ödemekle yükümlüdür. Vekil, mal sahibinin önceden verilecek izni ile, varlığı kullandırabilir, kullanımına izin verebilir, rehin edebilir veya kendisi kullanabilir, ancak talep üzerine malı geri vermelidir. Emanet ise bir tarafın başkasının mülkünü koruma veya muhafazasıyla görevlendirildiği geniş bir kavramdır. Varlığın emanet edildiği tarafın varlığı kullanmasına izin verildiği wadia'nın aksine, emanet kapsamında bir teslimde varlığın yalnızca güvenli tutulması amaçtır ve emanet edilen taraf varlığı kullanamaz.

Yatırım hesaplarında ise mudarabah (mudarebe), fon toplama yöntemi olarak kullanılmaktadır. Yatırımcı; mali piyasalarda belirli bir uzmanlığı olan, kârlı projeleri araştıran ve bulan ve elindeki kaynakları yönetim becerisini de kullanarak yatırıma aktaran bir bankaya elindeki fonu yatırır. Belli bir dönemden sonra, hem banka hem de yatırımcı, önceden belirlenmiş oranlara göre kârı paylaşır.

Bilançonun varlıklar kısmında ise toplanan fonların hangi yöntemlerle kullanıldığı yer almaktadır. İslami bankacılıkta sözleşmelerine yukarıda detaylıca yer verildiğinden tekrar üzerinde durulmayacaktır.

İslami bankaların, kaynaklarını hangi yatırımlara ne şekilde aktardığı Tablo 1.8.'de verilmiştir.

Tablo 1.8. Toplanan Fonlar ve Kullanım Yerleri

Kaynaklar (Toplanan Fonlar)	Varlıklar (Kullanım Yerleri)
Özsermaye	Kısa vadeli ticaret finansmanı (murabahah, salam)

Vadesiz mevduatlar (amanah)	Düzenleyici nakit rezerv yönetimi
	Orta vadeli yatırımlar (ijarah, istisna)
Yatırım hesapları (mudarabah)	Uzun vadeli ortaklıklar (musharakah)
Özel yatırım hesaplar (mudarabah, musharakah)	Ücret esaslı hizmetler (joalah, kifala)

Kaynak: (Van Hennie ve Zamir, 2008:21)

Tablo 1.8.'den anlaşılacağı üzere konvansiyonel bankacılığın aksine İslami bankalar borçlarını kaynak olarak kullanmazlar, bu da kaldıraç oluşturmalarına engel olur. Vadesiz mevduatlar haricinde, tüm fon kaynakları doğrudan varlıkların finansmanı ile bağlantılıdır ve kaynaklar ile fon kullanım yerleri arasında bir kopukluk yoktur. Konvansiyonel bankalar, fonları borçlanma senetlerine (hazine bonoları ve notları) yoğun bir şekilde yatırım yaparak kullanma eğiliminde iken İslami bankalar fonları, reel ekonomik faaliyetlerin doğrudan finansmanını sağlamak için kullanırlar.

1.2.4. Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasaları tahvil piyasası (sukuk), hisse senedi piyasası ve türev piyasalar olarak sınıflandırılmıştır.

1.2.4.1.Sukuk

Sukuk sözcüğü, Arapçada sertifika anlamına gelen “sakk” kelimesinin çoğuludur. AAOIFI' nın 17 nolu Faizsiz Finans Standardı sukuk ile ilgilidir. Söz konusu standartta sukuk tanımı şu şekildedir (AAOIFI, 2018:460):

“Sukûk, mevcut mal (ayn), menfaat veya hizmet hâlinde 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. Ancak bu sertifikalar (sukûk), sertifika bedelleri tahsil edildikten, ihraç gerçekleşip arz tamamlandıktan ve bunlar ihraç edildikleri amaç için kullanılmaya başlandıktan sonra varlıklar üzerinde eşit değerde ortak mülkiyet ifade ederler.”

Yine aynı standartta sukukun özellikleri şu şekilde sıralanmıştır (AAOIFI, 2018:464):

- Yatırım sertifikaları, malikinin adına veya hamiline birbirine eşit değerde ihraç edilirler. İhracın bu şekilde yapılmasındaki amaç, sertifika sahibinin sertifikaların temsil ettiği mali haklar ve yükümlülüklerle ilgili yetkisini ispat etmektir.
- Yatırım sertifikaları, mevcut mal, menfaat veya hizmet hâlinde bulunan ya da karma nitelikli olarak tüm bunlardan ve manevi haklar ile alacaklar ve nakitlerden oluşan varlıklara, şayi hisseli olarak malik olmayı sağlayan ve şayi hisseli ortaklığı temsil eden sertifikalardır. İlgili sertifikalar, yatırımcıların ihraç edenin zimmetindeki alacaklarını temsil etmezler.
- Yatırım sertifikaları fikhî bir akde dayalı olarak ihraç edilirler. Sertifikaların ihracında ve ikincil piyasalarda işlem görmesinde ve tedavülünde yine fikhî kurallar esas alınır.
- Yatırım sertifikalarının ikincil piyasalarda işlem görebilmesi (tedavül), temsil ettiği varlığın ikincil piyasalarda işlem görme şartlarına tabidir.
- Yatırım sertifikası sahipleri, arz sırasında hazırlanan izahnamede açıklanan anlaşmaya göre, sertifikanın sağladığı gelire sahip olurlar ve her biri malik oldukları sukûk oranında zarara katlanırlar.

İslam Hukuku'na göre konvansiyonel tahvil, faiz içerdiğinden yasaklanmıştır. Ancak İslam, gerçek bir varlıktan veya ticari faaliyetten kaynaklanan getiriye hem izin vermiş hem de teşvik etmiştir. Sukuk, bir borç senedi mahiyetindeki tahvilin aksine belirli bir dayanak varlığa/projeye/sözleşmeye belirli bir payın sahipliğidir. Dolayısıyla sukuk sahibi taraf, bir borcun alacaklısı değil, belirli bir varlığın pay sahibidir ve elde ettiği kazanç söz konusu varlığa ait nakit akışları ve sermaye kazancıdır. İslami finans sistemi için sukukun faydaları şu şekilde özetlenebilir (Usmani, 2007:2):

- Sukuk, tek bir ekonomik aktörün finansman yeteneğini aşabilecek büyük girişimleri finanse etmenin en iyi yollarından biridir.
- Sukuk, fon fazlası bulunan ekonomik aktörlerin fonlarını değerlendirebilecekleri ve ihtiyaç duyulduğunda pozisyonlarını kapatabilecekleri ideal bir finansal araçtır. Sukukun ikincil piyasasının bulunması bunu olanaklı kılmaktadır.

- Sukuk, İslami banka ve finansal kuruluşlar için likitlerini yönetmenin mükemmel bir yoludur. Acil likit ihtiyaçlarında pozisyonlarını ikincil piyasada kapatabilirler.
- Sukuk, girişimden kaynaklanan getirileri tüm yatırımcılara eşit şekilde dağıttığından gelir dağılımındaki adaletsizliği azaltan bir araçtır. Bu şekilde servet, bir avuç zengin insanın değil, geniş bir tabana erişim olanağı bulmaktadır.

Sukukun ortaklık yapısı içermesi, hisse senedini andırmaktadır. Ancak sukuk, hisse senedi gibi bir şirketin tüm varlık ve sorumluluklarına ortaklık değil, belirli bir varlığın veya projenin pay sahipliğidir. Sukuk, tahvil ve hisse senedi arasındaki temel farklılıklar Tablo 1.9.'da gösterilmiştir.

Tablo 1.9. Sukuk, Tahvil ve Hisse Senedi Arasındaki Farklar

	Sukuk	Tahvil	Hisse Senedi
Mahiyeti	Dayanak varlık/ proje/ hizmette müşterek pay sahipliği vardır.	Borç senedi	Bir şirkette pay sahipliği vardır.
Varlığa Dayalı	Finansal kiralama bazlı sukukta en az %51 oranında maddi varlık zorunluluğu söz konusudur.	Genelde gerekli değildir.	Gerekli değildir.
Hakediş	Dayanak varlık/proje/hizmet üzerinde mülkiyet hakkı vardır.	Borçlu kuruluşun üzerinde ve bazı durumlarda kuruluş varlıklarında ipotek vardır.	Şirket üzerinde sahiplik vardır.
Teminat	Yapılandırılmış herhangi bir ek teminat geliştirmesine ek olarak, dayanak varlıklarda veya projelerde sahiplik hakları ile güvence altına alınır.	Genellikle teminatsızdır.	Teminatsızdır.
Anapara ve Getiri	İhraççı tarafından garanti edilmez.	İhraççı tarafından garanti edilir.	Şirket tarafından garanti edilmez.
Amaç	Sadece şer'i uygunluğa sahip (helal) amaçlar doğrultusunda ihraç edilirler.	Herhangi bir amaç için ihraç edilebilirler.	Herhangi bir amaç için ihraç edilebilirler.

Menkul Kıymetin Alım-Satımı	Dayanak varlık/ proje/ hizmetin mülkiyet payının satışı sözkonusudur.	Borçlanma aracının satımı sözkonudur.	Bir şirketteki hisselerin satımı sözkonusudur.
Sahiplerin Sorumluluğu	Tanımlanmış görevlere, dayanak varlık/proje/sözleşmeye sahiplik payı kadar sorumluluk vardır.	Sorumluluk yoktur.	İşlem sorumluluğu şirketteki payla sınırlandırılmıştır.

Kaynak: (Omar vd., 2013:80)

Sukuku diğer menkul kıymetlerden ayıran temel özellikleri şu şekilde sıralanabilir (Rizvi vd., 2016:52):

- Sukuk ihracı yoluyla elde edilen tüm fonlar sadece helal veya şeriata uyumlu faaliyetler için kullanılmalıdır.
- Eğer fonlar, bir maddi duran varlık elde etmek için kullanılacaksa bunun açıkça belirtilmesi gerekir. Çünkü sukuk, tahvilden farklı olarak ihraççının genel finansal ihtiyaçlarını finanse etmek için kullanılamaz.
- Sukuk sahiplerinin elde edeceği gelir sadece dayanak varlığın ürettiği nakit akışlarından kaynaklanmak zorundadır.
- Sukuk sahipleri, dayanak varlığın ve nakit akışlarının mülkiyetine sahip olma hakkına sahiptir. Bu durum sukuku, saf tahvil yapısından hibrid bir finansal araç yapısına doğru iter.
- İşlemin tüm taraflarının, özellikle de ihraççı ve yatırımcının hak ve yükümlülüklerinin açık ve şeffaf bir şekilde belirtilmesi gerekmektedir.
- Diğer tüm İslami finans araçlarında olduğu gibi, belirli sabit bir getiriye sahip olmamalıdır.

AAOIFI, sukuk sertifikalarını şu şekilde sınıflandırmıştır (AAOIFI, 2018:461-464):

1. Kiralanan Varlıkların Aslına Malik Olmayı Sağlayan Sukûk

2. Menfaate Malik Olmayı Sağlayan Sukûk

2.1. Mevcut Malların Menfaatlerine Malik Olmayı Sağlayan Sukûk

2.1.1. Mevcut malların aslına malik olan tarafın, malın menfaatine dayalı olarak ihraç ettiği sukûk

2.1.2. Mevcut malların menfaatine malik olan tarafça malın menfaatine dayalı olarak ihraç edilen sukûk

- 2.2. Nitelikleri Belirlenmiş (Zimmette Mevsûf) Malların Menfaatlerine Malik Olmayı Sağlayan Sukûk
- 2.3. Bizzat Belirlenmiş Bir Tarafın Sunacağı Hizmete Malik Olmayı Sağlayan Sukûk
- 2.4. Nitelikleri Belirlenmiş (Zimmette Mevsûf) Bir Tarafın Sunacağı Hizmete Malik Olmayı Sağlayan Sukûk
3. Selem Akdine Dayalı Sukûk
4. İstisnâ‘ Akdine Dayalı Sukûk
5. Murâbaha Akdine Dayalı Sukûk
6. Ortaklığa Dayalı Sukûk
 - 6.1. Müşâreke Akdine Dayalı Sukûk
 - 6.2. Mudârebe Akdine Dayalı Sukûk
 - 6.3. Yatırım Vekâletine Dayalı Sukûk
7. Müzâraa Akdine (Zirâat Ortaklığı) Dayalı Sukûk
8. Müsâkât Akdine (Bağ–Bahçe Ortaklığı) Dayalı Sukûk
9. Muğârâse Akdine (Ağaç Dikip Yetiştirme Ortaklığı) Dayalı Sukûk

Sukuk ihraç süreci, dayanak varlığın temininde kullanılan finansal araçlara göre farklılık göstermekle beraber genelleştirilmiş bir sukuk yapılandırma süreci şu şekildedir (Iqbal ve Mirakhor, 2011:185):

Adım 1: Halihazırda kaynakları harekete geçirmek ve fon toplamak isteyen tarafın elinde bulunan bir varlık tanımlanmıştır. Genelde bu varlığın bir bina, arsa, otoyol veya havalimanı gibi somut bir varlık olması gerekir. Ancak somut olmayan finansal varlıklar ile somut varlıkları birleştiren heterojen bir havuz oluşturulabilir. Menkulleştirilecek varlıklar belirlendikten sonra, önceden belirlenmiş bir satın alma fiyatı için bir SPM'ye (special-purpose mudarabah) aktarılır. SPM sadece bu özel amaç için kurulmuş olup, ihraççıya verilebilecek veya verilemeyecek ayrı bir tüzel kişiliktir. Bağımsız bir SPM kurarak sertifikalar, orijinal sahibininki yerine kendi kredi notlarını taşır. Ayrıca, varlığın bu özel işletmeye devredilmesiyle varlık, ihraççının bilançosundan çıkarılır ve böylelikle ihraççının gelecekte karşılaşılabileceği herhangi bir finansal sıkıntıya karşı önlem alınmış olur. Dolayısıyla, bir SPM'nin varlığı yatırımcılara sertifikalardaki nakit akışlarının kesinliği hakkında fikir verir ve bu nedenle sertifikaların kredi kalitesini artırır. Bir SPM ayrıca özel vergi statüsüne ve faydalarına sahiptir ve iflastan uzak bir varlık olarak kabul edilir.

Adım 2: SPM'nin bilançosunun aktif tarafına dayanak varlık, pasif tarafına ise yatırım sertifikaları, ihraç değeri üzerinden kaydedilir. Bu sertifikalar, varlığın mülkiyetindeki eşit değerde bölünmemiş hisseleri temsil eder. Sertifikaların satışından elde edilen gelirler, varlıkların satın alınmasında kullanılır. Sukuk sahipleri, SPM'nin müştereken sahip oldukları varlıkların hisse senedi çıkarlarına katılırlar.

Adım 3: SPM, ya varlığı satar ya da gelecekteki periyodik kira ödemelerine karşılık, bir satıcıya ya da satıcının kendisine ait bir kiracıya geri kiralar. Örneğin, bir kira sözleşmesi söz konusu olduğunda varlık, kiracıya veya gelecekte kira ödemesini yapmaktan sorumlu olan ihraççıya kiraya verilecektir. Kira geliri şeklindeki bu gelecekteki nakit akışlar sukuk sahiplerine aktarılır. İşlem ücretleri ve yönetsel giderler nakit akışlarından mahsup edilir.

Adım 4: Yatırım sertifikasının kalitesini ve pazarlanabilirliklerini arttırmak için, bir yatırım bankası, gelecekteki ödemelerle ilgili ya da pozisyonun kapatılması sırasında varlığın satın alınması hakkında garanti verebilir. Yatırım bankası veya garantör, garanti karşılığında birkaç puanlık getiri elde eder. Kredibilitesinin artmasıyla beraber sukuk, yatırım yapılabilir menkul kıymetler grubuna girer ve bu da kurumsal yatırımcılar açısından sukuku cazip kılar.

Adım 5: Sukuk sahiplerine vadeleri boyunca periyodik ödemeler, varlığın yararlanıcısı (kiracı) tarafından yapılır. Bu periyodik ödemeler, geleneksel bir tahvilde kupon ödemelerine benzer. Tahvil ihracının yapıldığı projenin sonucundan bağımsız olarak tahakkuk eden konvansiyonel tahvil kuponundaki ödemelerin aksine, sukuk ödemeleri ancak menkul kıymetleştirilen varlıktan herhangi bir gelir varsa tahakkuk eder. Bununla birlikte, kupon ödemelerinin kira gelirlerine dayandığı ve kira gelirlerinin düşük olması olasılığının düşük olması nedeniyle, yatırımcılar, sukuku yüksek getirili ve düşük riskli olarak görürler. İkincil pazarda sukuk satın alan herhangi bir kişi, satıcının dayanak varlıktan elde ettiği tüm hak ve yükümlülükleri payı oranında sahiplenmiş olur. İkincil piyasada fiyat, piyasa dinamikleri ve yatırımın karlılığına göre piyasa tarafından belirlenir.

Adım 6: Vade sonunda ya da tasfiye sırasında, SPM, varlıkları orijinal satıcıya / mal sahibine önceden belirlenmiş bir fiyattan geri satar ve daha sonra sertifika sahiplerine ya da yatırımcılara geri ödeme yapar. Yatırımcıları sermaye kaybına karşı korumak için fiyat önceden belirlenir.

1.2.4.2. Hisse Senedi Piyasaları

Hisse senedi piyasası, şirket hisselerinin, menkul kıymetlerin ve diğer enstrümanların borsada veya tezgahüstü piyasada işlem görmesini sağlayan bir piyasadır. Hisse senedi piyasası, bireylerden şirketlere doğru ve yatırımcılar arasındaki fon akışını kolaylaştırır. Ayrıca hisse senedi piyasası, fon fazlası olan tarafların fonlarını, getiri elde edebilecekleri ve şirketlere finansal yatırımlarını değerlendirebilecekleri yatırımlara dönüştürülmesini olanaklı kılar. İslami hisse senedi piyasaları ise Şeriat'a uygun finansal araçların işlem gördükleri piyasalardır. Söz konusu araçlar, girişimlerden kaynaklanan hak ve yükümlülüklerin paylaşılmasına dayalı ortaklığı içerir. Hisse senedi piyasalarında genellikle Mudarabah ve Musharakah sözleşmeleri kullanılır.

AAOIFI, hisse senetleri ile ilgili genel hükümleri 21 nolu Faizsiz Finans Standart'ında ele almıştır. Söz konusu standartta hisse senedi alım-satımı ile ilgili şu hükümlere yer verilmiştir (AAOIFI, 2018:554):

- Hisse senedi anonim şirketin sermayesinde ortaklığı temsil eder. Aynı şekilde şirketin varlıklarında ve sermayenin mala, menfaate, alacağa ve benzeri haklara dönüşmesi hâlinde bunlarda da ortaklığı simgeler. Hisse senetlerinin alım satımında sözleşme konusu işte bu ortaklık hissesidir.
- Anonim şirketlerin hisse senetlerinin peşin veya vadeli satıma uygun olanlarını vadeli olarak alıp satmak caizdir. Ancak şirketin amacı ve ana faaliyeti meşru olmalıdır. Hisse senedinin alımı, yatırım gayesiyle olabileceği gibi fiyatların değişiminden istifadeye yönelik ticari gayeyle de olabilir.

Hükümden, hisse senetlerinin alım-satımının meşruluğu, yatırım yapılacak şirketin amacının ve ana faaliyet konusunun meşruluğuna bağlı olduğu anlaşılmaktadır. Şirketlerin meşruluğunun tespiti, bir dizi detaylı inceleme gerektirmektedir. Burada meşruluktan kasıt, şer'i uygunluktur. Yani ana faaliyet konusu haram olan (İslam Hukuku'na göre meşru olmayan) işlemler veya malların ticaretinden oluşan şirketlere yatırım yapmak uygun değildir. Ancak ana faaliyet konusu şer'i uygunluğa sahip olsa dahi şirketlerin meşru olmayan kazançları olabilir. Örneğin ana faaliyet konusu beyaz eşya üretmek olan bir şirket, nakitlerini vadeli mevduat hesaplarında değerlendirip faiz kazancı elde edebilir veya yatırımlarını finanse etmek için bankadan faiz karşılığında kredi alabilir. Örneğin, perakende ticaret

yapan bir market, domuz eti veya alkollü içecekler veya tütün mamülleri satabilir. Bu durumda şirket ana faaliyet konusu itibarıyla şer'i uygunluğa sahip olsa dahi ilk örnekte şer'îen meşru olmayan faizli işlemler, ikinci örnekte de alım-satımı şer'îen meşru olmayan malların ticareti yapılmış olacaktır. AAOIFI' nin söz konusu standardında şöyle bir hüküm yer almaktadır (AAOIFI, 2018:554):

“Kural olarak, ana faaliyet alanı uygun olmakla birlikte kimi zaman faizli işlem veya diğer mahzurlu malların ticaretini yapan şirketlere ortak olmak ve bu şirketlerin hisse senetleri ile muamelede bulunmak (bu hisse senetlerine yatırım veya bunların ticaretini yapmak) kesinlikle haramdır.”

Şer'i uygunluğa sahip olmayan işlem ve meşru olmayan mallar şu şekilde özetlenebilir; konvansiyonel finansal hizmetler, alkollü içecekler, domuz eti ve haram gıda ürünleri, tütün, uyuşturucu, klonlama, sigorta, vadeli altın ve gümüş ticareti, faizli kira geliri, silah ve savunma sanayi, eğlence, kumar, oteller, restoran ve bar ve pornografi.

Şirket ana faaliyet konusu şer'i uygunluğa sahip olup da uygunsuz geliri olan şirketler için de bazı istisnalar getirilmiştir (AAOIFI, 2018:555). Bu istisnalar, bazı finansal oranlar için belirlenmiş eşik değerleri aşmayan şirketlerin de şer'i uygunluğa sahip şirket kategorisinde değerlendirmelerini olanaklı kılmıştır. Dolayısıyla şer'i uygunluğa sahip firmaların belirlenmesinde kabaca iki aşama olduğu anlaşılmaktadır. İlk aşama şirket ana faaliyet konusu ile ilgili olan sektörel tarama, diğer aşama ise şirketin finansal oranları ile ilgili olan finansal oran taraması.

Hisse senedi taraması, ana kütlede yer alan tüm hisselerin belirli bir strateji doğrultusunda filtrelenmesidir. Böylelikle tarama sonucunda elde daha az hisse kalacak ve çözülmesi gereken problem sayısı azalacaktır. İslami hisse senedi taraması ise Şariat prensipleri doğrultusunda, şer'i uygunluğa sahip yatırım yapılabilir hisse senetlerinin belirlenmesini sağlamaktadır. Tarama sonucunda elde kalan şirketler ile İslami hisse senedi endeksleri ve İslami yatırım fonları oluşturulmaktadır.

Tarama esnasında baz alınan kriterler, şer'i kurullar tarafından belirlenmektedir. Uygulamada coğrafi ve örfi farklılıklar nedeniyle çok farklı tarama yaklaşımlarının benimsendiği görülmektedir (Omar vd., 2013:130). Şer'i kurulların farklı yaklaşımları, farklı şer'i standartların oluşmasına ve pratikte ülkelere ve bölgelere göre farklı uygulamalara neden olmaktadır. Bu durum Şariat'ın,

Müslümanların farklı koşul ve şartlar altında oluşan farklı sorunlarına uygun çözüm yolları üretmedeki esnek yapısına işaret etmektedir (Ho, 2015:224). Farklı düşünce ekollerine sahip şer'i kurullar, bu esneklikle beraber hisse senedi taramasında kullanılan farklı kriter gruplarının oluşmasına neden olmuştur.

İslami hisse senedi taramasını endeks sağlayıcılar, uluslararası derecelendirme kuruluşları, şer'i finansal hizmet veren kuruluşlar, İslami bankalar ve fon yönetim kuruluşları yapmaktadır. Bu kurumlar, şer'i danışma kurullarına sahiptirler ve tarama esnasında uygulanacak kriter grubunu bu kurullar belirler. Başlıca uluslararası endeks sağlayıcıları, Dow Jones İslami Hisse Senedi Endeksleri (Dow Jones Islamic Market Indices- DJIM), Financial Times İslami Endeksleri (Financial Times Islamic Index- FTSE), Morgan Stanley İslami Endeksleri (Morgan Stanley Capital International Islamic Index- MSCI), Standard & Poor İslami Endeksleri (Standard & Poor Islamic Index- S&P) ve Thomson Reuters/IdealRatings İslami Endeksleri (Thomson Reuters/IdealRatings Islamic Indices-TRI) şeklinde sıralanabilir. Düzenleyici ve denetleyici kurum olarak AAOIFI'nın da belirlemiş olduğu kriter grubu mevcuttur. ABD, İngiltere, İsveç, İsviçre, Malezya, Endonezya, Kuveyt, Hindistan, Hong Kong ve Sri Lanka piyasaları için ulusal endeks sağlayıcıları bulunmaktadır. ABD, İngiltere, Hong Kong, Malezya, Pakistan ve Sri Lanka' da ayrıca fon yönetim kuruluşlarının sağlamış olduğu ülke endeksleri bulunmaktadır. Ayrıca Rusya, Dubai, Suudi Arabistan ve Çin'de endeks hesaplayan İslami bankalar bulunmaktadır. Türkiye'de ise Türkiye Katılım Bankaları Birliği ve Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından Katılım30, Katılım50 ve Katılım Model Portföy endeksleri oluşturulmuştur. Endeks sağlayıcısı Bizim Menkul Değerler A.Ş.'dir ve endeks hesaplayıcısı Borsa İstanbul'dur. Katılım30 endeksi 2011 yılında yayınlanmaya başlamış ve endeks başlangıcı 2008 yılı olarak belirlenmiştir. Katılım50 ve Katılım Model Portföy endeksleri de 2014 yılında yayınlanmaya başlanmış ve endeks başlangıcı yine 2014 yılı olarak belirlenmiştir.

Bu çalışmada, uluslararası İslami endekslerden DJIM, MSCI, FTSE, TRI ve S&P, Türkiye için KATLM, Hindistan için NIFTY ve Malezya için SAC endekslerine ait endeks metodolojisi incelenecek ve karşılaştırılacaktır. Endeks seçiminde, uluslararası ve önemli ulusal endekslerin seçilmiş olması coğrafi ve örfi etkilerin yansımalarını da görmek bağlamında faydalı olacaktır. Ayrıca İslami finansal piyasaların düzenleyici ve denetleyici kuruluşlarından biri olan AAOIFI'nın 21 nolu

Faizsiz Finans Standardında yer alan metodoloji de çalışmaya dahil edilmiştir. Endeks metodolojilerine ait bilgiler, ilgili endeks sağlayıcıların web sayfalarında yayınlamış oldukları bilgi kitapçıklarından elde edilmiştir.

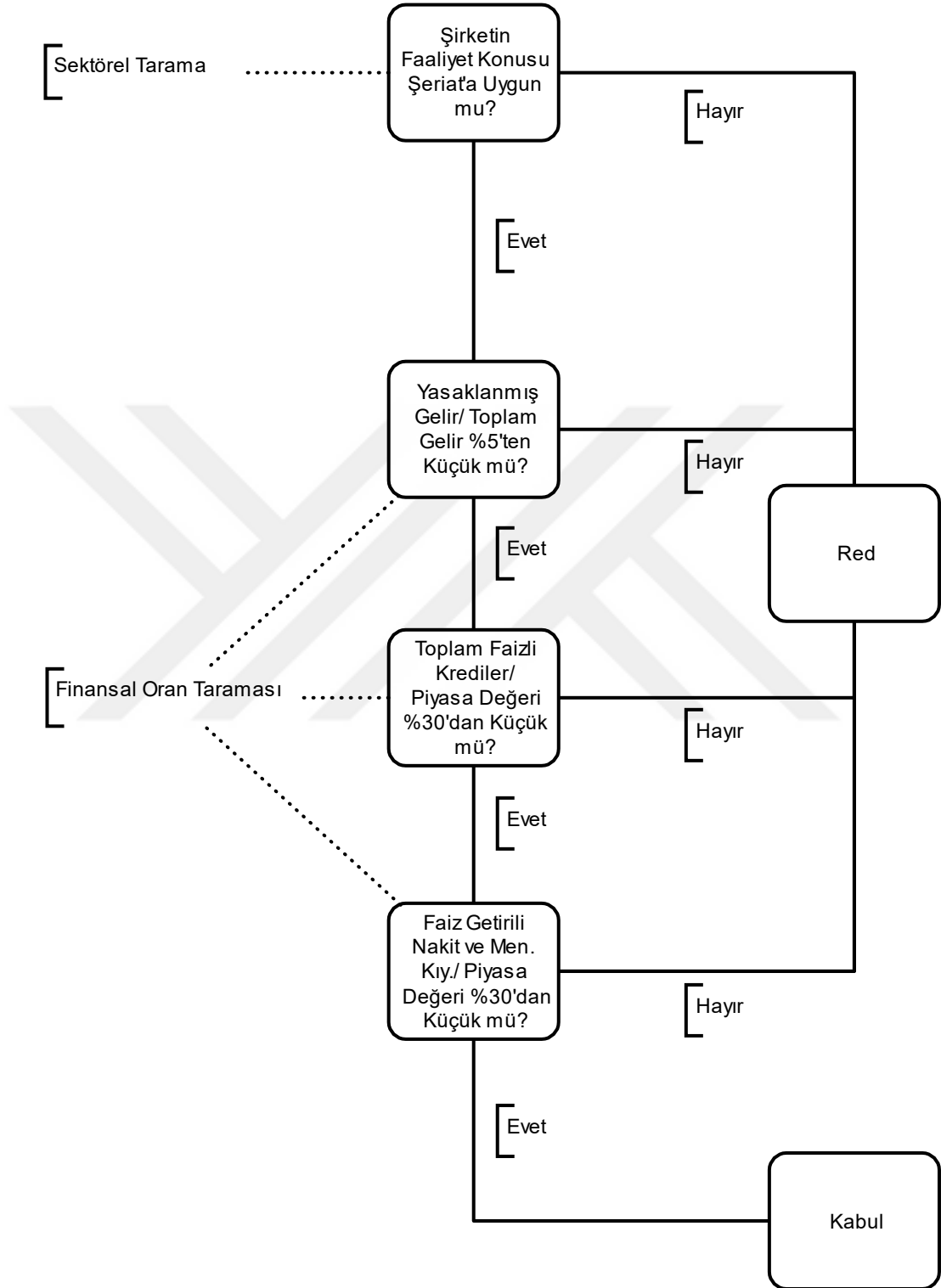
İslami hisse senedi taramasının aşamaları Şekil 1.6.'da gösterilmiştir. Şekil 1.6.'da AAOIFI' nın belirlemiş olduğu tarama kriterleri esas alınmıştır. Diğer İslami hisse senedi taramaları, farklı kriterler doğrultusunda gerçekleşmektedir. Tarama aşamaları şu şekildedir:

Sektörel Tarama: Bu aşamada şirketlerin ana faaliyet alanlarının şer'i uygunluğu incelenir. Şirketin ana faaliyet konusu uygunsuz kabul edilen işlemlerden oluşuyorsa şirket elenir. Ayrıca şirketin ana faaliyet konusu bu işlemlerden gerçekleşmiyor olsa bile şirketin varsa bu işlemlerden elde ettiği gelirler uygunsuz gelir kabul edilir. Kriter gruplarına göre uygunsuz kabul edilen işlemler arasında küçük farklılıklar bulunmaktadır. Çalışmada incelenen endeks metodolojilerine ait sektörel tarama kriteri ve uygunsuz kabul edilen gelirler Tablo 1.10.'da gösterilmiştir. Tabloda yer alan uygunsuz gelirler, endeks sağlayıcılar tarafından yayınlanan endeks metodolojisi bilgi kitapçıklarında atıfta bulundurdıkları faaliyetlerdir. Tablo 1.10. incelendiğinde tüm endeks metodolojilerinde özellikle belirtilen uygunsuz faaliyetler, faiz tabanlı konvansiyonel finansal hizmetler, alkollü içecekler, tütün ve eğlencedir.

Finansal Oran Taraması: İkinci aşama, birinci aşama sonrasında elde kalan hisselerine uygulanan tarama stratejidir. Bu aşamada, elde kalan şirketlerin belirli bazı finansal oranları için belirlenmiş eşik değerleri aşıp aşmadığı kontrol edilir. İslami hisse senedi kapsamında değerlendirilecek şirketin, finansal oranlar gruplarında yer alan tüm oranların eşik değerlerini aynı anda aşmaması beklenir. Herhangi bir eşik değeri aşan şirket, diğer eşik değerleri aşmamış olsa dahi uygunsuz kabul edilir. Bu finansal oran grupları uygunsuz gelir, faiz getirili kıymet, likidite ve borçluluk oranları şeklinde sınıflandırılabilir. Uygunsuz gelir oranlarında faiz, garar, kumar, eğlence vb. tüm uygunsuz gelirlerin, faiz getirili kıymet ve borçluluk oranlarında faiz gelirlerinin, likidite oranlarında ise şer'en uygun olmayan paradan para kazanma işleminin elenmesi motivasyonunu taşımaktadır.

Tablo 1.11'de endeks sağlayıcıların uygulamış oldukları oran grupları ve bu oranlar için belirlenmiş eşik değerler karşılaştırmalı olarak verilmiştir. Tablo 1.11'e

göre uygunsuz gelir oranları arasında NIFTY ve SAC dışında diğer endeks sağlayıcıları hem hesaplama hem de eşik değer anlamında farklılık bulunmamaktadır.



Şekil 1.6. İslami Hisse Senedi Taraması

Tablo 1.10. Sektörel Tarama ve Uygunsuz Gelir

Sektör veya Faaliyet Alanı	AAOIFI	DJIM	MSCI	FTSE	TRI	S&P	KATLM	NIFTY	SAC
Konvansiyonel Finansal Hizmetler	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Alkollü İçecekler	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Domuz Eti ve Haram Gıda Ürünleri	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Tütün		X	X	X	X	X	X	X	X
Uyuşturucu								X	
Klonlama						X			
Sigorta					X				X
Vadeli Altın ve Gümüş Ticareti						X	X		
Faizli Kira Geliri									X
Silah ve Savunma		X	X	X	X		X		
Eğlence		X	X	X	X	X	X	X	X
Kumar		X	X		X	X	X	X	X
Oteller		X	X		X			X	X
Restoran ve Bar								X	
Basın Yayın Reklam						X	X		
Pornografi		X	X		X	X			
Sinema		X	X		X				
Müzik		X	X		X				

Tablo 1.11. Finansal Oran Taraması

	AAOIFI	DJIM	MSCI	FTSE	TRI	S&P	KATLM	NIFTY	SAC
Uygunsuz Gelir Oranları									
$\frac{UG_{i,t}}{TG_{i,t}}$	%5	%5	%5	%5	%5	%5	%5		%5 (%20)*
$\frac{FG_{i,t}}{TG_{i,t}}$								%3	
Faiz Getirili Kıymet Oranları									
$\frac{NK_{i,t} + MK_{i,t}}{PD / 12_{i,t}}$	%30						%30		
$\frac{NK_{i,t} + MK_{i,t}}{PD / 24_{i,t}}$		%33							
$\frac{NK_{i,t} + MK_{i,t}}{PD / 36_{i,t}}$						%33			
$\frac{NK_{i,t} + MK_{i,t}}{TA_{i,t}}$			%33.33	%33.333					
$\frac{NK_{i,t} + BN_{i,t} + MK_{i,t}}{PD / 12_{i,t}}$					%30				
Likidite Oranları									
$\frac{AH_{i,t}}{PD / 24_{i,t}}$		%33							
$\frac{AH_{i,t}}{PD / 36_{i,t}}$						%49			

$\frac{NK_{i,t} + AH_{i,t}}{TA_{i,t}}$	%33.33			
$\frac{NK_{i,t} + BN_{i,t} + AH_{i,t}}{TA_{i,t}}$		%67		%90
$\frac{NK_{i,t}}{TA_{i,t}}$				%33
$\frac{AH_{i,t}}{TA_{i,t}}$		%50		
Borçluluk Oranları				
$\frac{FB_{i,t}}{PD/12_{i,t}}$		%30		
$\frac{FK_{i,t}}{PD/12_{i,t}}$	%30		%30	
$\frac{TB_{i,t}}{PD/24_{i,t}}$		%33		
$\frac{TB_{i,t}}{PD/36_{i,t}}$			%33	
$\frac{TB_{i,t}}{TA_{i,t}}$	%33.33	%33.333		%33
$\frac{FB_{i,t}}{TA_{i,t}}$				%25

Not: UG, Uygunsuz Geliri, TG, Toplam Geliri, FG, Faiz Gelirini, TA, Toplam Aktifi, PD/12, 12 Aylık Ortalama Piyasa Değerini, PD/24, 24 Aylık Ortalama Piyasa Değerini, PD/36, 36 Aylık Ortalama Piyasa Değerini, FK, Faizli Kredileri, TB, Toplam Borçları, NK, Nakiti, MK, Faiz Getirili Menkul Kıymetleri, AH, Alacak Hesaplarını, FB, Faizli Borçları ve BN ise Bankaları temsil etmektedir.

NIFTY, faiz gelirinin toplam gelire oranını ve bu oran için %3 eşik değerini almaktadır. SAC, ise uygunsuz geliri ikiye ayırmış; ilk grup uygunsuz gelirlerden (konvansiyonel banka ve sigortacılık, kumar, alkollü içecekler, domuz ve haram gıdalar, eğlence, vadeli mevduat ve yatırımlardan gelen faiz, tütün mamülleri) elde edilen gelirin toplam gelire oranını ve bu oran için %5 eşik değerini ve ikinci grup uygunsuz gelirlerden (otel, hisse senedi ticareti, faizli kira gelirleri vb.) elde edilen gelirin toplam gelire oranını ve bu oran için %20 eşik değerini baz almıştır. Diğer tüm endeksler ise sektörel taramada yer alan faaliyetlerden elde edilen tüm uygunsuz gelirin toplam gelire oranını ve bu oran için %5 eşik değerini baz almışlardır.

Uygunsuz gelir oranları dışındaki diğer oran gruplarında hem hesaplama hem de eşik değer anlamında ciddi farklılıklar bulunmaktadır. AAOIFI ve KATLM'da likidite oranı yer almamaktadır. NIFTY ve SAC' da ise faiz getirili kıymet oranı bulunmamaktadır. Finansal oranlar için %3, %5, %20, %25, %30, %33, %33.33, %33.333, %49, %50, %67 ve %90 olmak üzere 12 farklı eşik değer kullanılmaktadır. Faiz getirili kıymet oranlarında eşik değerler arasındaki farkın (%30-%33.333) diğer oran gruplarına nazaran küçük olduğu görülmektedir. Borçluluk oranlarında bu fark (%25-%33.333) biraz daha büyümektedir. Likidite oranlarında ise fark (%33-%90) ciddi anlamda büyümektedir.

Hesaplama anlamında da en ciddi farklılık, oranların paydalarından kaynaklanmaktadır. Bölen olarak defter değeri ve farklı piyasa değerleri kullanılmaktadır. Piyasa değerini kullanan sağlayıcılar, firmanın gerçek değerinin piyasa değeri ile ölçülebildiğini savunmaktadır. Dönemsel etkiler ve spekülasyon kaynaklı aşırı fiyat oynaklıklarının üstesinden gelmek amacıyla da ortalama piyasa değerini kullanmaktadırlar. Burada da 12 aylık, 24 aylık ve 36 aylık ortalama piyasa değerlerinin kullanıldığı görülmektedir. Bölen olarak aktif toplamını kullanan sağlayıcılar ise piyasa değerinin spekülasyon ve piyasa riski gibi dış etkenlerden etkilendiği ve şirketin kendi muhasebe sürecinden gelen defter değeri kadar güvenilir olmadığını savunmaktadır. Piyasa değerinin bölen olarak kullanılması durumunda şirketin değeri piyasa tarafından belirlenmiş olacak ve sürekli bir fiyatlama olacaktır. Aktif toplamı ise genellikle çeyreklik veya yıllık dönemlerde yayınlanmaktadır. Sürekli bir fiyatlama aktif toplamı kullanımında gerçekleşemeyecek ve şirket değeri için mali tabloların yayınlanması beklenecektir. Aktif toplamı kullanımının dezavantajlı bir diğer yönü ise kullanılan farklı muhasebe ve maliyetleme

yöntemlerinin etkilerini barındırıyor olması. Örneğin fiyatların arttığı bir dönemde LİFO yöntemini kullanan bir şirketin stoklarının değeri dolayısıyla aktif toplamı FIFO yöntemini kullanan bir şirkete göre daha düşük olacaktır. Böyle bir durumda LİFO yöntemini kullanan bir şirketin borçluluk oranı daha yüksek olacak ve finansal oran taramasında elenmesine neden olabilecektir.

1.2.4.3. Yatırım Fonları

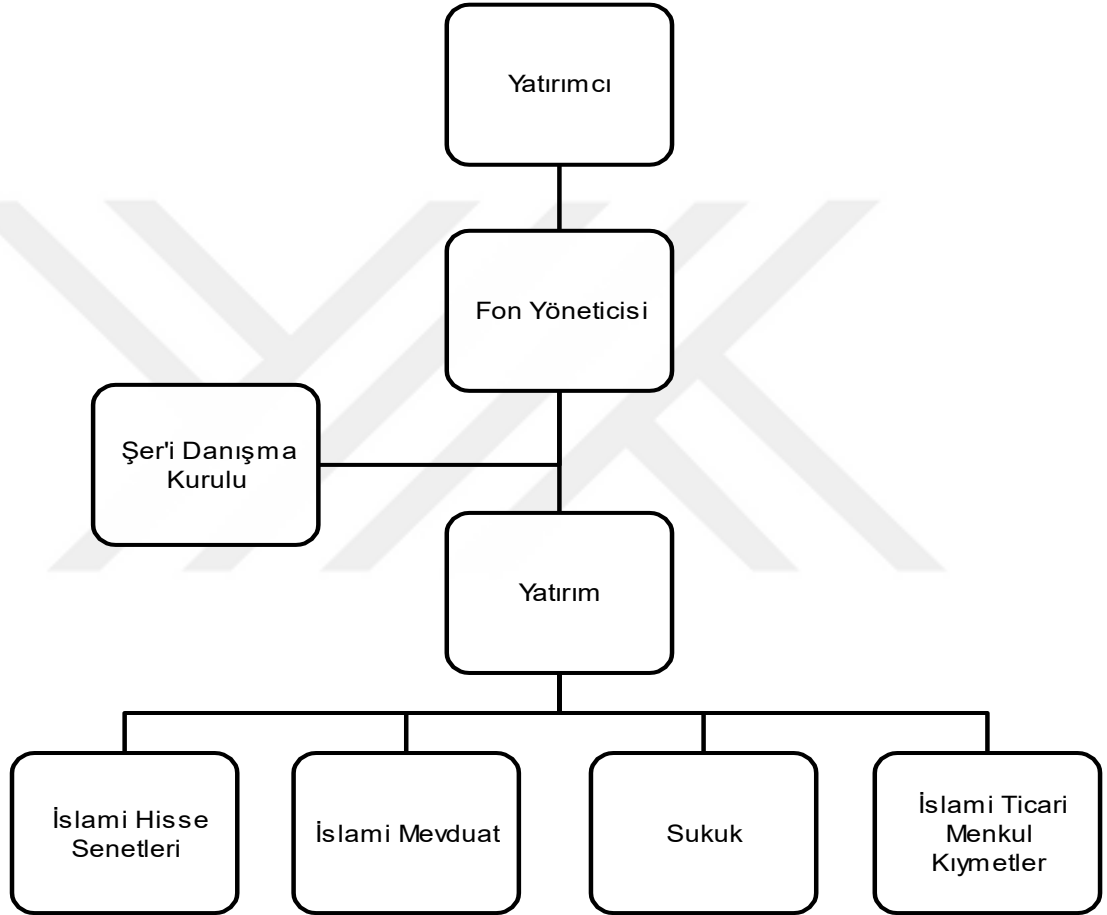
Yatırım fonu, bir fon yöneticisinin genellikle hisse senedi, tahvil ve para piyasası araçlarından oluşturduğu bir portföye yatırım yapmak amacıyla yatırımcılardan topladığı fonlardan oluşur. Yatırımcılar, portföyün belirli bir kısmını temsil eden katılım sertifikalarına sahip olurlar. Portföyü yönetmek üzere yatırım yönetim şirketi fon yöneticisi atar. Portföy, fon yöneticisinin yatırım stratejileri kapsamında şekillenir.

Yatırım fonları, yatırımcılara doğrudan hisse senedi piyasasına yatırım yapmaktan ziyade, menkul kıymetlere yatırım yapmak için basit, uygun ve daha az zaman alan bir yöntem sunar. Yatırım fonlarının diğer faydalı yönleri şu şekilde sıralanabilir (Alam vd., 2017:407):

- **Profesyonel yatırım hizmeti:** tüm yatırımlar tam zamanlı profesyonel fon yöneticileri tarafından yönetilmektedir. Yatırım kararları, kapsamlı araştırma, piyasa analizi ve ekonomik ve piyasa ortamının dikkatli bir şekilde izlenmesi ile desteklenmektedir. Bunlar, çoğu bireysel yatırımcının kendi başına üstesinden gelemeyeceği konulardır.
- **Portföy çeşitlendirme ve riskin minimize edilmesi:** sınırlı kaynaklara sahip bireysel yatırımcının kendi başına elde edemeyeceği portföy çeşitlendirme ve riskin minimize edilmesine olanak tanır.
- **Alım gücü:** bu tür fonlardaki yatırım, menkul kıymet portföyündeki doğrudan yatırımdan daha uygun olabilir, çünkü bu tür programlardaki asgari yatırım tutarı nispeten düşüktür.
- **Likidite:** tasfiye için nispeten uzun bir zaman alabilen arazi ve mülkler gibi sabit kıymetlere yapılan yatırımlardan farklı olarak yatırımcılar, katılım sertifikalarının tamamını veya bir kısmını yönetim şirketine satabilirler.

İslami yatırım fonları da operasyonel anlamda konvansiyonel yatırım fonları ile benzerdir. Aralarındaki önemli farklılık portföyün yönetimi ile ilgilidir. İslami

yatırım fonları, portföyün sadece şer'i uygunluğa sahip finansal araçlardan oluşması ve fon yöneticisinin aldığı yatırım kararlarının şer'i danışma kurulunun onayını alarak yapmasını gerekli kılmaktadır. Şekil 1.7'de İslami yatırım fonlarının çalışma yapısı ve süreci grafik halinde gösterilmiştir. Buna göre yatırımcı, fonlarını değerlendirmek üzere fon yöneticisine aktarır, fon yöneticisi alacağı yatırım kararlarını şer'i danışma kurulunun onayı ile İslami yatırım araçlarından oluşan yatırım portföyünü hayata geçirir.



Şekil 1.7. İslami Yatırım Fonlarının Çalışma Yapısı
Kaynak: (Alam vd., 2017:408)

İslami yatırım fonları üç tür sözleşmeye bağlı düzenlemeyi kullanır (Bacha ve Mirakhor, 2013:257):

- **Mudarabah:** bu yatırım fonu yönteminde fon yöneticisi mudarib, yatırımcı ise rabbul mal (malın sahibi) olmaktadır. Mudarib elinden gelenin en iyisini yaparak portföyü yönetir. Mudarib elde edilen kârdan pay alır. Oluşacak muhtemel zarardan sadece yatırımcı etkilenir.

- **Musharakah:** bu yatırım fonu yönteminde fon yönetim şirketi de yatırımcılarla beraber fona ortaktır. Kâr ve zarar ortaklar arasında bölüştürülür. Ancak fon yönetim şirketi, yönetim ücreti olarak hasılatın veya kârdan ekstradan bir pay alabilir.
- **Wakalah:** bu yatırım fonu yönteminde ise yatırımcı kendisi adına fonları yönetmek için yatırım yönetimi şirketine vekalet verir. Şirket, sabit bir ücret karşılığında portföyü yönetir. Bazı durumlarda fon yönetim şirketi sabit ücret yerine performansa dayalı ücret alabilmektedir.

1.2.5. Tekafül

Şirketler ve bireyler açısından yaşamlarını ve zenginliklerini tehdit eden durumlara karşı kayıplarını azaltmak amacıyla kullanılan sigortaya duyulan ihtiyaç günden güne artmaktadır. Sigorta endüstrisi, günümüzde finansal sistemin olmazsa olmaz bir parçası haline gelmiştir (Ayub, 2007:417). Tekafül, konvansiyonel finans sistemindeki sigortacılık faaliyetlerinin İslami finans sistemindeki karşılığıdır. AAOIFI, 26 No’lu Faizsiz Finans Standardında tekafülün tanımını ve işleyişini şu şekilde açıklar (AAOIFI, 2018:666):

“Tekâfûl, belirli rizikolara maruz kalan şahısların bu rizikoların gerçekleşmesiyle ortaya çıkacak zararların telafisi üzerinde anlaşmalarıdır. Sistem şöyle işler: Şahıslar teberru (bağış) yükümlülüğünü üstlenerek katkı payı öderler. Bu ödemeler kendine has bir tüzel kişiliği ve bağımsız (müstakil) mali hukuki sorumluluğu (zimmîti) bulunan sigorta fonunu ortaya çıkarır. Bu fon, sigortalıların (katılımcıların) maruz kaldığı sigortaya konu rizikolardan kaynaklanan zararları karşılar. Bu işlemler tüzük ve belgelere uygun olarak yapılır. Fonun yönetimi sigortalılar arasından seçilmiş bir kurul ya da sigorta faaliyetlerini idare edecek ve fonun varlıklarını işletecek ücret karşılığı çalışan bir anonim şirket tarafından sağlanır. Konvansiyonel sigorta ise bizzat sigorta işleminden kazanç sağlamayı amaçlayan bedelli (her iki tarafın bedel ödediği ıvazlı) bir sözleşmedir. Dolayısıyla konvansiyonel sigortaya belirsizlik (garar) içeren bedelli sözleşme hükümleri tatbik edilir ve bu sistemin fıkhen haram olduğu hükmü verilir.”

Tekafülün de diğer İslami finansal sözleşmelerde olduğu gibi Şariat’a uygunluk göstermesi gerekmektedir. Bu durum da bazı temel prensipleri karşılama

zorunluluğunu ortaya çıkarmaktadır. Bu prensipler şu şekilde sıralanabilir (AAOIFI, 2018:668):

- Bağış yükümlülüğü üstlenmek: Sigortalı, katkı payı ve bunun gelirlerini, tazminatların ödenmesi amacıyla sigorta fonuna bağışlar. Sigortalı, yürürlükteki tüzüğe göre ödeme güçlüğüne düşülmesi durumunda bu açığı kapatmayı da yüklenebilir.
- Sigorta şirketi birbirinden ayrı iki hesaba sahip olmalıdır. Bunlardan biri hak ve sorumlulukları açısından bizzat şirkete, diğeri ise sigorta fonuna ait olmalıdır.
- Şirket, sigorta hesabını yönetmek bakımından vekil, sigorta fonu varlıklarını yatırımlarda değerlendirmek açısından ise mudârib (işletmeci) ya da yatırım vekili sıfatını taşır.
- Sigorta fonu varlıkları ile bunların işletilmesinden elde edilen gelirler sigorta hesabına yatırılır ve fonun karşılaması gereken yükümlülükler de buradan harcanır.
- Yürürlükteki tüzüğün, sigortalılara ödenen tazminatlardan arta kalan bakiye tutar ile ilgili olarak, ihtiyat fonu teşkil ettirilmesi, katkı paylarının düşürülmesi için kullanılması, hayır hizmetlerine aktarılması, yönetici şirketin pay almasına müsaade edilmeksizin tamamen ya da kısmen sigortalılara paylaştırılması gibi yarar umulan alanlarda değerlendirileceğine dair hüküm içermesi caizdir.
- Sigorta ile ilgili ödeneklerin ve sigorta primlerinden artan toplam bakiye tutarın şirketin tasfiyesi sırasında tümüyle hayır hizmetlerine sarf edilmesi gerekir.
- Sigortalıların yönetim kurulunda temsil edilmeleri gibi bir yolla sigorta işlemlerinin yönetimine ortak olma öncelikleri vardır. Uygun hukuki bir yapı oluşturarak haklarının kontrol altında idaresi ve menfaatlerinin korunması için bu önemlidir.
- Şirket bütün faaliyet ve yatırımlarında fikhî ilke ve hükümlere bağlı kalmalıdır. Özellikle fikhîen haram kılınmış varlıkları ya da haram amaçlar barındıran şeyleri sigortalamamalıdır.
- Fetvaları şirket açısından bağlayıcı olacak bir Denetim Kurulu oluşturulmalıdır. Yine şirket içinde fikhî denetleme ve inceleme birimi (murâkabe) bulundurulmalıdır.

Tekafül 3 tür sözleşme etrafında sınıflandırılabilir. Bunlar, mudarabah, wakala ve wakala/waqf şeklindedir. Mudarabah tekafül sözleşmelerinde, katılımcı ile tekafül operatörü arasında bir mudarebe (kâr-zarar ortaklığı) ilişkisi doğmaktadır. Katılımcı sermayeyi koyan taraf (rabbul mal), tekafül operatörü ise emeğini koyan taraf (mudarib) olmaktadır. Katılımcı sermayesini riske atmaktadır ancak mudarib sadece emeğini riske etmektedir (Alam vd., 2017:441). Bu tekafül modelinde katılımcı, tekafül fonuna vermiş olduğu risk primini teberru (bağış) yoluyla yapmış olur. Teberru (bağış) kavramı, tekafül sözleşmesinin ana bileşeni olarak düzenlemeye dahil edilmiş olur. Bir tekafül katılımcısı, tekafül katkılarının belli bir oranını kendisini rizikolara karşı korumak amacıyla ödemeyi kabul ettiği gibi, diğer katılımcıların tanımlı bir zarara maruz kalması durumunda da karşılıklı yardım yükümlülüğünü yerine getirilmeyi kabul eder (Ayub, 2007:421).

Wakala modelinde katılımcı, tekafül fonuna verdiği risk primini, tekafül operatörünün fonu ticari işlemlerde değerlendirmesi için vekalet vererek verir. Tekafül operatörü, belirli sabit bir vekalet ücreti karşılığında tekafül fonunu yönetir. Wakala/waqf modelinde de katılımcılar tekafül fonuna ödedikleri risk primini teberru yerine vakf ederler. Bu yöntemde fonun sahipliği ne katılımcıya ne de tekafül operatörüne aittir. Fon tamamen vakıf malı kabul edilir. İslam Hukuku'nda vakıf, bir mülkün insanlık yararına hayır işlerinde veya belirli bir grubun (kurucunun ailesi gibi) yararına kullanmak amacıyla elde tutulması anlamına gelir. Vakfın mülkiyeti satılamaz ve sonsuza kadar vakfedenin namına işletilir. Vakıf bağışçısı vakıftan yararlanabilir. Bu tür tekafülde katılımcılar, katkı paylarını vakfederler ve fonlar karşılıklı olarak bağışçıların zararlarını tanzim etmede kullanılır (Ayub, 2007:421).

Konvansiyonel sigortacılık ile tekafül arasındaki farklılıklar Tablo 1.12'de özetlenmiştir.

Tablo 1.12. Tekafül ve Konvansiyonel Sigortacılık Arasındaki Farklılıklar

Tekafül	Konvansiyonel Sigortacılık
İşbirliğine dayanır ve riba ve diğer uygunsuz durumlardan arındırılmıştır	Faiz, garar ve diğer uygunsuz fiilleri içerir
Danışma Kurulları vasıtasıyla tüm faaliyetlerin uygunluğu kontrol edilir	Sadece teknik bir kurul barındırır

Prim ödemeleri, tazminat ve giderler katkı payı oranında düşüldükten sonra iade edilir	İade yoktur
Mudaribin payı düşüldükten sonra kalan yatırım primlerinin kârı, sigortalıya aittir	Yatırım prim kârları ve varlıklar, sigorta şirketine aittir
Tekafül operatörünün asli amacı topluluk üyeleri arasındaki işbirliğini arttırmaktır	Şirket sahiplerine mümkün olan en yüksek geliri elde etmeyi amaçlamaktadır
Tekafül operatörünün kârı, Mudariblik payı ve yürüttüğü işlemler karşılığında elde ettiği işlem ücretleridir	Şirketin kârı, elde ettiği fonların kullanımından kaynaklanan kâr ve işlem ücretleridir

Kaynak: (Kettell, 2011:131).

1.2.6. Güncel Verilerle İslami Finans

İslami finans sisteminin aktif büyüklüğü 2017 yılı sonu itibariyle 2 trilyon Amerikan dolarını geçmiştir (IFSB, 2018:9). İslami finansal hizmetler sektörü (IFSI), bankacılık sektörü, sermaye piyasası (sukuk ve yatırım fonları) ve tekafül olmak üzere üç ana sektörden oluşmaktadır. Tablo 1.13’de bankacılık sektörünün ve yatırım fonlarının aktif büyüklüğü, açık pozisyonadaki sukuk tutarı ve tekafül katkı paylarının toplamı yer almaktadır. Tablo 1.13’de yer alan bankacılık sektörü verileri Haziran 2017, sukuk ve yatırım fonları verileri 2017 yılı sonu, tekafül verileri ise 2016 yılı sonu verileridir. Tablo 1.13’den de anlaşılacağı üzere IFSI içerisinde en yüksek pay bankacılık sektörüne aittir. Toplam IFSI aktif büyüklüğünün yaklaşık %76’sı bankacılık sektörüne ve yaklaşık %20’si sukuk tutarına aittir. Yatırım fonları ve tekafülün toplam payı IFSI aktif büyüklüğünün %5’ini bulmamıştır.

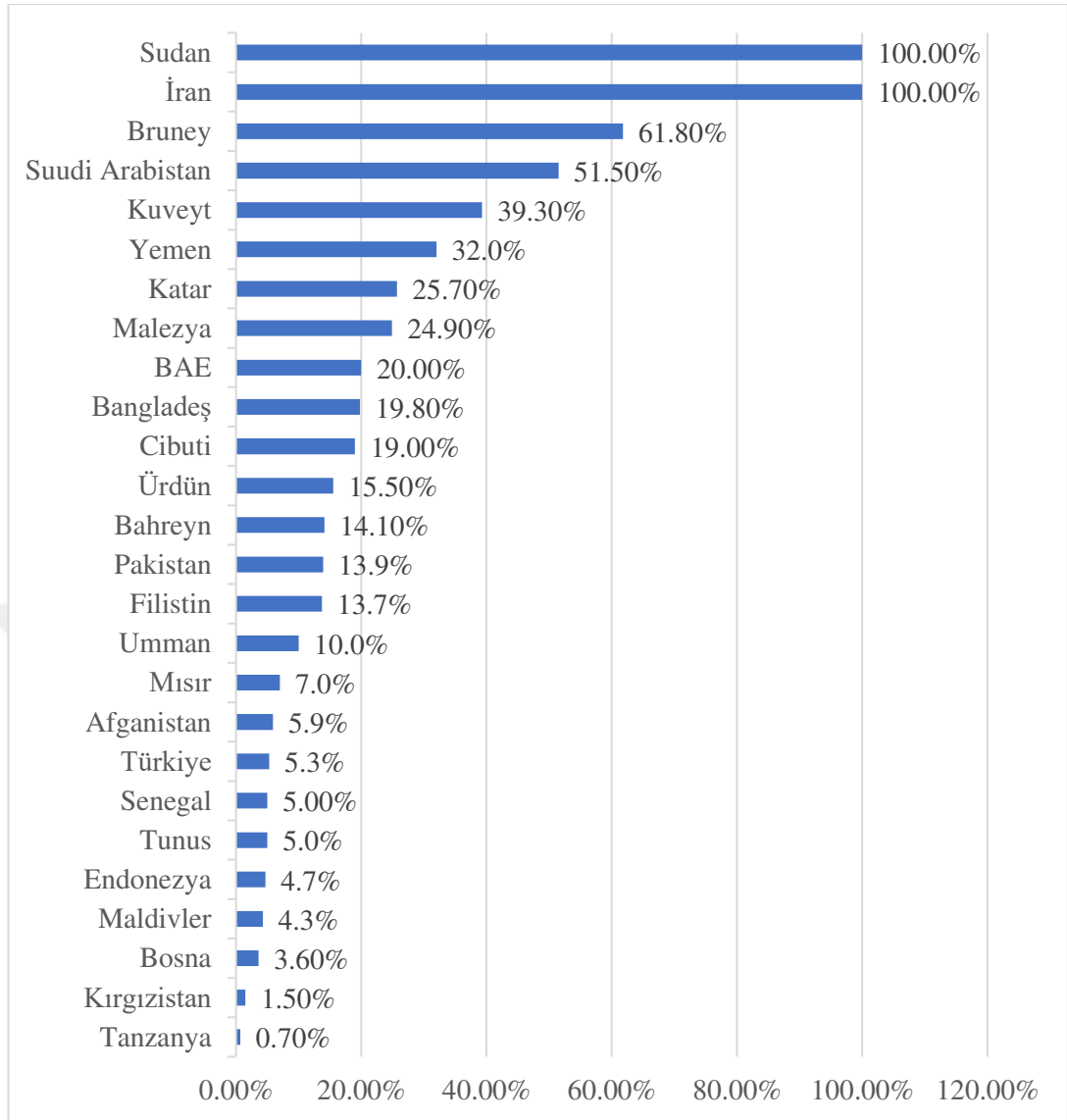
Tablo 1.13. İslami Finansal Piyasaların Aktif Büyüklükleri

Milyar \$	Banka	Sukuk	Yatırım Fonları	Tekafül	Toplam	Yüzde %
Asya	232.0	239.5	24.8	3.3	499.6	24.40%
GCC	683.0	139.2	26.8	12.6	861.6	42.00%
MENA	569.0	17.8	0.1	9.5	596.4	29.10%
Afrika	27.1	2.0	1.6	0.7	31.4	1.50%
Diğer	46.4	1.5	13.3	0.0	61.3	3.00%

Toplam	1557.5	399.9	66.7	26.1	2050.2	100.00%
Yüzde %	75.97%	19.51%	3.25%	1.27%	100.00%	

Kaynak: IFSB Stability Report 2018 Veri Tabanı

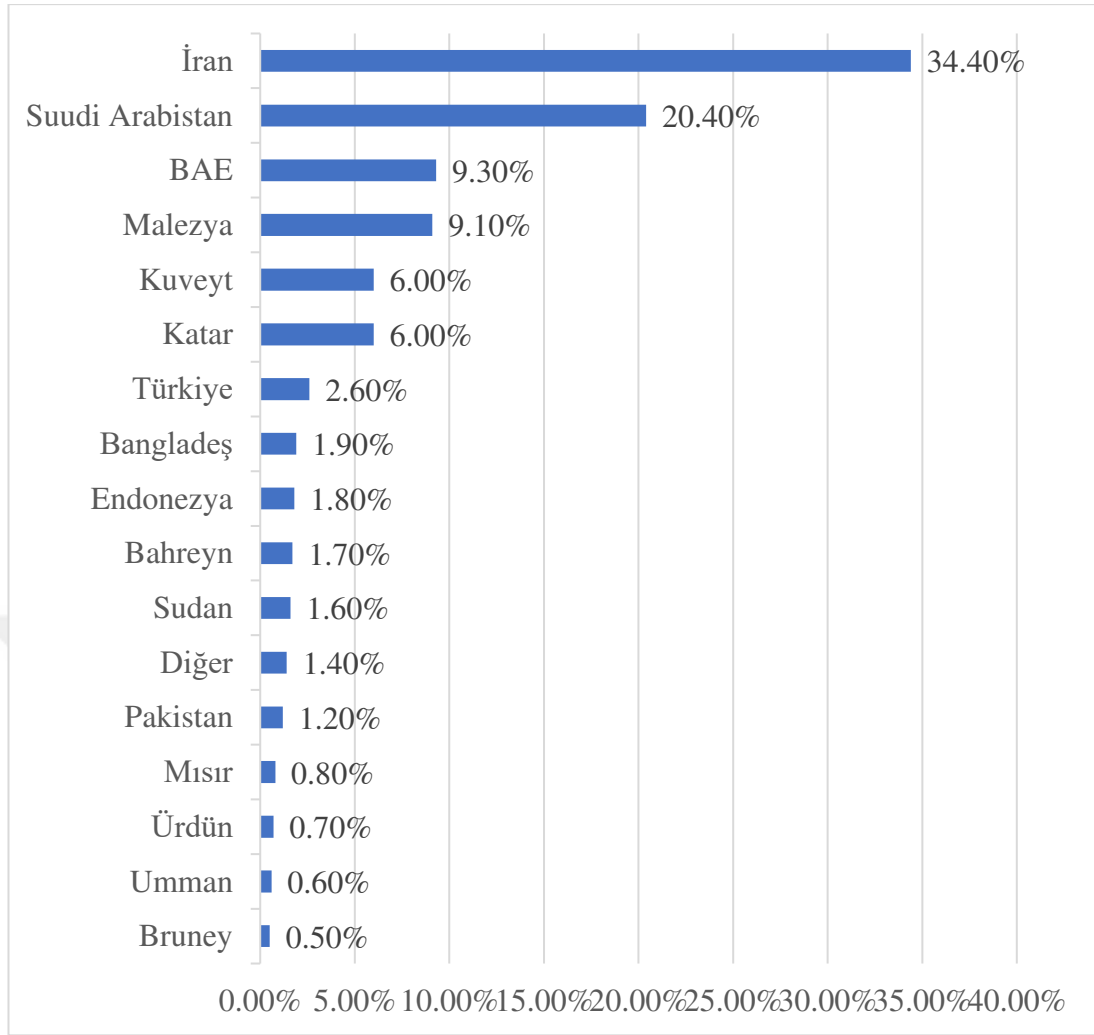
Tablo 1.13'e göre IFSI aktif büyüklüğünün yaklaşık yarısı (%42) Körfez bölgesinde, kalanın da yaklaşık yarısı (%29.10) Ortadoğu ve Kuzey Afrika ve yaklaşık diğer yarısı (%24.40) Asya bölgesinde bulunmaktadır. Sukuk dışında diğer sektörel dağılımda bu sıralama bozulmamıştır. En çok sukuk ihracı Asya bölgesinde gerçekleşmiştir. 2016 yılında 1.49 trilyon Amerikan doları olan bankacılık sektörü aktif büyüklüğü, 2017 yılında 1.56 trilyon Amerikan dolarına yükselmiştir. Ancak IFSI büyüklüğü içerisindeki payı geçen yıla (%78.9) göre azalmıştır. İran ve Sudan dışındaki diğer ülkelerde İslami bankacılık, konvansiyonel bankacılığın da olduğu ikili bir bankacılık sektörü sistemi içerisinde yer almaktadır. Şekil 1.8'de İslami bankacılığın ilgili ülkelerdeki toplam bankacılık sektörü içerisindeki payları grafik halinde gösterilmiştir. Şekil 1.8'e göre bankacılık sistemi tamamen İslami bankacılıktan oluşan İran ve Sudan'dan sonra en yüksek pay Bruney ve Suudi Arabistan'ın olmuştur. Diğer ülkelerde İslami bankacılığın payı toplam bankacılık sisteminin yarısından azdır. Şekilde yer alan İslami bankacılık payları İran ve Sudan da dahil olmak üzere ortalama %23.24 olarak hesaplanmıştır. Buna göre Kuveyt, Yemen, Katar ve Malezya da ortalamanın üstünde bir İslami bankacılık payına sahiptir. En düşük pay ise İslami bankacılıkla henüz tanışan Maldivler, Bosna, Kırgızistan ve Tanzanya'ya aittir. Türkiye'nin payı ise %5.3'tür.



Şekil 1.8. Ülkelere Göre İslami Bankacılığın Toplam Bankacılık Sektörü İçerisindeki Payı (2017Q2)

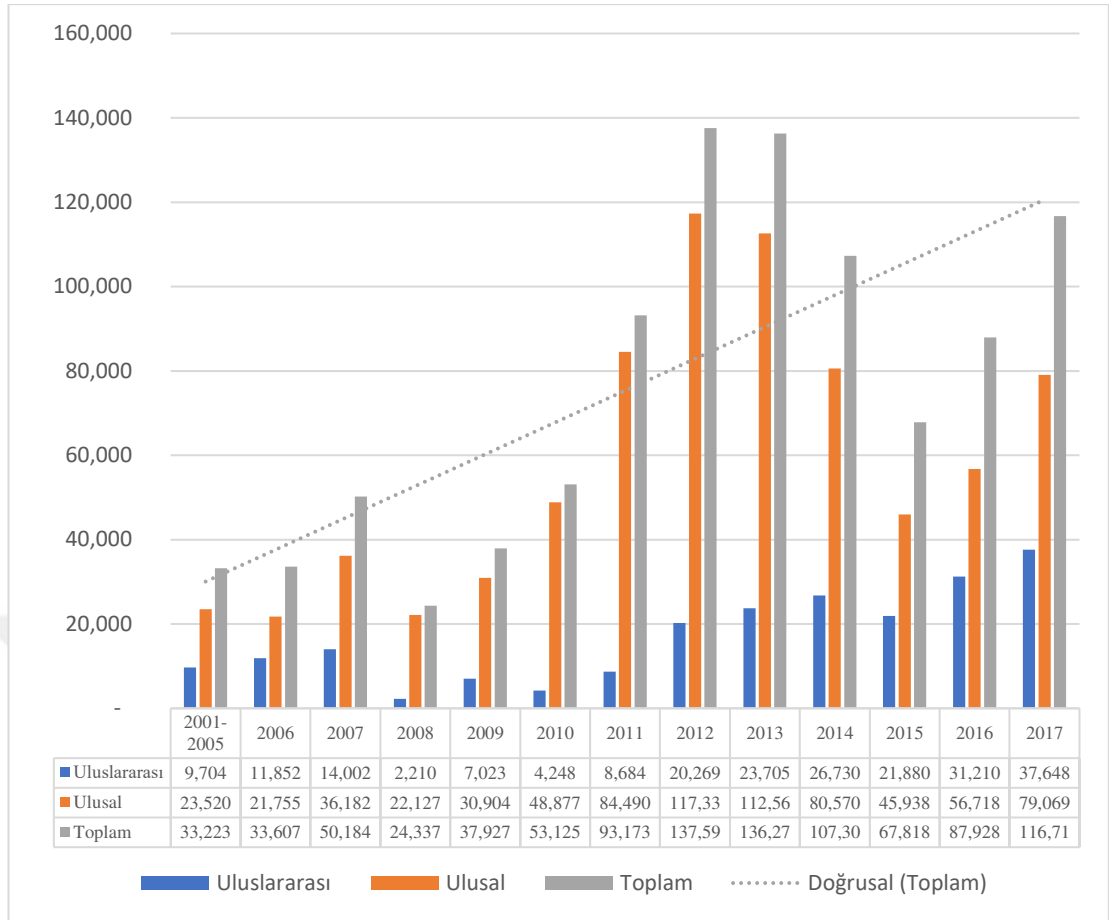
Kaynak: IFSB Stability Report 2018 Veri Tabanı

Şekil 1.9’da ise global İslami banka büyüklüğünün ülkelere göre dağılımı yer almaktadır. Buna göre İslami bankacılık sektörünün %34,40’ına İran sahiptir. İran’ı sırasıyla Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri, Malezya ve aynı paya sahip Kuveyt ve Katar takip etmektedir. İslami bankacılık sektörünün yarısından fazlası (%54.80) İran ve Suudi Arabistan’a, dörtte birinden fazlası (%30.40) ise Birleşik Arap Emirlikleri, Malezya, Kuveyt ve Katar’a aittir. Türkiye’nin İslami banka aktif büyüklüğü, İslami bankacılık sektörünün %2.60’ını oluşturmaktadır.



Şekil 1.9. Global İslami Banka Aktif Büyüklüğünün Ülkelere Göre Dağılımı (2017Q2)
Kaynak: IFSB Stability Report 2018 Veri Tabanı

IFSI aktif büyüklüğü içerisinde, bankacılık sektöründen sonra en yüksek paya (%19.51) sahip olan sukukun sermaye piyasası içerisinde de %85’lik bir paya sahiptir. 2001 yılından 2017 yılı sonuna kadar toplam sukuk ihracı büyüklüğü yaklaşık 1 trilyon Amerikan doları (979,209 milyon) olmuştur. Sukuk ihracının yıllara göre seyri Şekil 1.10.’da grafik halinde gösterilmiştir. Şekil 1.10’a göre 2008, 2014 ve 2015 yılları dışında sukuk ihracı artış eğilimi göstermiş ve toplam sukuk ihracı yukarı yönlü bir trend yakalamıştır. 2017 yılında 2016 yılına göre yaklaşık %32’lik bir büyüme yaşanmıştır. En yüksek sukuk ihracı 137,599 milyon Amerikan dolarlık tutarla 2012 yılında gerçekleşmiştir. 2006 yılında gerçekleşen ihraç, 2001-2005 yılları arasında gerçekleşen toplam ihraç tutarına yakındır. Şekil 1.10’a göre tüm zamanlarda ulusal sukuk ihraçları, uluslararası sukuk ihraçlarından açık ara fark ile fazla olmuştur.



Şekil 1.10. Sukuk İhracının Yıllara Göre Seyri (2001-2017; Milyon \$)
Kaynak: IIFM Sukuk Veri Tabanı

2001-2017 yılları arasında ihraç edilen toplam sukukun bölgelere ve ülkelere göre dağılımı Tablo 1.14'te gösterilmiştir. Tablo 1.14'te ülke sukuk ihraç tutarının, bölge (Bölge %) ve genel toplam (Global %) tutarı içerisindeki payları da yer almaktadır. Buna göre ihraç sayısı en fazla olan ve global toplam içerisinde %72'lik pay ile en yüksek paya sahip olan bölge Asya ve Uzak Doğu'dur. Bölge içerisindeki en yüksek pay ise %86.75'lik oranla Malezya'ya aittir. Malezya'nın global toplam içerisindeki payına (%62.53) bakıldığında sukuk piyasasını domine ettiği söylenebilir. GCC ve Orta Doğu bölgesi, global toplamın %23'ünü oluşturmaktadır. Bölgedeki en yüksek pay (%41.69), Suudi Arabistan'a aittir. Suudi Arabistan, Malezya'dan sonra global toplam içerisindeki en yüksek paya (%9.72) sahip olan ülkedir. Yine hem bölge (%31.48) hem de global toplam (%7.34) içerisinde önemli denebilecek paya sahip olan bir diğer ülke Birleşik Arap Emirlikleri'dir. Bu iki bölge dışında kalan Afrika, Avrupa ve diğer bölgelerin toplam sukuk ihraç payı (%4.60), global toplam içerisinde %5'i bulmamaktadır ve Endonezya'nın sukuk ihraç payından (%6.41) azdır. Malezya

Tablo 1.14. Global ve Bölgesel Sukuk İhracı (2001-2017; Milyon \$)

	İhraç Sayısı	İhraç Tutarı	Bölge %	Global %
Asya ve Uzak Doğu				
Bangladeş	4	37	%0.01	%0.00
Brunei	149	9,583	%1.36	%0.98
Çin	1	97	%0.01	%0.01
Hong Kong	5	3,196	%0.45	%0.33
Endonezya	244	62,816	%8.90	%6.41
İran	1	144	%0.02	%0.01
Japonya	3	190	%0.03	%0.02
Malezya	5,711	612,305	%6.75	%62.53
Maldivler	1	3	%0.00	%0.00
Pakistan	83	15,930	%2.26	%1.63
Singapur	16	1,498	%0.21	%0.15
Sri Lanka	1	3	%0.00	%0.00
Toplam	6,219	705,802	%100.00	%72.08
GCC ve Orta Doğu				
Bahreyn	392	27,720	%12.14	%2.83
Ürdün	3	272	%0.12	%0.03
Kuveyt	18	3,658	%1.60	%0.37
Umman	7	3,523	%1.54	%0.36
Katar	30	25,851	%11.32	%2.64
Suudi Arabistan	122	95,215	%41.69	%9.72
BAE	110	71,895	%31.48	%7.34
Yemen	2	253	%0.11	%0.03
Toplam	684	228,387	%100.00	%23.32
Afrika				
Gambiya	210	136	%0.62	%0.01
Fildişi Sahili	2	460	%2.10	%0.05
Nijerya	4	594	%2.71	%0.06
Senegal	2	445	%2.03	%0.05
Güney Afrika	1	500	%2.28	%0.05
Sudan	30	19,559	%89.16	%2.00
Togo	1	245	%1.12	%0.03
Toplam	250	21,938	%100.00	%2.24
Avrupa ve Diğerleri				
Fransa	1	1	%0.00	%0.00
Almanya	3	206	%0.89	%0.02
Lüksemburg	3	280	%1.21	%0.03
Türkiye	183	19,783	%85.71	%2.02
İngiltere	9	1,368	%5.93	%0.14
ABD	5	1,367	%5.92	%0.14
Kazakistan	1	77	%0.33	%0.01
Toplam	205	23,082	%100.00	%2.36
Global Toplam	7,358	979,209		%100.00

Kaynak: IIFM Sukuk Veri Tabanı

(%62.53), Suudi Arabistan (%9.72), Birleşik Arap Emirlikleri (%7.34) ve Endonezya (%6.41)'nın global toplam içerisindeki toplam payları %86'yı bulmaktadır. Türkiye, sırasıyla Bahreyn (%2.83) ve Katar (%2.64)'dan sonra %2.02'lik payı ile en çok sukuk ihraç eden 7. ülke konumundadır.

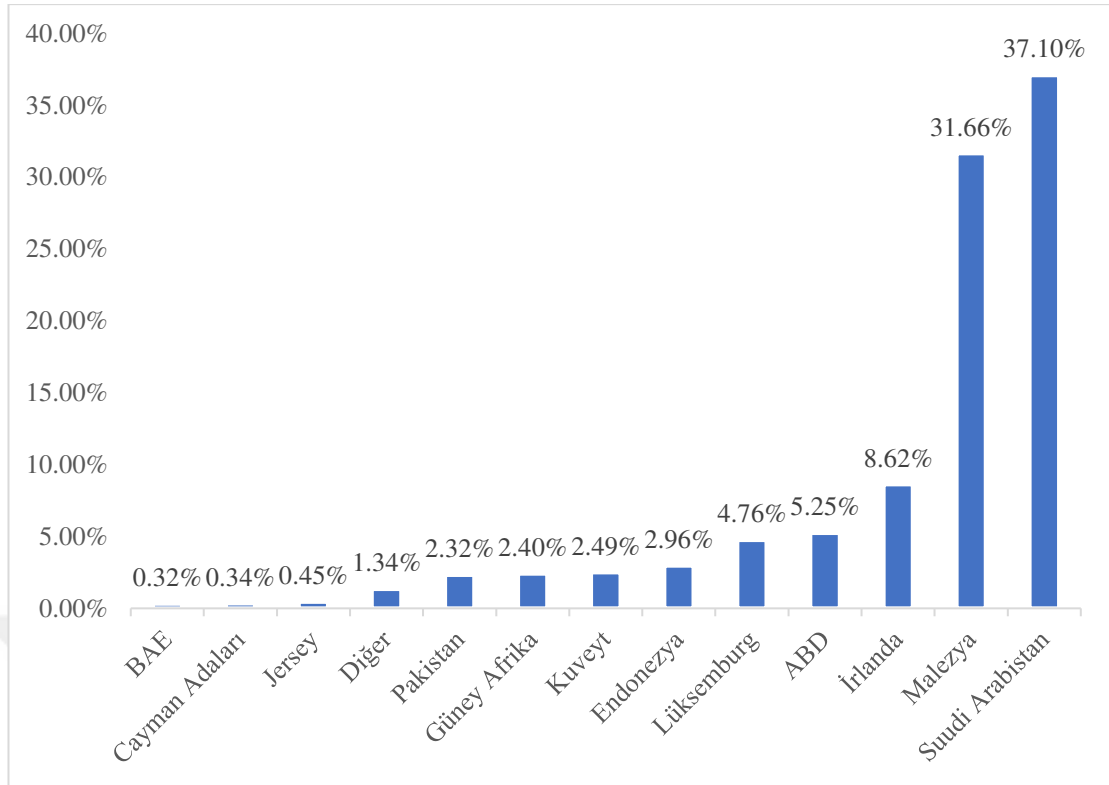
Bir diğer önemli sermaye piyasası aracı ise hisse senetleridir. İslami hisse senedi endeksleri gün geçtikçe yaygınlaşmakta ve yatırımcılar açısından ilgi odağı haline gelmektedir. Tablo 1.15' te S&P ve Dow Jones'a ait İslami ve konvansiyonel global endekslere ait getiriler yer almaktadır. Buna göre İslami endeksler konvansiyonel endekslerden daha iyi bir performans sergilemişlerdir. 2017 yılında S&P İslami endeksi %25.91 oranında getiri elde ederken, S&P konvansiyonel endeksi %23.84 oranında getiri elde etmiştir. Buna göre İslami endeksi getirisi %2.07 oranında daha fazla olmuştur. Söz konusu durum %3.40'lık bir oranla Dow Jones endeksleri için de geçerlidir. 3 yıllık ve 5 yıllık getiriler için de her iki endeks grubu için durum değişmemiştir. 2017 yılında, S&P Global 1200 İslami endeksi, farklı sektörlerden 497 şirket hissesini kapsamakta ve piyasa kapitilizasyonu 20 trilyon Amerikan dolarını geçmiştir.

Tablo 1.15. Seçilmiş İslami ve Konvansiyonel Hisse Senedi Endekslerinin Getirisi

	S&P Global 1200 Endeksi	S&P Global 1200 İslami Endeksi	DJ Global Endeksi	DJIM Endeksi
2017	23.84%	25.91%	21.80%	25.20%
3 Yıl	10.16%	10.66%	7.40%	8.30%
5 Yıl	12.14%	12.68%	8.80%	9.60%

Kaynak: IFSB Stability Report 2018 Veri Tabanı

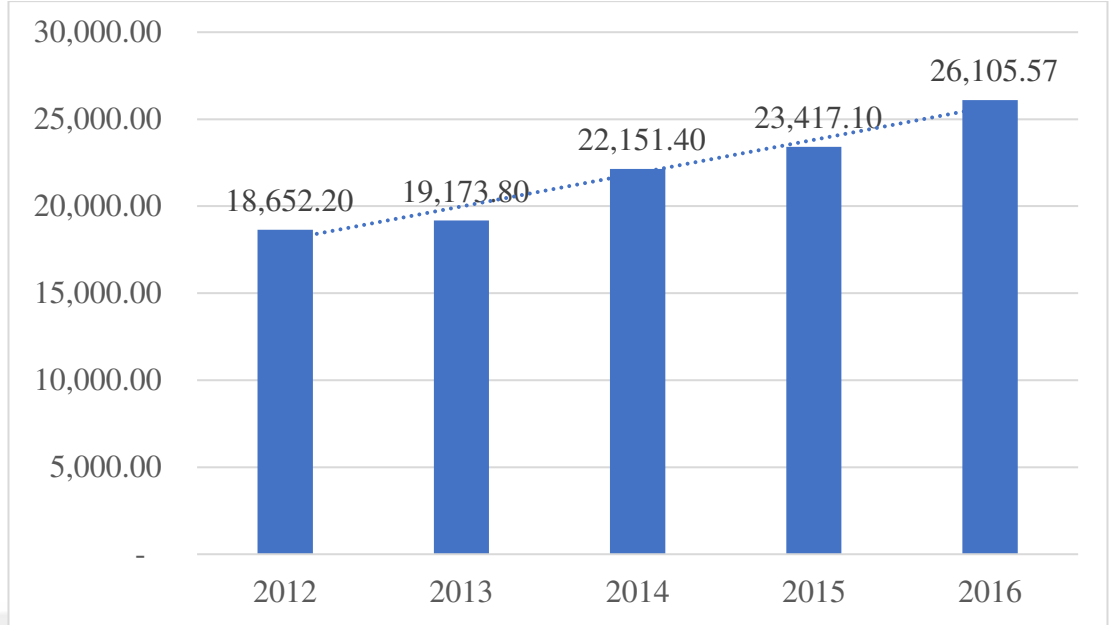
Şekil 1.11' de İslami yatırım fon varlıklarının bulunduğu yerlere göre dağılımı grafik halinde gösterilmiştir. Buna göre İslami yatırım fonları en çok Suudi Arabistan (%37.10) ve Malezya (%31.66)'da değerlendirilmektedir. Malezya' daki yatırım fonlarının büyük kısmı (%59) hisse senetlerinden oluşmakta iken Suudi Arabistan'daki yatırım fonları daha çok (%46) para piyasası araçlarından oluşmaktadır. Bu iki ülke yatırım fonlarının %69'una sahiptir. Diğer en yüksek paya sahip olan ülkeler ise İrlanda (%8.62), ABD (%5.25) ve Lüksemburg (%4.76) gibi İslam İşbirliği Teşkilatı'na üye olmayan ülkelerdir.



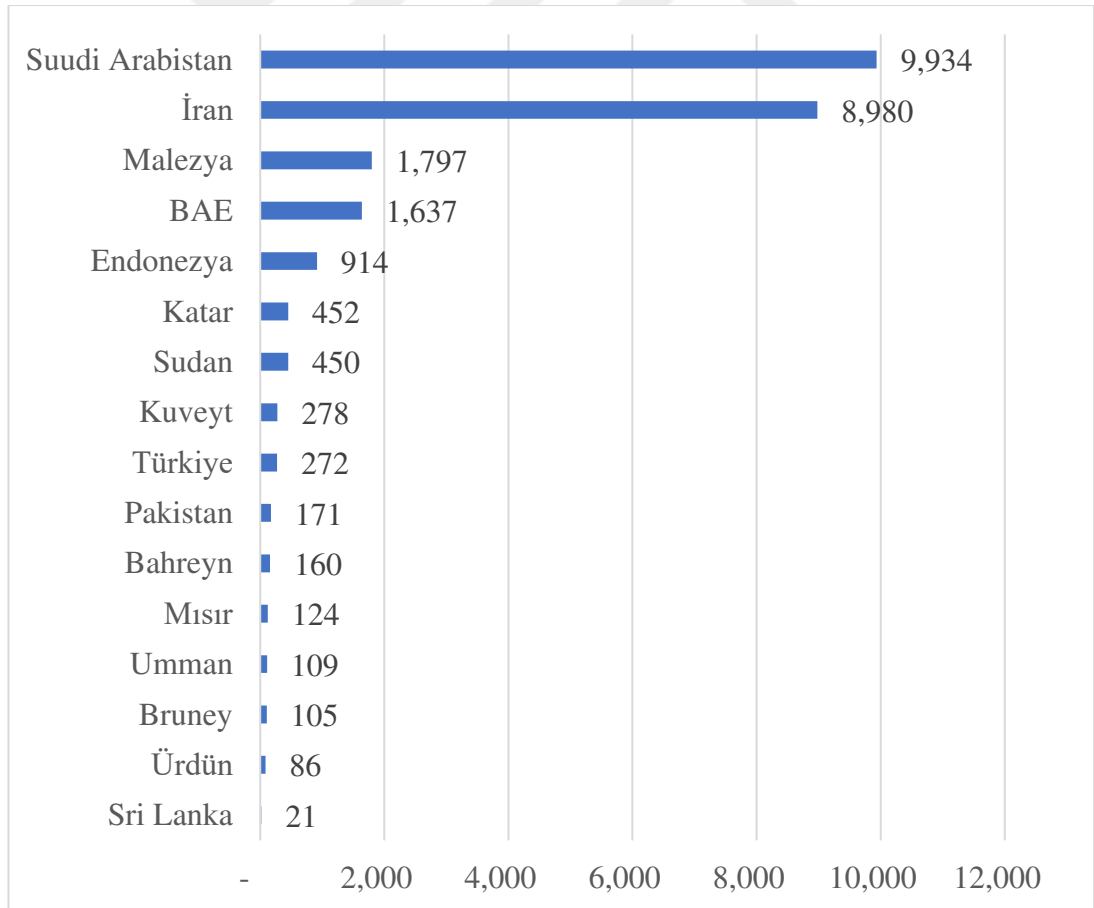
Şekil 1.11. İslami Yatırım Fon Varlıklarının Bulunduğu Yerlere Göre Dağılımı (2017)
Kaynak: IFSB Stability Report 2018 Veri Tabanı

Tekafül katkı paylarının 2012-2016 yılları arasındaki seyri Şekil 1.12’de grafik halinde verilmiştir. Şekil 1.12 incelendiğinde yukarı yönlü bir yükseliş trendinin olduğu görülmektedir. 2012 yılında 18,652 milyon Amerikan doları olan toplam katkı payı tutarı, 2016 yılında 26,105 milyon Amerikan dolarına ulaşmıştır.

Şekil 1.13’de ise 2016 yılındaki toplam tekafül katkı paylarının ülkelere göre dağılımı verilmiştir. Suudi Arabistan (9,934 milyon Amerikan doları) ve İran (8,890 milyon Amerikan doları) toplam tekafül katkı payının %75’ine sahiptir. Bu iki ülkeyi, Malezya (1,797 milyon Amerikan doları) ve Birleşik Arap Emirlikleri (1,637 milyon Amerikan doları) takip etmektedir. En düşük pay ise Sri Lanka’ya aittir. Türkiye, 272 milyon Amerikan doları tutarındaki tekafül katkı payı ile toplam içerisinde %1’lik bir paya sahiptir.



Şekil 1.12. Global Tekafül Katkı Payı Tutarları (Milyon \$)
Kaynak: IFSB Stability Report 2018 Veri Tabanı



Şekil 1.13. Tekafül Katkı Paylarının Ülkelere Göre Dağılımı (2016; Milyon \$)
Kaynak: IFSB Stability Report 2018 Veri Tabanı

Özetle, 2017 yılında bankacılık sektörü önceki yıla göre %4.3, sukuk ihraç tutarı %25.6, yatırım fonları aktif büyüklüğü %19 ve tekafül katkı payları %4 oranında büyümüştür. Bankacılık sektörünün IFSI aktif büyüklüğü içerisindeki payı azalmakta ve sukuk ihraç tutarınıniki artmaktadır.

Doğru finansman ortamı olmadan, İslami finans kendisinden beklenen potansiyele erişemeyebilir. Yalnızca yeterli politika müdahaleleri ve etkin bir mali altyapı ile İslami finans, yoksulluğu azaltmak ve kapsayıcı refahı teşvik etmek için bir katalizör haline gelebilir (World Bank Group, 2016:5). Tablo 1.16’da sektör bazında tavsiyeler ve politika müdahaleleri verilmiştir.



Tablo 1.16. Sektör Bazında Tavsiyeler ve Politika Müdahaleleri

	Kurumsal Çerçeve ve Kamu Politikası	Yönetişim ve Liderlik	Risk Paylaşımı ve Girişimcilik	Finansal ve Sosyal Katılım
Bankacılık	• İstikrarlı ve tutarlı düzenlemeleri destekleme, Basel III ve İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB) çerçevesinin tutarlı bir şekilde uygulanmasını sağlama yoluyla etkin bir düzenleyici ortam yaratılmalı. • Çift bankacılık sistemlerinde (konvansiyonel ve İslami) sistemik risklerin ele alındığından emin olunmalı. • Sınır ötesi denetimi uygulanmalı. • Likidite geliştirilmeli. • İstikrarı sağlanmalı.	• Ülke çapında İslami finans ile ilgili şer'i uygulamaları yeknesak hale getirerek Şer'i yönetim uyumlu hale getirilmeli.	• Konvansiyonel risk aktarım ürünlerini taklit etmek yerine yenilikçi risk paylaşım ürün ve hizmetleri geliştirilmeli.	• Düşük gelirli kişileri de dahil etmek için İslami finansa erişim kolaylaştırılmalı, ölçeği geliştirilmeli. • Beşerî sermaye güçlendirilmeli. • İslami finansal okuryazarlık artırılmalı.

Tablo 1.16. Sektör Bazında Tavsiyeler ve Politika Müdahaleleri (Devamı)

	Kurumsal Çerçeve ve Kamu Politikası	Yönetişim ve Liderlik	Risk Paylaşımı ve Girişimcilik	Finansal ve Sosyal Katılım
Sermaye piyasaları	- Faiz giderleri üzerindeki vergi koruması kaldırılarak, - Varlığa dayalı sukukta, varlığın vergisiz bir şekilde devrine veya en azından devre ilişkin giderlerin vergiden düşürülebilmesine izin verilerek - Borç ve sermaye enstrümanları için eşit şartlarda rekabet edebilecekleri bir ortam oluşturulmalı.	- Güçlü bir düzenleyici çerçeve ve şeffaf yönetim mekanizmaları aracılığı ile daha yüksek etik standartları bir araya getirilmeli. - Şeri'i yönetim geliştirilmeli: a)Hisse senedi için yapılan şer'i tarama standartları uyumlu hale getirilmeli. b)Şer'i tarama standartları yayınlanmalı ve yatırımcılara kolaylık için dönemsel olarak bu standartlarla uyumlu hisse senetleri listelenmeli. - Şer'i uyumluluğa ilişkin kamuoyu bilgilendirilmeli, özellikle de firmaların rutin raporlamalarında uygunsuzluğa yol açabilecek olaylar belirtilmeli. - Karar çerçeveleri ve yatırımcı koruma mekanizmaları güçlendirilmeli.	- Sadece serveti daha adil bir şekilde dağıtmakla kalmayan, aynı zamanda daha fazla istihdam oluşturan ve paylaşılan refahı artıran ve risk paylaşımının en saf hali olan hisse senetlerine yatırım teşvik edilmeli. - İkincil piyasalarda sukuk alım satımı için uygun bir ortam sağlayarak, sukuk'un ölçeklenebilirliği ve likiditesi geliştirilmeli. - Mudaraba ve muşaraka gibi ortaklık benzeri yapılara dayalı uzun vadeli sukuk ihracı için teşvikler sağlanmalı.	- Küçük yatırımcılar için de sukuk geliştirilmeli. - Daha geniş bir yatırım yapılabilir hisse senedi portföyü oluşturmak için listelenme şartları kolaylaştırılmalı.

Tablo 1.16. Sektör Bazında Tavsiyeler ve Politika Müdahaleleri (Devamı)

	Kurumsal Çerçeve ve Kamu Politikası	Yönetişim ve Liderlik	Risk Paylaşımı ve Girişimcilik	Finansal ve Sosyal Katılım
Sigorta-Tekafül	• Sektör için politika kurallarını formüle ederken hem sektörü hem de tüketicileri şer'i açıdan dikkate alan bütüncül bir yaklaşım benimsenmeli. • Katılımcı haklarının yanı sıra etkili fiyatlandırma ihtiyacını dengeleyen, daha fazla ödeme gücü, operatörlerin finansal sürdürülebilirliği, daha iyi iş idaresi ve ilgili açıklamaları da içeren politikalar tasarlanmalı. • Müslümanlar arasında karışıklıktan kaçınmak için ulusal düzeyde alimlerden oluşan bir kurul, İslami sigortanın nasıl uygulayacağına dair rehberlik sağlayabilir. • Riske dayalı sermaye rejiminin uygulanmasında esneklik sağlamak için İslami sermaye piyasası yoluyla yatırımlar genişletilmeli.	• Resmi ve gayrı resmi sigorta operasyonları için açık ve şeffaf bir kurumsal yönetim ve düzenleyici çerçeve oluşturulmalı. • Sigorta sektörü, yapısında var olan risk özelliklerine göre düzenlenmeli. Geleneksel sigorta ve İslami sigorta arasındaki fark dikkate alınmalıdır. • Operatörlerin karşılaştıkları riskleri elimine etmek için İslami sigorta yatırımlarında ödeme kabiliyetine yönelik gereksinimler belirlenmeli.	• İslami sigorta ve mikro-sigorta, risk ve varlıkların bir araya getirileceği bir mod olarak uygulanmalı. • Tasarruflardan yapılan uzun vadeli ve şer'i kurallara uygun yatırımlar ile İslami sigorta fonlarına yapılan yatırımlar, ekonomik kalkınma için kritik bir kaynak olabilir. • Sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılması teşvik edilmeli.	• Katılımcıların tasarruf ve yatırım için mikro-sigorta (micro-takafül) kullanmasına olanak sağlanmalı. • Mikro-sigortanın aile, sağlık, tarım, hayvancılık ve mülke dayalı kooperatif modeli için kullanılmasına olanak sağlanmalı.

Tablo 1.16. Sektör Bazında Tavsiyeler ve Politika Müdahaleleri (Devamı)

	Kurumsal Çerçeve ve Kamu Politikası	Yönetişim ve Liderlik	Risk Paylaşımı ve Girişimcilik	Finansal ve Sosyal Katılım
Banka dışı finansal kuruluşlar (NBFIs)	- Yatırım söz konusu olduğunda, güçlü yatırımcı koruması ve sıkı açıklama gereklilikleri gerektiren politikalar geliştirilmeli. - NBFI'lerin ürün ve faaliyetlerinin şer'i hükümler ile uyumlu olduğundan emin olunmalı.	- Finans sektörünün gelişimi için bir ön şart olan, sadece işlem maliyetlerini düşürmekle kalmayan, aynı zamanda yatırımcının güvenini de güçlendiren "sözleşmelerin yaptırım gücünü" desteklemek için yasal altyapı geliştirilmeli. - Lisanslama, ifşa ve kurumsal yönetim gibi konular için yasal gereklilikler açıkça belirtilmeli.	- Büyük firmalara oranla küçük ve orta ölçekli işletmelere daha fazla finansman yönlendirerek, çeşitlilik geliştirilmeli. - Uygun izleme ve değerlendirme yöntemleri ile riskleri (ahlaki tehlikeyi) azaltmak için beceri ve alternatif yaklaşımlar geliştirilmeli.	- İslami NBFI'lerin sayısı ve çeşitliliği arttırılmalı. - Yasal ve düzenleyici kısıtlamalardan dolayı İslami banka kurmanın mümkün olmadığı ülkelerde İslami finansal hizmetleri sunmaları için İslami NBFI'ler teşvik edilmeli.
İslami sosyal finans	- Dünya genelinde zekat yönetimi uygulamalarındaki çeşitliliğin farkında olarak yeterli derecede esnek ve etkin bir düzenleyici ortam oluşturulmalı. - Vakıfları gönüllülük sektöründe bir kurum olarak var etmek için	- İslami sosyal kurumların sesi ve düzenli olarak işleyişi için araştırma, eğitim ve aktif destek dahil olmak üzere, altyapı kurumlarını destekleyen bir ağ oluşturulmalı. - İslami sosyal finansın altında yatan temel itici güç olarak güven ve	- Filantropi (hayırseverlik) ve yardımseverliğe dayanan mekanizmalarla yoksulların finansa erişiminde oluşan yüksek riskler azaltılmalı ve absorbe edilmeli. - Risk yönetimi araçları (kredi geliştirme/garantiler ve mikro-sigorta)	- Kendini soyutlamak, fakirlerin dini, kültürel ve etik inançlarından kaynaklanan önemli bir sorun olarak kabul edilmeli. - Sosyal ve beşeri sermaye, sürdürülebilir İslami sosyal fonlama araçları ile finanse

vakıflar ile düzenleyici çerçeve oluşturulmalı/yeniden düzenlenmeli.

- Operasyonel maliyetlerin absorbe edilmesi ve fakirlere “makul” finansman sağlanması için İslâmi sosyal finans, sürdürülebilir bir araç olarak tanımlanmalı.

kredibilitenin önemini kabul eden sağlam bir yönetim sistemi geliştirilmeli.

- Şeffaflığı artırmak için İslami sosyal kurumların finansal raporlaması uyumlu hale getirilmeli.

oluşturmak için zekat ve vakıfların yenilikçi kullanımı sağlanmalı.

edilen toplum güçlendirme girişimleri yoluyla geliştirilmeli.

Kaynak: (World Bank Group, 2016:6-8)

İKİNCİ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI

İslami hisse senedi piyasaları, İslami hisse senedi taraması sonucunda farklı ser'i uygunluğa sahip şirketlerin hisselerinden oluşmaktadır. İslami hisse senedi taraması sonucunda belli karakteristik özelliklere sahip hisseler elde edilmiş olmaktadır. Finansal oran taraması sonucunda, konvansiyonel hisselerle nazaran düşük çalışma sermayesine, düşük kaldıraç derecesine ve likiditesi düşük hisselerden oluşan İslami hisse senedi piyasalarının, performans, etkinlik, volatilite ve risk seviyelerinde de farklılık beklenmektedir. Ayrıca farklılıkların portföy çeşitlendirmesi anlamında değerlendirilmesine olanak tanınması da beklenmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde, öncelikle farklı İslami hisse senedi taramalarının etki ve sonuçlarını, devamında da hem İslami hisse senedi piyasalarının karakteristik özellikleri hem de bu özelliklerin tetiklediği farklılıkları inceleyen çalışmalar özetlenmiştir.

2.1. İSLAMİ HİSSE SENEDİ TARAMASINA İLİŞKİN KRİTER FARKLILIKLARI

İslami hisse senedi taramasında kullanılan finansal oranların hem hesaplama hem de eşik değer anlamında farklılıklar arz ettiği çalışmanın birinci bölümünde detaylıca ele alınmıştır. Literatürde bu alanda yapılan çalışmalar daha çok kavramsal nitelikte olup uygulamaya yönelik az sayıda çalışmaya rastlanılmıştır. Uygulamaya yönelik en önemli ilk çalışmalardan birisi Derigs ve Marzban (2008)'ın çalışmasıdır. Derigs ve Marzban (2008), DJIM, S&P, FTSE, MSCI, HSBC ve Amiri Capital gibi önemli İslami endeks sağlayıcıların hisse senedi tarama metodolojilerini S&P500 endeksinde yer alan şirketlere uygulamışlardır. Çalışmada analiz dönemi olarak 2003-2007 yılları arası baz alınmış ve yıllık mali tablolar kullanılmıştır. Endeks sağlayıcıların sektörel tarama kriterleri benzerlik gösterdiğinden evrensel bir sektörel tarama yapılmış ve 500 şirketten oluşan örneklemden 113 şirket bu aşamada elenmiştir. Endeks sağlayıcılardan DJIM ve S&P bölen olarak piyasa değerini,

diğerleri de defter değerini kullanmaktadırlar. Analiz sonucunda en geniş hisse senedi evrenine DJIM ve S&P'nin sahip olduğu, bölen değeri olarak aktif toplamını kullananların hisse evrenlerinde daha az şirket olduğu tespit edilmiştir. 2007 yılında tüm metodolojilere göre helal olarak tespit edilen şirket sayısı 197, tamamının haram olarak sınıflandırdığı şirket sayısı ise 79 olmuştur. Metodolojiler içerisinde en tutucu olanının HSBC olduğu da elde edilen diğer bulgular arasındadır. Araştırmacılar, söz konusu farklılıkların İslami hassasiyeti olan yatırımcılar açısından kafa karıştırıcı olduğunu, bu piyasalara olan yatırımcı güvenini sarstığını ve kriter grupları için evrensel tek kriter kullanmanın daha yararlı olduğunu savunmuşlardır. Bu kapsamda Derigs ve Marzban (2009), yeni bir strateji önermişlerdir. Derigs ve Marzban (2009) çalışmalarını Derigs ve Marzban (2008)'in çalışması üzerine kurmuşlar ve aynı veri seti ve metodolojileri uygulamışlardır. Elde edilen bulgular üzerine 4 farklı portföy stratejisini karşılaştırmış ve yeni bir paradigma önermişlerdir. Portföylere, en iyi strateji ismini verdikleri yöntemde risk ve getiri anlamında optimal hisseleri, icma ismini verdikleri yöntemde tüm metodolojilerin helal kabul ettiği hisseleri, liberal strateji ismini verdikleri yöntemde herhangi bir metodolojide helal kabul edilen hisseleri, kasa strateji ismini verdikleri yöntemde metodolojilerden çoğunluğun helal kabul ettiği hisseleri dahil etmişlerdir. Önerdikleri yeni paradigma da, portföyün şer'i uygunluğa sahip firmalardan seçilmesi yerine portföyün bir bütün olarak söz konusu kriterleri sağlamasını içermektedir. Çalışmadan elde edilen bulgular, portföy bazlı şer'i uygunluğun risk ve getiri anlamında hisse bazlı şer'i uygunluğa sahip portföylerden daha iyi performans gösterdiği yönündedir.

Uygulamaya yönelik yapılan çalışmalarda, oranlar için belirlenmiş eşik değerlerden ziyade bölen değeri olarak kullanılan defter değeri ve piyasa değerinin etkileri araştırılmıştır. Marzban ve Asutay (2009), Körfez Arap Ülkeleri-GCC (Bahreyn, Kuveyt, Umman, Katar, Suudi Arabistan ve BAE) ve daha kapsamlı olarak İslam Ülkeleri (GCC, Mısır, Endonezya, Ürdün, Malezya, Ürdün, Pakistan, Filistin ve Türkiye) hisse senedi piyasalarını İslami hisse senedi taramasına tabii tutmuşlardır. Çalışmada, endeks sağlayıcılardan herhangi birinin metodolojisi yerine sıklıkla kullanılan eşik değerler belirlenmiş ve finansal oran böleni olarak aktif büyüklüğü, 12 aylık ortalama piyasa değeri ve 36 aylık ortalama piyasa değeri kullanılmıştır. Tarama neticesinde her iki ülke grubu için de en fazla hisse evrenine sahip bölen 36 aylık ortalama piyasa değeri, en az hisse evreni de 12 aylık ortalama piyasa değeri böleninde

gerçekleşmiştir. Ayrıca risk ve getiri anlamında performans açısından en yüksek performansın sırasıyla aktif büyüklüğü, 36 ve 12 aylık ortalama piyasa değeri evreninde olduğu belirtilmiştir. Asutay ve Marzban (2012), ABD ve Japonya hisse senedi piyasaları için benzer şekilde farklı finansal oran bölenleriyle karşılaştırma yapmışlardır. 2010 yılı verilerini kullanarak her iki ülkeye ait en büyük 200 firma örneklem olarak seçilmiştir. Analiz sonucunda, Japonya’da aktif bölüni evreninde, ABD’ de ise 12 aylık ortalama piyasa değeri bölüni evreninde daha fazla şirket olduğu görülmüştür.

Malezya’da SAC KLSE İslami endeksinin İslami kabul ettiğı 565 şirketin finansal oranlarını inceleyen Abdul Rahman vd. (2010), DJIM’nin borçluluk ve likit kıymet finansal oranlarını, bu şirketlerin 2006 yılı mali tablolarına uygulamıştır. Analiz sonucunda SAC KLSE tarafından helal kabul edilen şirketlerin %47’sinin borçluluk oranını, %21’nin de likit varlık oranını karşılamadığını tespit etmişlerdir. Her iki kriteri sağlayan şirketlerin oranı ise %35 olmuştur. Pok (2012), yine Malezya’ daki 477 şirket’i uygunluğa sahip şirketin finansal oranlarını DJIM, FTSE ve S&P endeks sağlayıcıların metodolojisini uygulayarak karşılaştırma yapmıştır. Analiz sonucunda, şirketlerin sadece %12’sinin DJIM, %17’sinin S&P, %63’nün ise FTSE metodolojisini sağladıkları görülmüştür.

Zaidi vd., (2015), DJIM, FTSE, KMI30 ve MSCI İslami endeks metodolojilerini detaylıca incelemiş ve İslami hisse senedi tarama metodolojisinin standardize edilmesi gerektiğini vurgulamışlardır. Aynı vurgu Clarke (2015) tarafından da gerçekleştirilmiştir. Clarke (2015), FTSE250 endeksinde yer alan hisseleri DJIM, FTSE, HSBC, MSCI ve S&P’nin metodolojilerini kullanarak İslami hisse senedi taramasına tabii tutmuşlardır. 2007-2011 arası dönemi kapsamak üzere 5 yıllık, yıllık mali tablolar kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda finansal oran bölüni olarak aktif toplamını kullanan MSCI ve FTSE’nin hisse evreninde daha fazla şirket olduğu belirtilmiştir. Diğer endeks sağlayıcıları 12, 24 ve 36 aylık ortalama piyasa değerlerini bölüni olarak kullanmaktalar. 12 aylık ortalama piyasa değerini kullanan DJIM’ nin 2008 küresel finans krizinin etkisiyle hisse evreninde en az şirket bulunan metodoloji olmuştur. Elde edilen bulgular ışığında Clarke (2015), metodolojilerin standardize edilmesi gerekliliğini vurgulamışlar ve standart bir metodolojinin nasıl olması gerektiğı konusunda tavsiyede bulunmuşlardır. Clarke (2015), Zaidi vd.

(2015)'nin çalışması ile benzer şekilde her oran grubu için %33 eşik değerini ve bölen olarak piyasa değerinin kullanılmasını tavsiye etmiştir.

İslami hisse senedi tarama metodolojilerinin karşılaştırılması anlamında en geniş örnekleme sahip çalışma Ho (2015)'nin çalışmasıdır. Ho (2015), 34 farklı metodolojinin hem sektörel hem de finansal oran taraması kriterlerini detaylı bir şekilde incelemiştir. Çalışmada bu metodolojiler arasında global endeks sağlayıcılardan DJIM, FTSE, MSCI, S&P, Thomson Reuters IdealRatings, ulusal endeks sağlayıcılardan Jakarta (Endonezya), GCC (Kuveyt), Parsoli PIE ve TESIS Shraiah50 (Hindistan), HKII (Hong Kong), DMI (İsviçre), Russell-Jadwa (ABD), EMAS Shariah, Hijrah ve SAC (Malezya), Edbiz-NASDAQ OMX Shariah (isveç), HS50 Shariah (İngiltere), şer'i danışma kurullarından AAOIFI (Bahreyn), Shariah Capital, Saturna Capitall Amana, IdealRatings ve Azzad (ABD), Al Meezan (Pakistan), Amiri, Yasaar ve Rating Intelligence (İngiltere), Amanie (Malezya), Guardian Investment House (Sri Lanka), fon yönetim şirketlerinden Hang Seng China Islamic-HSCII (Hong Kong) ve SWIP Islamic Global Equity (İngiltere), bankalardan Alfa Bank (Rusya), Dubai Islamic Bank (Dubai), Saudi Arabia National Commercial Bank (Suudi Arabistan), Hong Kong& Shanghai Banking Corporation (Çin)'e ait İslami hisse senedi tarama metodolojilerini ele alınmıştır. Karşılaştırma neticesinde sektörel tarama konusunda metodolojiler arasında küçük farklılıklar olduğu ancak finansal oran taramasında hem hesaplama hem de eşik değerler anlamında ciddi farklılıklar olduğu belirtilmiştir. Metodolojiler arasında en sıkı olanlarının DJIM, Azzad ve BM Hijrah olduğu tespit edilmiştir.

Finansal oran taramasında bölen değerinin endeks getiri performansı üzerinde etkisinin olup olmadığını inceleyen Ashraf (2016), DJIM, FTSE, S&P ve MSCI'ya ait 29 İslami ve 29 konvansiyonel endekse ait Aralık 2000-Mayıs 2012 dönemi verilerini kullanmıştır. Analiz sonucunda farklı endeks metodolojilerinin İslami hisse senedi getiri performansı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Ashraf ve Khawaja (2016) da, finansal oran böleninin risk ve getiri anlamında konvansiyonel piyasalarla karşılaştırmasını yapmışlardır. S&P'ye ait ABD, Kanada, GCC, Avrupa ve Japonya konvansiyonel endeksleri ile S&P, MSCI, DJIM, FTSE ve AAOIFI'nın metodolojilerini kullanarak elde ettikleri 25 ayrı İslami endeksin sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli (CAPM-SVFM) kapsamında risk ve getirilerini karşılaştırmışlardır. Çalışmada analiz dönemi olarak Ocak 2003-Aralık 2013 arası

dönem seçilmiştir. Analiz sonucunda finansal oran bölen olarak piyasa değeri kullanıldığında, defter değeri kullanımına göre hisse evreninde daha az hisse kaldığı görülmüştür. Ayrıca defter değerini baz alan endekslerin piyasa değeri bazlı endekslere nazaran 5 bölgede de daha iyi performans gösterdiği vurgulanmıştır. Konvansiyonel endekslerle performans karşılaştırılma sonuçlarına göre de İslami endekslerin daha düşük performans değerlerine sahip olduğu ve daha riskli olduğu belirtilmiştir. Ashraf vd., (2017) ise MSCI ve AAOIFI' nin metodolojilerini kullanarak ABD, Avrupa ve Japonya piyasaları için finansal kaldıraç ve maddi duran varlık yatırımlarının İslami portföy getirilerine etkisini incelemişlerdir. Çalışmada analiz dönemi olan Ocak 2000-Aralık 2013 arası dönem, 2003-2007 kriz öncesi, 2007-2009 kriz dönemi ve 2009-2013 kriz sonrası dönem olmak üzere 3 ayrı alt döneme ayrılmıştır. Analiz sonucunda genel olarak İslami portföylerin daha düşük risk ve getiri seviyesine sahip olduğu ancak kriz döneminde bu durumun değiştiği ve İslami portföylerin piyasa getirisine kıyasla riske göre ayarlanmış getirilerinin daha yüksek olduğu belirtilmiştir.

İslami hisse senedi taramasında kullanılan farklı kriterlere ilişkin güncel çalışmalardan birisi Waris vd., (2018)'in Malezya SAC ve Pakistan KMI endekslerinin metodolojilerini karşılaştırdıkları kavramsal çalışmasıdır. Çalışmada kriter farklılıklarının önüne geçmek için şer'i danışma kurullarının birlikte hareket etmesi ve AAOIFI çatısı altında kriterlerin standardizasyonunun sağlanması tavsiye edilmiştir.

İslami hisse senedi piyasalarının risk profilini farklı bir yaklaşımla ele alan güncel çalışmalardan birisi de Hassan vd., (2018)'nin çalışmasıdır. İslami hisse senedi tarama kriter farklılıklarının, şer'i danışma kurullarında yer alan alimlerin eğitim geçmişleriyle ilintili olabileceği fikrinden hareket etmişlerdir. Çalışmada DJIM, S&P ve FTSE'nin danışma kurullarında yer alan alimlerin eğitim geçmişi ile 54 İslami endeksin risk ve getirisi arasındaki ilişki incelenmiştir. Analiz sonucunda, alimlerin eğitim geçmişlerinin portföylerin performansı üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu görülmüştür. İslami hisse senedi taramasına ilişkin kriter farklılıklarını konu edinen çalışmalar Tablo 2.1.'de özetlenmiştir.

Tablo 2.1. İslami Hisse Senedi Taramasına İlişkin Kriter Farklılıkları

	Çalışma	Frekans	Piyasa	Periyot	Endeks	Yöntem
1	Derigs ve Marzban 2008	Yıllık	ABD	Ocak 2013-Nisan 2007	S&P500	Finansal Oran Analizi
2	Derigs ve Marzban 2009	Yıllık	ABD	2006	S&P500	Markowitz ortalama varyans portföy optimizasyonu
3	Marzban ve Asutay 2009	Yıllık	GCC-OIC	2008-2009	-	Finansal Oran Analizi
4	Abdul-Rahman vd., 2010	Yıllık	Malezya	2006	SAC KLSEI, DJIM	Finansal Oran Analizi
5	Asutay ve Marzban 2012	Yıllık	ABD ve Japonya	2010	-	Finansal Oran Analizi
6	Pok 2012	Yıllık	Malezya	2010	DJIM, FTSE, S&P	Finansal Oran Analizi
7	Zaidi vd. 2015	-	-	-	DJIM, KMI30, FTSE, MSCI	-
8	Clarke 2015	Yıllık	FTSE250	2007-2011	DJIM, FTSE, S&P, MSCI, HSBC	Finansal Oran Analizi
9	Ho 2015	-	Global	-	34 endeks	-
10	Ashraf 2016	Aylık	Global	Aralık 2000-Mayıs 2012	DJIM, FTSE, S&P, MSCI	CAPM, SUR
11	Ashraf ve Khawaja 2016	Aylık	ABD, Kanada, Avrupa, GCC ve Japonya	Ocak 2003-Aralık 2013	MSCI, DJIM, FTSE, AAOIFI, S&P	CAPM
12	Ashraf vd. 2017	Aylık	ABD, Avrupa ve Japonya	Ocak 2000-Aralık 2013	MSCI, AAOIFI	CAPM
13	Waris vd. 2018		Malezya ve Pakistan	-	SAC, KMI	-
14	Hassan vd. 2018	Haftalık	Global	2007-2014	DJIM, S&P, FTSE	CAPM

2.2. İSLAMİ HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA ETKİNLİK

Guyot (2011), Dow Jones Asya-Pasifik, Kanada, Gelişmekte Olan Ülkeler, Avrupa, Japonya, İngiltere, ABD, Gelişmiş Ülkeler ve Global İslami ve konvansiyonel endekslerinin 1999-2008 yılları arası günlük kapanış fiyatlarını kullanarak her iki piyasanın etkinliğini karşılaştırmalı olarak ele almıştır. Analiz sonucunda her iki piyasanın etkinlikleri arasında anlamlı bir farklılık olmadığı, uluslararası yatırımcılar açısından İslami piyasaların çeşitlendirme imkanları barındırdığı vurgulanmıştır.

Álvarez-Díaz vd. (2014), çalışmalarında Dow Jones İslami Endeksi (DJIM) ile Dow Jones Endüstriyel Ortalama Endeksi (DJIA)'ne ait Ocak 1996 ile Haziran 2013 dönemi arası haftalık kapanış verilerini kullanmışlardır. Doğrusal olmayan tahminleme yöntemini kullanarak İslami ve konvansiyonel piyasaların gelecek fiyatlarının öngörülebilirliğini araştırmışlardır. Yaptıkları analiz sonucunda her iki piyasada da güçlü bir öngörülebilirlik kapasitesinin varlığına dair bir kanıt ulaşılmamıştır. Ancak İslami piyasaların daha az likit olması ve daha az konvansiyonel kurumsal yapıya sahip karakteristik özelliklerinden dolayı görece olarak daha öngörülebilir olduğunu belirtmişlerdir. Álvarez-Díaz vd. (2014)'nin aksine Gupta vd. (2014), İslami hisse senedi piyasa getirilerinin öngörüsünün daha zor olduğunu vurgulamıştır. Gupta vd. (2014), Dow Jones'a ait ABD, Avrupa ve Asya İslami endekslerinin getirilerini 11 farklı finansal gösterge verisi kullanarak tahmin etmeye çalışmışlardır. Ocak 1999 ile Haziran 2013 arası döneme ait aylık verilerden yararlanmışlardır. 1999-2007 arası dönemi, 2007-2013 arası dönemin getiri tahminlemesinde kullanmışlar ve analiz sonucunda kullandıkları ekonometrik modellerin hiçbirinde getirilerin öngörülebilirliğine ait bir kanıt ulaşılmamıştır.

Rizvi vd. (2014), 11 gelişmiş ülke (Avustralya, Fransa, Almanya, Hong Kong, Japonya, Hollanda, İspanya, İsveç, İsviçre, İngiltere ve ABD) ile 11 İslam ülkesi (Bahreyn, Bangladeş, Mısır, Endonezya, Ürdün, Kuveyt, Malezya, Umman, Pakistan, Suudi Arabistan ve Türkiye)'ne ait S&P ülke endekslerinin 2001-2013 dönemine ait günlük frekanstaki verilerini kullanmışlardır. Çalışmada, her iki ülke grubunun piyasa etkinliği MF-DFA (Multifractal de-trended fluctuation analysis) yöntemi ile karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Analiz sonucunda gelişmiş ülke piyasalarının İslam ülke piyasalarına göre daha etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Benzer bulgulara Al-Khazali vd. (2014) tarafından da vurgulanmıştır. Al-Khazali vd. (2014), Asya-Pasifik, Kanada, Gelişmiş Ülkeler, Gelişmekte Olan Ülkeler, Avrupa, Global,

Japonya, İngiltere ve ABD'ye ait Dow Jones İslami ve konvansiyonel endekslerinin 1997-2012 dönemi günlük kapanış verilerini kullanmışlardır. Analiz dönemini, yaşanan küresel krizler ve azalan dönemler için alt dönemlere ayırmış ve hem alt dönemler hem de tüm analiz dönemi boyunca İslami ve konvansiyonel piyasaların etkinliği incelenmiştir. Analiz sonucunda konvansiyonel piyasaların daha etkin olduğu ancak İslami piyasaların da son dönemlerde etkinliğinin arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca piyasaların düşme eğilimi gösterdiği dönemlerde (14.01.2000–09.10.2002; 09.10.2007–09.03.2009) İslami piyasaların daha etkin olduğu gözlemlenmiştir.

Jawadi vd. (2015), Dow Jones Global, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin İslami endeksleri ile Dow Jones Global konvansiyonel endekslerinin 2002-2012 yılları arasındaki günlük frekanstaki verilerini kullanarak karşılaştırmalı etkinlik analizi yapmışlardır. Gelişmekte olan İslami piyasaların hem uzun hem de kısa vadede etkin olmadığı, Gelişmiş ve Global piyasaların ise uzun dönemde etkin olduğu gözlemlenmiştir. Bu durum, gelişmekte olan İslami piyasaların portföy çeşitlendirmesi anlamında kısa ve uzun vadede fırsatlar barındırdığı, gelişmiş ve Global İslami piyasaların ise kısa dönemde benzer fırsatlar barındırdığı şeklinde yorumlanmıştır. Ayrıca İslami piyasalar ile konvansiyonel piyasalar arasındaki kısa dönemli dinamikler modellenmiş ve analiz sonucunda konvansiyonel piyasalardan İslami piyasalara doğru bir bulguya rastlanmazken, İslami piyasalardan konvansiyonel piyasalara doğru bir etki olduğu gözlemlenmiştir. Bulgular, İslami finansın konvansiyonel finans sisteminin kurum ve normlarını yeniden şekillendirmek ve konvansiyonel finansal riskin azaltılmasına katkı sunacak alternatif bir sistem olduğu şeklinde yorumlanmıştır.

Sensoy vd. (2015), çalışmalarında Asya-Pasifik, Avrupa, ABD, Kanada, İngiltere ve Japonya' nın hem İslami hem de konvansiyonel piyasalarını piyasa etkinliği bağlamında karşılaştırmışlardır. 1998-2014 yılları arasındaki söz konusu ülke ve bölgelere ait günlük Dow Jones endeks verilerini kullanmışlardır. Analiz sonucunda, konvansiyonel piyasaların İslami piyasalardan daha etkin olduğunu, sadece Kanada ve Japonya piyasa etkinliklerinde anlamlı bir farklılığın bulunmadığını tespit etmişlerdir. Söz konusu iki ülkede ARCH etkisi de dikkate alındığında İslami piyasaların daha etkin olduğu sonucuna varmışlardır. Farklı piyasa koşullarının - likidite, piyasa kalitesi, kurumsal özellikler, ülke/bölge bazlı yatırımcı davranışları-

piyasa etkinliğine ciddi etkileri olacağını ve İslami piyasalarla konvansiyonel piyasaların etkinliklerini karşılaştırmanın doğru olmayacağını vurgulamışlardır.

Al-Khazali ve Mirzaei (2017), Dow Jones Asya-Pasifik, Gelişmiş Ülkeler, Gelişmekte Olan Ülkeler, Avrupa, Global, Japonya, İngiltere ve ABD İslami endekslerinin 1996-2015 yılları arası günlük verilerini kullanmışlardır. Çalışmada, haftanın günü, haftasonu ve Ocak ayı anomalilerinin varlığı test edilmiş elde edilen bulgular söz konusu anomalilerin varlığına işaret etmiştir. Dinamik ilişki incelendiğinde söz konusu anomalilerin etkisinin zaman içinde piyasa şartlarına göre farklılık gösterdiği görülmüştür. Bulgular etkin piyasa hipotezinin reddedildiği anlamına gelse de adaptif piyasa hipotezini (Adaptive Markets Hypothesis -AMH) destekler niteliktedir. İslami piyasalarda etkinliği AMH bağlamında ele alan bir diğer çalışma da Charles vd. (2017)'nin çalışmasıdır. Charles vd. (2017), çalışmalarında 1996-2013 yılları arasındaki günlük frekansta Dow Jones İslami ve konvansiyonel sektör endekslerini kullanmışlardır. Çalışmada piyasa etkinliği karşılaştırılması ayrıca alt dönemler için de incelenmiş böylelikle kriz dönemleri için de karşılaştırma yapılmıştır. Bulgular, her iki piyasa için de adaptif piyasa etkinliğinin varlığına işaret etmekte. Ayrıca bazı sektörlerde islami piyasaların konvansiyonel piyasalara nazaran daha etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak kriz dönemlerinde İslami piyasaların konvansiyonel piyasalardan daha etkin olduğu savını destekler bulgulara rastlanılmamıştır. Mensi vd. (2017) de İslami piyasaları sektörel bazda incelemişlerdir. 1998-2015 yılları arasında günlük kapanış fiyatlarından hareketle Dow Jones İslami sektörel endekslerinin etkinliği MF-DFA yöntemiyle analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre piyasa etkinliği zaman içerisinde değişmekte ve özellikle piyasa çöküşlerinden sonra da azalmaktadır. Sermaye akışları, likidite, vade, piyasa kalitesi ve kurumsal karakteristik yapıları, piyasa etkinliğinin artırılmasında ele alınacak temel göstergeler olduğu vurgulanmıştır.

Bouoiyour vd. (2018), Dow Jones Gelişmiş ve Gelişmekte Olan İslami ülke endekslerinin 2000-2017 dönemi günlük frekansta kapanış verilerini kullanarak her iki piyasanın etkinliğini incelemişlerdir. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre, her iki piyasanın da etkin olmadığı ve gelişmekte olan ülke piyasasının görece olarak hem kısa vadede hem de uzun vadede daha az etkin olduğunu belirtmişlerdir.

İslami finansal piyasaların etkinliğini konu edinen güncel çalışmalardan bir diğeri de Ali vd. (2018)'nin çalışmasıdır. Ürdün, Malezya, Pakistan, Türkiye,

Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika, ABD, İngiltere ve Japonya'nın hem İslami hem de konvansiyonel piyasaları, 2003-2016 dönemi için analiz edilmiş ve günlük frekanslı veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda, Rusya, Ürdün ve Pakistan dışındaki ülkelerde İslami hisse senedi piyasası görece olarak daha etkin olmuştur. Bu durum, şer'i tarama kriterleri sonucunda İslami hisse senedi piyasalarında endüstri, hizmet ve teknoloji sektöründeki firmalarda bir yoğunlaşma yaşanmakta, likiditenin düşüşü, oynaklığın artması sonucu bu piyasaların öngörülebilirliği zorlaşmakta ve dolayısıyla konvansiyonel piyasalara nazaran daha etkin olmalarına neden olmaktadır. Çalışmada elde edilen bir diğer bulgu, gelişmiş ülkelerin diğer ülkelere göre daha etkin olduğu ve Türkiye'nin İslam ülkeleri içinde en etkin, Pakistan'ın ise en az etkin ülke olduğu bulgusudur. İslami hisse senedi piyasalarında etkinlik konusunu inceleyen çalışmalar Tablo 2.2.'de özetlenmiştir.

2.3. İSLAMİ HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA PERFORMANS

İslami hisse senedi piyasalarının performansına yönelik literatürde yer alan çalışmaların çoğunluğu genellikle konvansiyonel piyasalarla karşılaştırma şeklindedir. İlk çalışmalardan birisi Walkshäusl ve Lobe (2012)'un çalışmasıdır. Walkshäusl ve Lobe (2012), 21 gelişmiş ülkeye (Avustralya, Avusturya, Belçika, Kanada, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Hong Kong, İtalya, Japonya, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Singapur, İsveç, İsviçre, İngiltere ve ABD) ve 14 gelişmekte olan ülkeye (Brezilya, Şili, Çin, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Güney Afrika, Tayvan, Tayland ve Türkiye) ait İslami ve konvansiyonel endekslerinin performanslarını karşılaştırmalı olarak CAPM ile incelemişlerdir. Çalışmada yapılan analizler sonucunda her iki piyasa arasında performans anlamında bir farklılık bulunmadığı belirtilmiştir. Jawadi vd. (2014) ise bu karşılaştırmayı analiz dönemini alt periyotlara ayırarak yapmışlardır. Çalışmada, DJIM'ye ait ABD, Avrupa ve Global İslami ve konvansiyonel endekslerinin 03.01.2000-27.06.2011 dönemi arasındaki günlük verileri kullanılmıştır. Analiz dönemi kriz öncesi (Ocak 2000- Haziran 2007) ve kriz dönemi (Temmuz 2007- Haziran 2011) olarak iki alt döneme ayrılmış ve CAPM-GARCH yöntemi uygulanmıştır. Analiz sonucunda, İslami piyasaların konvansiyonel piyasalara nazaran hem tüm dönemde hem de kriz öncesi dönemde daha düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Ancak krizin İslami piyasaları konvansiyonel piyasalara kıyasla daha az olumsuz yönde etkilediği belirtilmiştir.

Tablo 2.2. İslami Hisse Senedi Piyasalarında Etkinlik

Çalışma	Frekans	Piyasa	Periyot	Endeks	Yöntem
15 Guyot 2011	Günlük	Asya-Pasifik, Kanada, Gelişmekte Olan Ülkeler, Avrupa, Japonya, İngiltere, ABD, Gelişmiş Ülkeler, Global	Ocak 1999- Aralık 2008	DJIM	Eşbütünleşme Testi, Varyans Rasyo Testi
16 Alvarez-Diaz vd. 2014	Haftalık	Global	Ocak 1996- Haziran 2013	DJIM, DJIA	non-linear forecasting, nearest neighbor (NN)
17 Gupta vd. 2014	Aylık	ABD, Avrupa ve Asya	Ocak 1999- Haziran 2013	DJIM	LASSO, the DMA and the DMS
18 Rizvi vd. 2014	Günlük	Gelişmiş Ülkeler ve İslam Ülkeleri	01.01.2001- 31.12.2013	S&P	Multifractal Detrended Fluctuation Analysis (MF-DFA)
19 Al-Khazali vd. 2015	Günlük	Asya-Pasifik, Kanada, Gelişmiş Ülkeler, Gelişmekte Olan Ülkeler, Avrupa, Global, Japonya, İngiltere ve ABD	02.01.1997- 31.12.2012	DJIM	the automatic portmanteau test AQ, the automatic variance ratio AVR, and Deo's tests
20 Jawadi vd. 2015	Günlük	Global, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	22.05.2002- 07.06.2012	DJIM	traditional independency tests, random walk tests and cointegration tests.
21 Şensoy vd. 2015	Günlük	Asya-Pasifik, Avrupa, ABD, Kanada, İngiltere ve Japonya	17.12.1998- 23.06.2014	DJIM	permutation entropy
22 Al-Khazali ve Mirzaei 2017	Günlük	Asya-Pasifik, Gelişmiş Ülkeler, Gelişmekte Olan Ülkeler, Avrupa, Global, Japonya, İngiltere ve ABD	02.01.1996- 31.12.2015	DJIM	stochastic dominance (SD)
23 Charles vd. 2017	Günlük	İslami ve Konvansiyonel Sektör Endeksleri	01.01.1996- 15.03.2013	DJIM, DJG	automatic portmanteau (AQ), automatic variance ratio (AVR)
24 Mensi vd. 2017	Günlük	Sektörel Endeksler	09.11.1998- 05.03.2015	DJIM	multifractal detrended fluctuation analysis (MF-DFA)
25 Ali vd. 2018	Günlük	Ürdün, Malezya, Pakistan, Türkiye, Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika, ABD, İngiltere, Japonya	01.01.2003- 31.12.2016	FTSE, S&P500, MSCI, DJIM	Multifractal de-trended fluctuation analysis (MF-DFA)
26 Bouoiyour vd. 2018	Günlük	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	02.02.2000- 01.11-2017	DJIM	Multifractal Detrended Fluctuation Analysis (MF-DFA) and DFA

Tablo 2.3. İslami Hisse Senedi Piyasalarında Performans

Çalışma	Frekans	Piyasa	Periyot	Endeks	Yöntem
27 Kok vd. 2009	Günlük	Global	01.01.2001-29.06.2007	FTSE, DJIM	CAPM
28 Walkshäusl ve Lobe 2012	Günlük	21 Gelişmiş ve 14 Gelişmekte Olan Ülke	Haziran 2002-Haziran 2011	MSCI	CAPM
29 Abbas 2012	Aylık	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	Haziran 2002-Nisan 2012	MSCI	EGARCH, CAPM
30 Jawadi vd. 2014	Günlük	ABD, Avrupa ve Global	03.01.2000 - 27.06.2011	DJIM	CAPM-GARCH
31 Ho vd. 2014	Aylık	ABD, İngiltere, Malezya, Endonezya, Hong Kong, İsviçre, Hindistan ve Fransa	2000-2011	DJIM, MSCI, S&P, FTSE, RJSG, RBSI, BSES, JI, KLS, HKI, SGWS	CAPM
32 Ashraf ve Mohammed 2014	Aylık	Asya-Pasifik, ABD, Avrupa, Uzak Doğu, Global	Haziran 2002-Mayıs 2012	MSCI, S&P, DJIM	CAPM, LSTAR
33 Al-Khazali vd. 2014	Günlük	Asya-Pasifik, Kanada, Gelişmiş Ülkeler, Gelişmekte Olan Ülkeler, Avrupa, Global, Japonya, İngiltere ve ABD	02.01.1996-31.12.2012	DJIM	CAPM, Stochastic Dominance (SD)
34 Dhali 2015	Aylık	Güney Afrika	Haziran 1996-Nisan 2008	FTSE	CAPM
35 Rana ve Akhter 2015	Aylık	Pakistan	Haziran 2008-Kasım 2013	KSE, KMI	GARCH-M
36 Farooq ve Alahkam 2016	-	Bahreyn, Mısır, Ürdün, Kuveyt, Faz, Katar, Suudi Arabistan ve BAE	2005-2009	DJIM	EKK
37 Cheema ve Nartea 2018	Aylık	Malezya	Ocak 1990-Aralık 2014	SAC	CS-TS Momentum Stratejisi

Finansal kriz dönemlerinde İslami hisse senedi piyasalarının daha iyi performans gösterdiğine dair bulgular elde eden bir diğer çalışma Ho vd. (2014)'nin çalışmasıdır. Çalışmada, ABD, İngiltere, Malezya, Endonezya, Hong Kong, İsviçre, Hindistan ve Fransa'ya ait İslami ve konvansiyonel endeksler kullanılmıştır. Analiz dönemi olan 2000-2011 dönemi, Dotcom krizi dönemi (2000-2002), Dotcom krizi sonrası dönem (2003-2006), küresel finansal kriz (2007-2008) ve küresel finansal kriz sonrası dönem (2009-2011) olmak üzere 4 alt döneme ayrılmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgular, her iki kriz döneminde de İslami piyasaların daha iyi performans gösterdiği ve daha düşük volatilitelere sahip olduğu ve dolayısıyla krizden daha az etkilendiği, kriz dışı dönemlerde de konvansiyonel piyasaların daha iyi performansa sahip olduğu şeklindedir. Ashraf ve Mohammad (2014), MSCI, S&P ve DJIM'e ait Asya-Pasifik, Avrupa, Amerika, Uzak Doğu ve Global İslami ve konvansiyonel endekslerin Haziran 2002- Mayıs 2012 dönemine ait aylık frekanstaki verilerini kullanmışlardır. Çalışmada analiz dönemi, küresel finansal kriz öncesi (Haziran 2002-Ağustos 2008), küresel finansal kriz (Eylül 2008-Nisan 2009) ve küresel finansal kriz sonrası dönem (Mayıs 2009- Mayıs 2012) olmak üzere 3 alt döneme ayırmışlardır. Hem alt dönemler hem de tüm analiz dönemi için CAPM ve LSTAR metodolojisini uygulamışlardır. Analiz sonucunda, İslami endekslerin kriz dönemlerinde daha az riskli karakter sergiledikleri ve kriz dönemi dışındaki dönemlerde Asya ve Avrupa'da daha iyi performans sergilediği vurgulanmıştır. Al-Khazali vd. (2014), çalışmalarında Dow Jones'a ait Asya-Pasifik, Kanada, Gelişmiş Ülkeler, Gelişmekte Olan Ülkeler, Avrupa, Global, Japonya, İngiltere ve ABD İslami ve konvansiyonel endeksleri kullanarak, 02.01.1996-31.12.2012 dönemi için performans karşılaştırması yapmıştır. Çalışmada analiz dönemi, Asya krizi (02.01.1996-31.12.2000), küresel finansal kriz öncesi (02.01.2001-31.12.2006) ve küresel finansal kriz dönemi (02.01.2007-31.12.2012) olmak üzere 3 alt döneme ayrılmıştır. Çalışmada uygulanan analiz sonucunda, tüm dönem baz alındığında, Avrupa bölgesi hariç, konvansiyonel piyasaların İslami piyasaları domine ettiği, kriz döneminde ise tüm bölgeler için durumun tersine döndüğü bulgusuna ulaşılmıştır.

Literatürde her iki piyasanın performansı arasında anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna varan çalışmalar da bulunmaktadır. Abbas (2012), gelişmiş (Fransa, Almanya, İtalya, İngiltere, İspanya, Belçika, Danimarka, Hollanda, Norveç, Avusturya, İsveç, İsviçre, Yeni Zelanda, Hong Kong, Japonya, Singapur, Kanada,

ABD, Avusturalya) ve gelişmekte olan (Hindistan, Endonezya, Malezya, Brezilya, şili, Meksika, Rusya, Türkiye, Mısır, Ürdün, Fas, Bahreyn, Kuveyt, Umman, Katar, BAE) lkelerin İşlami ve konvansiyonel endekslerine ait Haziran 2002- Nisan 2012 dönemi arasındaki aylık verilerini kullanarak performans karşılaştırması yapmışlardır. Çalışmada, EGARCH ve CAPM modelleri kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, kriz dönemleri de dahil olmak üzere getiri ve performans anlamında her iki piyasa arasında anlamlı bir farklılık olmadığı görülmüştür. Dhai (2015), FTSE'nin Güney Afrika'ya ait İşlami ve konvansiyonel endekslerinin Haziran 1996- Nisan 2008 dönemi için performans karşılaştırması yapmıştır. Analiz sonucunda her iki piyasanın performansı arasında anlamlı bir farklılık olmadığı bulgusuna ulaşmıştır. Rana ve Akhter (2015), Pakistan hisse senedi piyasası için KMI30 İşlami ve KSE100 konvansiyonel endeksine ait Haziran 2008- Kasım 2013 arası dönemde GARCH-M yöntemiyle performans karşılaştırması yapmışlardır. Analiz sonucunda her iki piyasanın da benzer şekilde riskli olduğu ve performans bağlamında anlamlı bir farklılık bulunmadığını belirtmişlerdir. Cheema ve Nartea (2018), Malezya hisse senedi piyasasında yer alan 288 İşlami ve 288 konvansiyonel hisse senedinin performans karşılaştırmasını yapmış her iki piyasa arasında performans noktasında anlamlı bir farklılık olmadığı belirtilmiştir.

Farooq ve Alahkam (2016) ise Bahreyn, Mısır, Ürdün, Kuveyt, Faz, Katar, Suudi Arabistan ve BAE piyasalarında İşlami ve konvansiyonel hisse senetlerinin performans karşılaştırmasını 2005-2009 dönemi için yapmışlar ve analiz sonucunda konvansiyonel hisselerin daha iyi performans sergiledikleri bulgusuna ulaşmışlardır. İşlami hisse senedi piyasalarında performans konusunu inceleyen çalışmalar Tablo 2.3.'de özetlenmiştir.

2.4. İşLAMİ HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA PORTFÖY VE RİSK

İşlami hisse senetleri ile oluşturulan portföylerin risk ve getirisi ile portföy optimizasyonu kapsamında değerlendirilebilecek çalışmalar bu başlık altında özetlenmiştir. Arouri vd. (2013), MSCI ve FTSE'ye ait Avrupa, ABD ve Global İşlami ve konvansiyonel endekslerin 14.08.2006-30.06.2008 tarih aralığındaki günlük verilerini kullanarak portföy simülasyonları gerçekleştirmişlerdir. Analiz sonucunda, finansal krizin İşlami piyasaları daha az etkilediği, İşlami piyasaların daha yüksek getiri sağladığı ve portföylere İşlami hisse senetlerinin eklenmesiyle sistemik riskin düşürülebileceği belirtilmiştir. Dewandaru vd. (2015), Dow Jones'a ait 11 lke

(Global, Kanada, Hindistan, Japonya, Kuveyt, Malezya, Sri Lanka, Türkiye, ABD, İngiltere, Çin, GCC) ve 10 sektör (Finans, Teknoloji, Petrol ve Gaz, Hammadde, Endüstri, Tüketim Malları, Sağlık, Hizmet, Telekomünikasyon ve Kamu) İslami ve konvansiyonel endekslerini kullanarak portföy risk ve getirilerini incelemişlerdir. Analiz dönemi olarak 2008-2012 dönemi seçilmiş ve günlük frekansta veri kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgular, ülkeler bazında İslami ve konvansiyonel piyasalar arasında anlamlı farklılık söz konusu değilken, sektörel bazda İslami piyasaların daha düşük beta değerlerine sahip olduğu belirtilmiştir. Charles vd. (2015), Dow Jones tarafından oluşturulan Asya, Kanada, Japonya, İngiltere, ABD ve Global İslami ve konvansiyonel hisse senedi endekslerine ait 01.01.1996-15.03.2013 dönemi günlük frekansta verileri kullanmışlardır. Çalışmada hem risk hem de performans karşılaştırılması yapılmıştır. Analiz sonucunda, İslami hisse senedi piyasalarının görece olarak daha riskli piyasalar olduğu belirtilmiştir. Ayrıca İslami hisse senedi endekslerinin daha düşük performansa sahip olduğu da vurgulanmıştır. Charles vd. (2015)'nin aksine El-Alaoui vd. (2016) İslami hisse senetlerinin daha az risk seviyesine sahip olduğu vurgulanmıştır. El-Alaoui vd. (2016), 7 Avrupa ülkesinden (Avusturya, Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, Polonya ve İspanya) 689 şirketin 2008Q2- 2013Q1 dönemini kapsayacak şekilde çeyreklik frekanslı bir veri seti oluşturmuşlar ve GMM ile panel regresyon modeli kurarak şirketlerin karakteristik özelliklerine göre sistematik risklerini incelemişlerdir. Kurulan model ile şer'i uygunluğa sahip şirketlerin daha az risk seviyesine sahip olduğu ancak getiri noktasında konvansiyonel karakterli şirketlerle arasında anlamlı bir farklılık bulunmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Sensoy (2016) ise Dow Jones'un Global ve 10 sektörel (Finans, Teknoloji, Petrol ve Gaz, Hammadde, Endüstri, Tüketim Malları, Sağlık, Hizmet, Telekomünikasyon ve Kamu) İslami ve konvansiyonel endeksi ile GJR-GARCH modeli kurmuştur. Analiz dönemi olarak 09.11.1998- 05.03.2015 tarih aralığı seçilmiş ve günlük frekansta veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda İslami endekslerin kriz dönemleri de dahil olmak üzere daha az sistematik risk taşıdıklarına dair herhangi bir bulguya rastlanılmadığı vurgulanmıştır.

Tablo 2.4. İslami Hisse Senedi Piyasalarında Portföy ve Risk

	Çalışma	Frekans	Piyasa	Periyot	Endeks	Yöntem
38	Arouri vd. 2013	Günlük	Avrupa, ABD, Global	14.08.2006-30.06.2008	MSCI, FTSE	VAR, Granger Nedensellik Testi
39	Dewandaru vd. 2015	Günlük	Global, Kanada, Hindistan, Japonya, Kuveyt, Malezya, Sri Lanka, Türkiye, ABD, İngiltere, Çin, GCC ve Sektörel Endeksler	2008-2012	DJIM	CAPM, Wavelet
40	Charles vd. 2015	Günlük	Asya, Kanada, Japonya, İngiltere, ABD ve Global	01.01.1996-15.03.2013	DJIM	GARCH, Value-at-risk (VaR)
41	El-Alaoui vd. 2016	Çeyreklik	Avusturya, Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, Polonya ve İspanya	2008Q2-2013Q1	-	GMM
42	Sensoy 2016	Günlük	Global ve Sektörel Endeksler	09.11.1998-05.03.2015	DJIM	GJR-GARCH
43	Umar 2017	Aylık	Global, ABD, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	Ocak 1996-Nisan 2015	DJIM	VAR
44	Trablesi ve Naifar 2017	Günlük	Global, ABD, İngiltere, Avrupa, GCC, Japonya	30.09.2005-31.03.2015	DJIM, MSCI	GARCH, CoVar, DCC
45	Ng vd. 2017	Günlük	Malezya	20.03.2009-27.11.2015	FTSE, KLCI	BEKK-GARCH, VaR
46	Muteba Mwamba vd. 2017	Günlük	Global, ABD, Avrupa ve Asya	01.01.1998-16.09.2014	DJIM, S&P	Block of Maxima Method (BMM), Peak-Over-Threshold Method (POT)
47	Rizvi ve Arshad 2018	Günlük	Sektörel Endeksler	01.01.1996-31.12.2015	DJIM	Wavelet, EGARCH

Pür İslami bir portföye karşılık pür konvansiyonel bir portföy yerine, hem İslami hem de konvansiyonel hisselerin bulunduğu karma bir portföy kurarak her iki portföyü risk ve getiri anlamında inceleyen çalışmalardan birisi Umar (2017)'nin çalışmasıdır. Umar (2017), Global, ABD, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke hisse senedi piyasaları için Dow Jones'un İslami ve konvansiyonel endekslerini kullanmıştır. Çalışmada yapılan analizler sonucunda, kısa vadede İslami portföyün daha avantajlı olduğu ancak konvansiyonel portföye göre refah düzeyinde ciddi bir kaybın yaşandığı bulgusuna ulaşmıştır. Trabelsi ve Naifar (2017) ise 2005-2015 tarihleri arasındaki günlük frekansta verilerle MSCI'nın Global, DJIM'nin ise ABD, İngiltere, Japonya, Avrupa ve GCC İslami ve konvansiyonel endeksleri ile çalışmışlardır. Çalışmada, küresel finansal kriz döneminde İslami piyasaların daha iyi risk-getiri performansına sahip olduğu, diğer dönemlerde ise sadece GCC bölgesinde anlamlı bir performans olduğu belirtilmiştir. Ng vd. (2017), FTSE Malezya İslami endeksi, Kuala Lumpur Konvansiyonel endeksi (KLCI) ve 10 sektörel endekse ait 2009-2015 tarihleri arasındaki günlük frekanstaki verileri ile BEKK-GARCH modelini kurmuşlardır. Analiz sonucunda yatırımcıların sistematik risklerini düşürmeleri için İslami hisse senetlerini portföylerine dahil etmelerini tavsiye etmişlerdir.

İslami hisse senedi piyasalarının portföy risk ve getirisi anlamında da özellikle kriz dönemlerinde konvansiyonel piyasalara göre daha başarılı olduğu sonucuna varan bir diğer çalışma da Muteba Mwamba vd. (2017)'nin çalışmasıdır. Araştırmacılar, 1998-2014 yılları arasındaki dönem için günlük frekansta DJIM Global ve S&P ABD, Avrupa ve Asya bölgelerine ait İslami ve konvansiyonel endekslerini kullanmışlardır. Analiz sonucunda, İslami hisse senedi piyasalarının kriz dönemlerinde daha az riskli olduğu ve getiri anlamında da daha başarılı olduğu belirtilmiştir. Risk için benzer bulgulara, Dow Jones'un Finans, Teknoloji, Petrol ve Gaz, Hammadde, Endüstri, Tüketim Malları, Sağlık, Hizmet, Telekomünikasyon ve Kamu sektörlerine ait İslami ve konvansiyonel endekslerini kullanan Rizvi ve Arshad (2018) tarafından da ulaşılmıştır. Analiz dönemi olarak 1996-2015 tarihleri arasını baz alan çalışmada sektörel endekslerin çoğunda İslami endekslerin daha az riskli olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. İslami hisse senedi piyasalarında portföy ve risk konusu inceleyen çalışmalar Tablo 2.4.'te özetlenmiştir.

2.5. İSLAMİ HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA AYRIŞMA HİPOTEZİ

Yapılan literatür taraması sonucunda, İslami hisse senedi piyasalarını konu edinen çalışmaların büyük çoğunluğunun, bu piyasaların konvansiyonel piyasalardan ayrıştığına (Decoupling Hypothesis- Ayrışma Hipotezi), dolayısıyla portföy çeşitlendirmesi anlamında imkanlar sağladığına yönelik yapılan çalışmalardan oluştuğu görülmüştür. Bu çalışmada portföy çeşitlendirmesi, volatilité yayılması, bulaşma etkisi ve finansal entegrasyon konularını inceleyen çalışmalar ayrışma hipotezi çalışmaları olarak gruplandırılmıştır.

Malezya ve Endonezya İslami hisse senedi piyasaları arasında volatilité yayılmasını inceleyen Abdul Rahim vd. (2009), Malezya'dan Endonezya'ya doğru getiri ve volatilitéde bir yayılma olduğu, her iki piyasa arasındaki korelasyon katsayılarının da düşük olduğu, dolayısıyla portföy çeşitlendirmesine elverişli bir durum olduğunu belirtmişlerdir. Yine İslami piyasalar arasındaki ilişkiyi inceleyen bir diğer çalışma Abdul Karim vd. (2010)'nin Malezya, Endonezya, ABD, Japonya ve İngiltere arasındaki eşbütünleşme ilişkisini inceledikleri çalışmalarıdır. Analiz dönemi olan 15.02.2006-31.12.2008 dönem, kriz öncesi (15.02.2006-25.07.2007) ve kriz (26.07.2007- 31.12.2008) dönemi olmak üzere iki alt periyota ayrılmıştır. Çalışmada Johansen-Juselius Eşbütünleşme Testi uygulanmış ve hem tüm dönemde hem de alt periyotlarda piyasalar arasında uzun dönemli bir ilişkiye rastlanılmamıştır. Majdoub ve Mansour (2014) ise ABD İslami hisse senedi piyasasından (MSCI) gelişmekte olan ülke (Malezya, Endonezya, Pakistan, Katar, Türkiye) İslami piyasalarına doğru volatilité yayılması, piyasalar arasındaki koşullu ve dinamik koşullu korelasyon katsayılarını incelemişlerdir. Çalışmada, analiz dönemi 2008-2013 arası dönem olarak belirlenmiş ve yapılan analizler sonucunda piyasalar arasındaki ilişkinin çoğu durumda istatistiksel olarak anlamlı olmadığı, diğer durumlarda ise düşük seviyede bir ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Rahim ve Masih (2016), Malezya İslami piyasası ile Çin, Singapur, Japonya, Tayland ve ABD İslami piyasaları arasındaki çeşitlendirme imkanlarını araştırmışlardır. Analiz sonucunda, sadece ABD piyasalarının portföy çeşitlendirmesi anlamında değerlendirilebileceği belirtilmiştir. Majdoub ve Ben Sassi (2017), Çin İslami hisse senedi piyasasından Asya (Hindistan, Malezya, Endonezya, Kore, Tayland) İslami piyasalarına doğru volatilité yayılmasının varlığına dair bulgulara erişmişlerdir.

Ajmi vd. (2014) Dow Jones İslami Piyasa endeksi (DJIM) ile S&P Amerika, Avrupa ve Asya (SPUS, SPEU ve SPAS50) hisse senedi piyasaları, petrol fiyatları (Brent) ve diğer finansal göstergeler (MOVE Endeksi, CBOE, VIX, FFR, US EPUI ve EMU Endeksi) arasındaki nedensellik ilişkisini doğrusal ve doğrusal olmayan nedensellik analizi ile incelemişlerdir. Analiz sonucunda DJIM endeksinin, Avrupa hisse senedi endeksi dışında diğer finansal göstergelerle nedensellik ilişkisinin varlığına dikkat çekmişlerdir. İslami hisse senedi piyasalarının şoklardan izole olduğu ve çeşitlendirme fırsatı sunduğuna dair kurulan hipotezler reddedilmiştir. Benzer sonuçlar, Hammoudeh vd. (2014, 2016), Ghorbel vd. (2014) ve Kılıç ve Buğan (2016) tarafından da elde edilmiştir. Balcılar vd (2015), Dow Jones İslami Piyasa endeksi (DJIM) ile S&P Amerika, Avrupa ve Asya hisse senedi endeksleri (SP500, LSPEU ve LSPAS50) arasında çeşitlendirme imkanının varlığını araştırmak amacıyla doğrusal ve doğrusal olmayan modellerden yararlanmışlardır. Analiz sonucunda, doğrusal modele göre piyasalar arasında eşbütünleşme ilişkisine rastlanmazken, doğrusal olmayan modele göre güçlü bir nedensellik ilişkisine rastlandığı belirtilmiştir. Dolayısıyla İslami finans piyasalarının portföy çeşitlemesi anlamında uygun piyasalar olmadığı vurgulanmıştır. Mensi vd. (2015, 2017b), söz konusu ilişkiyi İslami ve geleneksel sektörel endeksler arasında incelemiş ve benzer sonuçlara ulaşmışlardır. Saiti vd. (2014), Malezya, Endonezya, Türkiye, GCC, Japonya, Çin, Kore, Hong Kong, Tayvan ve ABD hisse senedi piyasalarına ait İslami ve konvansiyonel endekslere (MSCI) ait 2007-2011 dönemi günlük frekanslı verileri kullanmışlardır. Söz konusu endekslerin ortalama ve volatilitelerini modelleyerek dinamik koşullu korelasyon katsayılarını elde etmişlerdir. Analiz sonucunda İslami piyasaların ayrıştırma hipotezine dair bulgulara rastlanılmamıştır. Nazlioglu vd. (2015), İslami hisse senedi piyasaları (DJIM) endeksi ile global konvansiyonel hisse senedi piyasaları (Amerika, Avrupa ve Asya) arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışma sonucunda, İslami piyasaların konvansiyonel piyasalardan farklılaştığı hipotezini reddetmişler ve elde ettikleri bulgulara dayanarak İslami piyasaların “ne kadar İslami?” olduklarını sorgulamışlardır. Yazarlara göre, şer’i kurallar, İslami endeksleri farklılaştırmamaktadırlar. Shamsuddin (2014) ve Yilmaz vd. (2015)’de yaptıkları çalışmalarda, benzer sonuçlara ulaşmışlar ve uluslararası sisteme entegre, olabildiğince geleneksel dinamiklerden arınmış yeni bir İslami finansal piyasanın gerekliliği üzerinde durmuşlardır.

Bununla birlikte İslami hisse senedi piyasalarının çeşitlendirme fırsatları sunduğuna dair bulgular elde eden pek çok çalışma bulunmaktadır (Charfeddine vd., 2016; El Mehdi ve Mghaieth 2017; Uddin vd., 2018). Abbas ve Trichilli (2015) çalışmalarının kapsamını geniş tutmuş, gelişmiş ve gelişmekte olan (Fransa, İtalya, Almanya, İspanya, Avusturya, İngiltere, İsviçre, Japonya, Singapur, Hong Kong, Yeni Zelanda, Kanada, ABD, Çin, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Meksika, Brezilya, Şili, Bahreyn, Kuveyt, Umman, Mısır, Ürdün, Fas) pek çok ülkeyi analize dahil etmişlerdir. Çalışma sonucunda portföy çeşitlendirme fırsatlarının varlığına işaret edilmiştir. Benzer bulgulara Majdoub vd. (2016)'nin çalışmasında da rastlanılmıştır. Majdoub vd. (2016), Fransa, Endonezya, İngiltere ve ABD İslami ve konvansiyonel endekslerini incelemiş ve İngiltere dışındaki diğer ülkelerde özellikle uzun dönemde çeşitlendirme fırsatlarının varlığına işaret etmişlerdir. Kenourgios vd. (2016), Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, İngiltere, ABD, Avrupa, Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika İslami endeksleri ile Global konvansiyonel endekslerine ilave olarak sukuk endeksini de analize dahil etmiş ve analiz sonucunda ayrışma hipotezinin varlığına dair kanıtlar bulmuşlardır. Nagayev vd. (2016), İslami hisse senedi piyasaları ile 17 farklı emtia endeksini kullanarak çeşitlendirme fırsatının varlığını DCC-MV-GARCH ve Wavelets yöntemlerini kullanarak incelemişlerdir. Analiz sonucunda küresel finansal kriz döneminde genel olarak her iki piyasa arasında çeşitlendirme fırsatının azaldığı ancak kriz sonrası dönemde tekrar artış gösterdiği, genel olarak da her iki piyasa yatırımcısı açısından çeşitlendirme imkanlarının olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Chkili (2017), altın ile İslami hisse senedi piyasaları arasında ayrışma hipotezini incelemiş ve çeşitlendirme imkanlarının barındığına işaret etmiştir.

Ayrıştırma hipotezinin kriz dönemlerinde geçerli olduğu ancak diğer dönemlerde reddedildiğine dair literatürde pek çok çalışma yer almaktadır. Hkiri vd. (2017) DJIM ABD, İngiltere, Kanada, Japonya, Avrupa, Asya-Pasifik İslami ve konvansiyonel endekslerinin Nisan 1999-Haziran 2014 analiz dönemi için günlük verilerini kullanarak ayrışma hipotezini test etmişlerdir. Analiz sonucunda sadece kriz dönemlerinde İslami hisse senedi piyasalarının çeşitlendirme fırsatı barındırdıkları bulgusuna ulaşmışlardır. Benzer bir bulgu Umar ve Suleman (2017) ve Alexakis vd. (2017) tarafından da elde edilmiştir. Bahloul vd. (2017), çalışmalarında Kuzey ve Latin Amerika, Avrupa ve Asya-Pasifik bölgelerinden 38 ülkeye ait İslami ve konvansiyonel hisse senedi piyasalarını Markov rejim değişim modeli ile incelemişlerdir. Analiz sonucunda özellikle kriz dönemlerinde ayrışma hipotezinin

varlığına işaret edilmiş ve İslami piyasaların kendi aralarında da çeşitlendirme fırsatları barındırdığı belirtilmiştir. Akhtar ve Jahromi (2017), 11 İslam ülkesi ve 8 İslami olmayan ülkenin İslami hisse senedi ve tahvil piyasalarını incelediği çalışmalarında, kriz dönemlerinde ayrışma hipotezini desteklediği bulgusuna ulaşmışlardır. İslami hisse senedi piyasalarının çeşitlendirme fırsatı barındırdıkları ve kriz dönemlerinde bu durumun daha da belirgin hale geldiği yönündeki bulgulara ulaşan çalışmalardan birisi Abu-Alkheil vd. (2017)'nin 32 İslami ve 32 konvansiyonel piyasa endeksini kullandıkları çalışmadır. Saâdaoui vd. (2017) ise gelişmiş ülkelerde ayrışma hipotezine dair bulgu bulunmadığı ancak gelişmekte olan ülke piyasalarında özellikle kısa vadede ayrışma hipotezinin varlığına dair daha güçlü bulgular elde ettiklerini belirtmişlerdir.

Literatürde ayrıştırma hipotezinin genel anlamda kabulü veya reddi noktasında bir fikir birliğine henüz varılamamıştır. Güncel çalışmalarda da durum değişmemiştir. İslami hisse senedi piyasalarında ayrıştırma hipotezinin reddi yönünde bulgular elde eden güncel çalışmalardan birisi Cevik ve Bagan (2018)'in çalışmasıdır. Çalışmada, Dow Jones Global İslami endeksi ve konvansiyonel piyasaları temsilen MSCI G7 ile MSCI gelişmekte olan ülke endekslerine ait Temmuz 1999- Şubat 2016 dönemi arası aylık veriler kullanılmıştır. Markov rejim değişim modeli kurularak nedensellik ve etki-tepki analizleri yapılmış ve bulgular hem azalan hem de yükselen rejimlerde İslami hisse senedi piyasalarının ayrıştığı hipotezinin reddildiği yönünde olmuştur. Çalışmadan elde edilen bulgular Shahzad vd. (2017), Ben Rejeb (2017) ve Jebran vd. (2017) bulguları ile örtüşmektedir. Saiti ve Noordin (2018), Malezya İslami ve konvansiyonel endeksi ile Çin, Japonya, Hong Kong, Hindistan, İngiltere, ABD, Kanada, Fransa, Almanya, İsviçre İslami ve konvansiyonel endeksleri için portföy çeşitlendirme fırsatlarını araştırmışlardır. Çalışmada Malezya için bazı çeşitlendirme imkanlarına rastlanılsa da İslami ve konvansiyonel piyasaların birbirinden ayrılmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Ahmed ve Elsayed (2018), Malezya İslami ve konvansiyonel hisse senedi piyasalarının ayrılmadıklarını belirtmişlerdir. İslami hisse senedi piyasalarında ayrışma hipotezini konu edinen çalışmalar Tablo 2.5.'te özetlenmiştir.

Tablo 2.5. İslami Hisse Senedi Piyasalarında Ayırışma Hipotezi

Çalışma	Frekans	Piyasa	Periyot	Endeks	Yöntem
48 Abdul Rahim vd. 2009	Günlük	Malezya, Endonezya	04.07.2000-29.12.2006	KLYS, JKSY	VAR GJR-GARCH
49 Abdul Karim vd. 2010	Günlük	Malezya, Endonezya, ABD, Japonya ve İngiltere	15.02.2006-31.12.2008	DJIM	Johansen-Juselius Eşbütünleşme Testi
50 Majdoub ve Mansour 2014	Günlük	Endonezya, Malezya, Pakistan, Katar, Türkiye, ABD	Ocak 2008-Ocak 2013	MSCI	BEKK, CCC, DCC MV-GARCH
51 Saiti vd. 2014	Günlük	Malezya, Endonezya, Türkiye, GCC, Japonya, Çin, Kore, Hong Kong, Tayvan, ABD	Haziran 2007- Aralık 2011	MSCI	DCC MV-GARCH
52 Hammoudeh vd. 2014	Günlük	ABD, Avrupa, Asya	04.01.1999-22.07.2013	DJIM, S&P	Copula Modeller
53 Ghorbel vd. 2014	Günlük	Global, ABD, Katar, Bahreyn, BAE, Kuveyt, Umman, Endonezya, Malezya, Türkiye, Fas, Mısır, Hindistan	Nisan 2007-Nisan 2012	MSCI, S&P	BEKK GARCH
54 Dewandaru vd. 2014	Günlük	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Endeksler, İngiltere, Asya-Pasifik, Avrupa, ABD	01.01.1996-01.11.2012	DJIM	Wavelets, MV-GARCH
55 Ajmi vd. 2014	Günlük	ABD, Avrupa, Asya	04.01.1999-08.10.2010	DJIM, S&P	Doğrusal ve Doğrusal Olmayan Granger Nedensellik Testi
56 Saiti vd. 2015	Günlük	ABD, Çin, Japonya, Kore, Hong Kong, Tayvan, Malezya, Endonezya, Türkiye, GCC	Haziran 2005- Aralık 2011	MSCI	Wavelets
57 Rizvi vd. 2015	Günlük	Asya-Pasifik, ABD	01.01.1996-31.12.2014	DJIM	Wavelets
58 Nazlioglu vd. 2015	Günlük	ABD, Avrupa, Asya	04.01.1999-20.09.2013	DJIM, S&P	Varyansta Nedensellik Testi
59 Mensi vd. 2015	Günlük	Sektörel Endeksler	09.11.1998-05.03.2015	DJIM	DCC MV-GARCH
60 El Alaoui vd. 2015	Günlük	BAE, GCC, Suudi Arabistan, ASEAN, Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksi	02.04.2007-23.03.2011	DJIM	Wavelets

61	Yılmaz vd. 2015	Haftalık	Sektörel Endeksler	03.01.1996-09.07.2014	DJIM	DCC MV-GARCH
62	Abbes ve Trichilli 2015	Aylık	Fransa, İtalya, Almanya, İspanya, Avusturya, İngiltere, İsviçre, Japonya, Singapur, Hong Kong, Yeni Zelanda, Kanada, ABD, Çin, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Meksika, Brezilya, Şili, Bahreyn, Kuveyt, Umman, Mısır, Ürdün, Fas	Haziran 2002- Aralık 2012	MSCI	VECM, Granger Nedensellik Testi
63	Balcılar vd. 2015	Günlük	ABD, Avrupa, Asya	01.04.1999-22.07.2013	S&P, DJIM	Eşbütünleşme Testleri
64	Nagayev vd. 2016	Günlük	17 Emtia Endeksi ve Global Endeks	20.01.1999-10.05.2015	DJIM	DCC MV-GARCH, Wavelets
65	Majdoub vd. 2016	Günlük	Fransa, Endonezya, İngiltere, ABD	08.09.2008-06.09.2013	MSCI	Eşbütünleşme Testleri, AGDCC-GARCH
66	Kenourgios vd. 2016	Günlük	Global, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, İngiltere, ABD, Avrupa, Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika	01.06.2007-01.03.2015	MSCI, DJIM	APARCH-A-DCC
67	Hammoudeh vd. 2016	Günlük	ABD, Avrupa, Asya, Global	04.01.1999-22.07.2013	S&P, DJIM	VAR, Etki-Tepki, Varyans Ayırıştırma, Eşbütünleşme Testi
68	Charfeddine vd. 2016	Günlük	Global	Mart 2004-Mart2011	DJIM, FTSE	Eşbütünleşme Testi, Hata Düzeltme Modeli
69	Rahim ve Masih 2016	Günlük	Malezya, Çin, Singapur, Japonya, ABD, Tayland	26.11.2007-31.12.2013	FTSE, MSCI	DCC-MV-GARCH, Wavelets
70	Kılıç ve Buğan 2016	Günlük	ABD, Avrupa, GCC, Asya-Pasifik	16.10.2006-01.03.2016	DJIM, S&P	DCC-MV-EGARCH
71	Shahzad vd. 2017	Günlük	Global	15.07.1996-30.06.2016	DJIM	VAR
72	Umar ve Suleman 2017	Günlük	ABD, İngiltere ve Japonya	Ocak 1996-Aralık 2015	DJIM	MV-VAR-EGARCH

73	Ben Rejeb 2017	Günlük	Global, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler, Arap Ülkeler, Suudi Arabistan, GCC, Kanada, İngiltere, ABD, Avrupa, Asya-Pasifik	01.01.2001-18.01.2016	DJIM	GARCH Temelli Kuantil regresyon Modeli
74	Mensi vd. 2017b	Günlük	Sektörel Endeksler	09.11.1998-05.03.2015	DJIM	DCC-MV-GARCH
75	Majdoub ve Sassi 2017	Günlük	Çin, Hindistan, Malezya, Endonezya, Kore, Tayland	07.02.2011-05.02.2016	MSCI	VARMA-BEKK-AGARCH
76	Jebran vd. 2017	Günlük	Pakistan	03.09.2008-30.09.2015	KMI	VECM, EGARCH, Eşbütünleşme Testleri, Varyans Ayrıştırma, Etki-Tepki Analizleri
77	Hkiri vd. 2017	Günlük	ABD, İngiltere, Kanada, Japonya, Avrupa, Asya-Pasifik	Nisan 1999-Haziran 2014	DJIM	GARCH
78	El Mehdi ve Mghaieth 2017	Günlük	ABD, Avrupa, Asya-Pasifik, Kanada, İngiltere, Gelişmekte Olan Ülkeler	1998-2003	DJIM	DCC-FIAPARCH
79	Chikili 2017	Haftalık	ABD, Japonya, İngiltere, Kanada, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	Nisan 2003-Temmuz 2015	DJIM	Markov Rejim Değişim, GARCH
80	Bahloul vd. 2017	Aylık	ABD, Arjantin, Brezilya, Kanada, Şili, Kolombiya, Meksika, Avusturya, Belçika, Çekya, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Macaristan, İtalya, Hollanda, Norveç, Polonya, Rusya, İspanya, İsveç, İsviçre, Türkiye, İngiltere, Avustralya, Çin, Hong Kong, Hindistan, Endonezya, Japonya, Kore, Malezya, Yeni Zelanda, Filipinler, Singapur, Tayvan, Tayland	Haziran 2002-Haziran 2014	MSCI	Markov Rejim Değişim
81	Alexakis vd. 2017	Günlük	Global	03.01.2000-30.06.2014	DJIM	Crouching Hata Düzeltme Modeli

82	Akhtar ve Johrami 2017	Aylık	Avustralya, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, İngiltere, ABD, Bahreyn, Mısır, Endonezya, İran, Malezya, Fas, Pakistan, Katar, Suudi Arabistan, Türkiye, BAE	Haziran 2002- Haziran 2014	DJIM, MSCI	Panel Regresyon
83	Abu-Alkheil vd. 2017	Aylık	Global, Asya-Pasifik, Avrupa, Kanada, Japonya, Çin, ABD, Hindistan, Malezya, Pakistan	31.01.2002- 31.12.2014	MSCI, DJIM, S&P, FTSE	VARMAX, Eşbütünleşme Testi
84	Saâdaoui vd. 2017	Günlük	Global, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	01.07.2003- 15.05.2011	DJIM	Wavelet Nedensellik Tesi
85	Çevik ve Buğan 2018	Aylık	Global, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	Temmuz 1999- Şubat 2016	DJIM, MSCI	MS-VAR, Markov Rejim Değişim Nedensellik ve Etki-Tepki Analizleri
86	Saiti ve Noordin 2018	Günlük	Malezya, Çin, Japonya, Hong Kong, Hindistan, İngiltere, ABD, Kanada, Fransa, Almanya, İsviçre	29.06.2007- 30.06.2016	MSCI	DCC-MV-GARCH
87	Ahmed ve Elsayed 2018	Günlük	Malezya	03.01.2007- 31.03.2017	MSCI, TRI	VAR
88	Uddin vd. 2018	Günlük	Global, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler, ABD, İngiltere, Japonya	1996-2016	MSCI, DJIM	MF-DFA, Wavelet VaR, PTV, PSA

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

VERİ VE YÖNTEM

Çalışmanın uygulama kısmı 2 aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada İslami hisse senedi taraması yapılmış ve farklı kriterlerden elde edilen hisse senetlerinden İslami hisse senedi endeksleri oluşturulmuştur. İkinci aşamada ise elde edilen endekslerle İslami hisse senedi piyasalarında ayrışma hipotezi ekonometrik yöntemlerle test edilmiştir. Bu bölümde öncelikle çalışmada kullanılan veri seti hakkında bilgi verilecek, devamında da her iki aşamada da uygulanan yöntem ve teknikler ele alınacaktır.

3.1. ÇALIŞMADA KULLANILAN VERİ SETİ

Çalışmada, Borsa İstanbul Tüm Endeksinde (XUTUM) yer alan 330 şirketin borsa ve mali tablo verileri kullanılmıştır. Analizlerde 2 ayrı frekansta veri seti oluşturulmuştur. Öncelikle 2008 yılının 1. çeyreği ile 2018 yılının 2. çeyreği arasındaki toplam 42 çeyreklik döneme ait mali tablo verileri kullanılmıştır. Şirketlere ait finansman geliri, esas faaliyet dışı gelirler, yatırım faaliyetlerinden gelirler, net satışlar olmak üzere gelir tablosu kalemleri, nakit, menkul değerler, finansal borçlar, toplam aktif olmak üzere bilanço kalemleri kullanılmıştır. Ayrıca şirketlerin 12, 24 ve 36 aylık ortalama piyasa değeri de çeyreklik frekansta kullanılan verilerdendir.

Günlük frekansta ise 02.01.2008-29.06.2018 tarihleri arasındaki 2643 günlük şirketlere ait borsa kapanış fiyatları kullanılmıştır. Kapanış fiyatları yardımıyla İslami hisse senedi endeksleri oluşturulmuştur. Oluşturulan endekslerin günlük logaritmik getiri serileri hesaplanmış ve Borsa İstanbul konvansiyonel piyasa göstergesi olarak BİST100 endeksinin günlük getirileri ile arasındaki dinamik ilişki incelenmiştir. BİST100 ve hesaplanan İslami hisse senedi endekslerinin 03.01.2008-29.06.2018 tarihleri arasındaki günlük logaritmik getirileri şu şekilde hesaplanmıştır:

$$r_t = \ln \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \times 100$$

r_t , t günündeki getiri

P_t , t günündeki endeks kapanış fiyatını

P_{t-1} , t-1 günündeki endeks kapanış fiyatını

temsil etmektedir.

Çalışmada kullanılan veri seti Finnet veritabanından elde edilmiştir. Borsaya kote olmuş şirketler, mali tablolarını 2008 yılından itibaren TMS/TFRS'ye uygun olarak hazırladıklarından dolayı bu çalışmada da analiz dönemi başlangıcı 2008 yılı olarak alınmıştır.

3.2. İSLAMİ HİSSE SENEDİ TARAMASI

Hisse senedi taraması, ana kütlede yer alan tüm hisselerin belirli bir strateji doğrultusunda filtrelenmesidir. Tarama yapılarak elde sadece belirlenen strateji doğrultusunda yatırım yapılabilir hisseler kalmaktadır. İslami hisse senedi taraması ise Şariat prensipleri doğrultusunda, şer'i uygunluğa sahip yatırım yapılabilir hisse senetlerinin belirlenmesini sağlamaktadır. Tarama sonucunda elde kalan şirketler ile ayrıca İslami hisse senedi endeksleri ve İslami yatırım fonları oluşturulabilmektedir.

Çalışmada da İslami hisse senedi endeksi oluşturulmuştur. Bu kapsamda öncelikle hisse senedi taramasında uygulanacak strateji, İslami endeks metodolojisi belirlenmiştir. Çalışmanın birinci ve ikinci bölümünde de belirtildiği üzere farklı endeks sağlayıcıların kullanmış olduğu farklı endeks metodolojileri bulunmaktadır. Türkiye'de KATLM İslami hisse senedi endeksi, İslami finans sisteminde düzenleyici ve denetleyici konumunda olan AAOIFI'nin önerdiği metodolojiyi kullanmaktadır. Bu çalışmada da KATLM endeksi metodolojisi benimsenmiştir.

3.2.1. Sektörel Tarama

AAOIFI, hisse senedi yatırımları için yayınlamış olduğu 21 nolu faizsiz finans standardında, sektörel tarama noktasında hangi sektörlerin haram sayılacağı ile ilgili detaylı bilgiye yer vermemiş, kapsayıcı nitelikte bir ifade kullanmıştır:

“Şirketin ana sözleşmesinde faiz veya (içki ve domuz vs.) diğer mahzurlu mal veya hizmet ticareti gibi işlemlerde bulunacağını içeren bir madde yer almamalıdır.”

KATLM endeksi tanıtım kitapçığında, bu faaliyet alanları şu şekilde sıralanmıştır:

- Faize dayalı finans, ticaret, hizmet, aracılık (bankacılık, sigorta, finansal kiralama, faktoring ve diğer faize dayalı faaliyet alanlarını kapsar)
- Alkollü içecek
- Kumar, şans oyunu
- Domuz eti ve benzer gıda
- Basın, yayın, reklam
- Turizm, eğlence
- Tütün mamulleri
- Silah
- Vadeli altın, gümüş ve döviz ticareti

3.2.2. Finansal Oran Taraması

KATLM endeksi metodolojisinde finansal oran gruplarından uygunsuz gelir oranı, borçluluk oranı ve faizli menkul kıymet oranı yer almakta iken likidite oranı kullanılmamaktadır.

Uygunsuz gelir oranı olarak $\frac{UG_{i,t}}{TG_{i,t}}$ oranı kullanılmıştır. Oranın pay kısmında

t zamanındaki i hissesine ait:

- Finansman geliri
- Esas faaliyet dışı gelirler ve
- Yatırım faaliyetlerinden gelirler

kalemlerinin toplamı yer almaktadır. Payda kısmında ise:

- Net satışlar
- Finansman gelirleri
- Esas faaliyet dışı gelirler ve
- Yatırım faaliyetlerinden gelirler

kalemlerinin toplamı yer almaktadır. Bu oranın %5' ten küçük olması gerekmektedir.

Faiz getirili menkul kıymet oranı olarak $\frac{NK_{i,t} + MK_{i,t}}{PD/12_{i,t}}$ oranı kullanılmıştır.

Oranın pay kısmında t zamanındaki i hissesine ait nakit ve menkul kıymet toplamı, paydasında ise 12 aylık ortalama piyasa değeri yer almaktadır. Bu oranın %30'dan küçük olması beklenmektedir.

Borçluluk oranı olarak $\frac{FK_{i,t}}{PD/12_{i,t}}$ oranı kullanılmıştır. Oranın pay kısmında

t zamandaki i hissesinin faizli kredileri, payda kısmında ise 12 aylık ortalama piyasa değeri yer almaktadır. Bu oranın %30'dan küçük olması beklenmektedir.

3.2.3. Endeks Metodolojisi

İslami hisse senedi taraması sonucunda elde kalan hisselerden İslami hisse senedi endeksi oluşturulmuştur. Endeks oluşturulurken izlenen yöntem şu şekildedir:

$$E_t = \sum_{i=1}^n F_{i,t} \times K_{i,t}$$

E_t , t zamandaki endeks değerini

n , endekse dahil olan hisse sayısını

$F_{i,t}$, t zamandaki i hissesinin kapanış fiyatını

$K_{i,t}$, t zamandaki i hissesinin katsayısını ifade etmektedir. $K_{i,t}$, şu şekilde hesaplanmıştır:

$$K_{i,t} = \frac{PD_{i,t}}{\sum_{i=1}^n PD_{i,t}}$$

$PD_{i,t}$, t zamandaki i hissesinin piyasa değerini ifade etmektedir.

3.2.4. Endekslerin Düzeltilmesi

İslami hisse senedi taraması neticesinde her çeyrek dönemde farklı hisselerden oluşan portföylerin endekse etkisini ortadan kaldırmak için düzeltme uygulanmıştır. Burada amaç, endeksin kendi başına getirisini incelemek, portföy değişimi neticesinde meydana gelen pozitif ve negatif getirilerin etkisini ortadan kaldırmaktır. Bu kapsamda, endeks düzeltmesi şu şekilde gerçekleştirilmiştir.

$$E_{t,q1} = \frac{E_{t-1,q}}{E_{t-1,q1}} \times E_t$$

$E_{t,q1}$, t zamandaki yeni portföyün endeks değerini

$E_{t-1,q1}$, t-1 zamandaki yeni portföyün endeks değerini

$E_{t-1,q}$, t-1 zamandaki eski portföyün endeks değerini

E_t , t zamandaki endeks değerini

ifade etmektedir.

3.3. EKONOMETRİK YÖNTEMLER

3.3.1. Birim Kök Testleri

Finansal zaman serilerinde birim kök kavramı ve birim kök testleri, uygulamalı ve teorik araştırmalar açısından önem taşımaktadır. Serilerde birim kökün varlığını belirlemek amacıyla geliştirilen çok sayıda test vardır ve her geçen gün bunların sayısı artmaktadır (Çil Yavuz, 2015:293). Birim kök testleri arasında en yaygın olarak kullanılanlar, Genişletilmiş Dickey-Fuller, Philips-Perron ve KPSS birim kök testleridir. Stokastik süreçler, sabit terim ve trend değişkenini içerebilir veya dışlayabilir. Buna göre otoregresif birim kök testlerinin de sabit terim ve trendin rolünü dikkate alan üç versiyonu bulunmaktadır.

3.3.1.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi aşağıdaki denklemlerin tahminine dayanmaktadır (Dickey ve Fuller, 1981):

$$\Delta y_t = \theta y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta y_t = \mu + \theta y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta y_t = \mu + \theta y_{t-1} + \beta_t + \sum_{i=2}^p \beta \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t$$

Modellerin $\theta=0$ hipotezlerinin testi için $\tau, \tau_\mu, \tau_\tau$ istatistikleri kullanılır. Dickey ve Fuller (1981), ADF modellerindeki parametlerin ortak hipotez testleri için ϕ_1, ϕ_2 ve ϕ_3 ile adlandırılan F-istatistikleri önermişlerdir (Çil Yavuz, 2015:300).

ϕ_1 istatistiği ile $\theta = \mu = 0$ temel hipotezi

ϕ_2 istatistiği ile $\theta = \mu = \beta = 0$ temel hipotezi

ϕ_3 istatistiği ile $\mu = \beta = 0$ temel hipotezi test edilir.

ϕ_1 , ϕ_2 ve ϕ_3 istatistikleri, F testiyle aşağıdaki gibi oluşturulur:

$$\phi_i = \frac{[RSS_{KSL} / RSS_{KSZ}] / r}{RSS_{KSZ} / (T - k)}$$

RSS_{KSL} : Kısıtlı modelin kalıntılar karelerinin toplamı

RSS_{KSZ} : Kısıtsız modelin kalıntılar karelerinin toplamı

r : kısıt sayısı

T : gözlem sayısı

k : kısıtsız modelde tahmin edilen parametre sayısı

$T - k$: kısıtsız modelin serbestlik derecesidir.

3.3.1.2. Philips-Perron Birim Kök Testi

ADF testinde rassal hataların dağılımının istatistiksel olarak bağımsız ve sabit varyanslı olduğu varsayımı mevcuttur (Sevüktekin ve Çınar, 2014:378). Phillips ve Perron (1988), ADF testindeki gibi 3 farklı model ile rassal şokların dağılımları ile ilgili yeni bir varsayım geliştirmişlerdir. PP test istatistiği şu şekilde hesaplanır:

$$\tau_{\delta} = t_{\delta} \left(\frac{\gamma_0}{f_0} \right)^{1/2} - \frac{T(f_0 - \gamma_0)(se(\hat{\delta}))}{2f_0^{1/2}s}$$

τ_{δ} , δ 'nin t değerini

$\hat{\delta}$, katsayı tahminini

$se(\hat{\delta})$, δ katsayısının standart hatasını

s , regresyon denkleminin standart hatasını

γ_0 , denklemin hata varyans tahminini

f_0 ise sıfır frekansta spektral hata tahminini ifade etmektedir.

PP testinde test istatistiklerinin asimptotik dağılımının serisel korelasyonun katsayıları etkilememsi için t istatistiğinin dönüştürülmüş biçimi aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$Z_t = \left(\sum_{t=2}^T Y_{t-1}^2 \right)^{1/2} \frac{(\hat{\phi}_1 - 1)}{s_{T1}} - (1/2) \frac{(s_{T1}^2 - s_\varepsilon^2)}{\left[s_{T1}^2 (T^{-2} \sum_{t=2}^T Y_{t-1}^2)^{1/2} \right]}$$

3.3.1.3. KPSS Birim Kök Testi

ADF ve PP birim kök testleri için kurulan hipotez testlerinden farklı olarak, KPSS testinde sıfır hipotez serinin durağan olduğu, alternatif hipotez ise birim kök içerdiği üzerine kurulur (Kwiatkowski vd., 1992). Elde edilen sonuçların güvenilirliği açısından ADF ve PP testinin yanında KPSS birim kök testinin uygulanması önem arz etmektedir. KPSS test istatistiği, şu şekilde hesaplanır:

$$KPSS = \frac{T^{-2} \sum_{t=1}^T \hat{S}_t^2}{\hat{\lambda}^2}$$

KPSS, Lagrange çarpanını (LM) ifade etmektedir. Modelde yer alan $\hat{S}_t$,

$$\hat{S}_t = \sum_{i=1}^t e_i$$

Şeklinde hesaplanmaktadır. e_i ise

$$y_t = a + \mu_t + \varepsilon_t \text{ ve}$$

$$y_t = a + \beta t + \mu_t + \varepsilon_t$$

Denklemlerinin tahminlerinden elde edilen kalıntılardır.

3.3.2. MV-GARCH

Geleneksel ekonometrik modellerde hata teriminin varyansının sabit olduğu varsayılmaktadır. Bununla birlikte birçok finansal zaman serisi için bu varsayımın gerçekleşmesi çok güçtür. Özellikle hisse senedi getirisi gibi finansal zaman serilerinde genellikle yüksek volatilité dönemini düşük volatilité dönemi takip etmekte

(bu durum volatilité kümelenmesi olarak adlandırılmakta) ve buna bağılı olarak sabit varyans varsayımı geçerliliğini yitirmektedir (Korkmaz ve Çevik, 2009).

Zaman serileri için sabit varyans varsayımının sağlanamaması uzun dönemli öngörülerde sapmalı sonuçlar elde edilmesine neden olmaktadır. Bu nedenle zaman serileri için volatilité kümelenmesine bağılı olarak koşullu varyansın da ayrıca modellenmesi gerekliliğı ön plana çıkmıştır (Korkmaz ve Çevik, 2009). Ayrıca finansal serilere ait varyans opsiyon fiyatlama modeli gibi birçok modelde kullanılmaktadır. Volatilité belirsizliğıin göstergesi olduğundan yatırım kararlarından oldukça önemlidir.

GARCH modeller ile volatilité tahminine geçmeden önce serinin ilk momenti tahmin edilir. Serinin ilk momenti ortalama denklemi olarak adlandırılır. Bu amaçla ilk olarak doğrusal model tahmin edilir (örneğin ARMA model gibi). İkinci aşamada doğrusal modelden elde edilen hata terimlerinde volatilité kümelenmesi olup olmadığı formel bir test (ARCH testi) ile araştırılır.

İlk olarak doğrusal model tahmin edilir (örneğin ARMA model gibi) ve hata terimleri kaydedilir. Daha sonra hata terimlerinin karesi kendi gecikmeli değeri üzerine regresyona tabi tutulur ve modelin R2 değeri belirlenir.

$$\hat{u}_t^2 = \gamma_0 + \gamma_1 \hat{u}_{t-1}^2 + \gamma_2 \hat{u}_{t-2}^2 + \dots + \gamma_q \hat{u}_{t-q}^2 + v_t$$

Üçüncü aşamada test istatistiğı TR2 şeklinde hesaplanır ve burada T toplam gözlem sayısını ifade etmektedir. Test istatistiğı q serbestlik dereceli ki-kare dağılımına sahiptir. Eğer test istatistiğı tablo değeriinden büyükse “modelde ARCH etkisi yoktur” sıfır hipotezi reddedilir.

Koşullu varyansın modellemesinde Engle (1982) Otoregresif Koşullu Değişen Varyans (ARCH) modeli ile finansal ekonometri literatürüne yeni ufuklar açmıştır. Engle’nin çalışmalarıdan sonra ARCH modeller birçok farklı şekilde geliştirilmiş ve Bollerslev (1986) tarafından geliştirilen Genelleştirilmiş ARCH veya kısaca GARCH modeli finansal ekonometride oldukça sık kullanılmaya başlanmıştır.

Bollerslev (1986) tarafından geliştirilen GARCH modelin matematiksel ifadesi aşağıdaki gibidir:

$$r_t = \mu + \sum_{i=1}^{p_1} \varphi_i r_{t-i} + \sum_{i=1}^{p_2} \theta_i \varepsilon_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$\sigma_t^2 = \omega + \sum_{i=1}^{p_3} \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^{p_4} \beta_i \sigma_{t-i}^2$$

Özellikle birçok finansal getiri serilerinin dağılımın aşırı basık olması GARCH modellerin tahmininde hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğu varsayımının yetersiz olduğu anlaşılmışa neden olmuştur. Bu nedenle Bollerslev (1987), bu probleme çözüm bulabilmek amacıyla GARCH modellerin tahmininde hata terimlerinin t-dağılımı gösterdiğini dikkate alırken, Nelson (1991) genelleştirilmiş hata dağılımı (GED) varsayımını dikkate almıştır.

Çok değişkenli GARCH modeller kovaryans ve korelasyonları tahmin etmek ve öngörmek amacıyla kullanılırlar. Çok değişkenli GARCH modellerin formülasyonu tek değişkenli GARCH modellerle aynı olsa da bu modellerde varyans gibi değişkenler arasındaki kovaryansında zaman değişkenli olmasına izin verilir. Literatürde oldukça sık kullanılan üç farklı çok değişkenli GARCH model bulunmaktadır. Bunlar VEC, diagonal VEC ve BEKK'dır.

Modelde iki değişkenin olduğunu varsayacak olursak H_t , 2x2'lik koşullu kovaryans matrisini göstermek üzere $VECH(H_t)$ aşağıdaki gibi yazılır

$$H_t = \begin{pmatrix} h_{11t} & h_{12t} \\ h_{21t} & h_{22t} \end{pmatrix}$$

$$VECH(H_t) = \begin{pmatrix} h_{11t} \\ h_{22t} \\ h_{12t} \end{pmatrix}$$

VEC modelde, koşullu varyans ve kovaryanslar tüm varyans ve kovaryansların gecikmeli değerlerine ve hata terimlerinin kareleri ile onların çarpımlarına bağlı olarak tahmin edilir:

Model matris notasyonunda aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$VECH(H_t) = C + AVECH(\Xi_{t-1} \Xi_{t-1}') + BVECH(H_{t-1})$$

$$\Xi_t | \Psi_{t-1} \sim N(0, H_t)$$

Koşullu varyans denklem olarak aşağıdaki gibi yazmak mümkündür:

$$h_{1t} = c_{11} + a_{11}u_{1t}^2 + a_{12}u_{2t}^2 + a_{11}u_{1t}u_{2t} + b_{11}h_{1t-1} + b_{12}h_{2t-1} + b_{13}h_{12t-1}$$

$$h_{2t} = c_{21} + a_{21}u_{1t}^2 + a_{22}u_{2t}^2 + a_{23}u_{1t}u_{2t} + b_{21}h_{1t-1} + b_{22}h_{2t-1} + b_{23}h_{12t-1}$$

$$h_{12t} = c_{31} + a_{31}u_{1t}^2 + a_{32}u_{2t}^2 + a_{33}u_{1t}u_{2t} + b_{31}h_{1t-1} + b_{32}h_{2t-1} + b_{33}h_{12t-1}$$

Bununla birlikte böyle bir modeli tahmin etmek kolay değildir. Çünkü modelde dikkate alınan değişken sayısı arttıkça tahmin edilecek parametre sayısı da buna bağlı olarak artacaktır.

Bu açıdan diagonal VECH modeli tanımlamak ve tahmin etmek daha kolaydır. İki değişkenli diagonal VECH model aşağıdaki gibi yazılır

$$h_{1t} = a_0 + a_1u_{1t-1}^2 + a_2h_{1t-1}$$

$$h_{2t} = \beta_0 + \beta_1u_{2t-1}^2 + \beta_2h_{2t-1}$$

$$h_{12t} = \gamma_0 + \gamma_1u_{1t-1}u_{2t-1} + \gamma_2h_{12t-1}$$

BEKK Model varyans/kovaryans matrisinin (H_t) pozitif tanımlı olabilmesi için parametre matrisi için kuadratik formu kullanır.

VECH ve diagonal VECH model varyans-kovaryans matrisinin pozitif tanımlı olmasını sağlayabilir. Çok değişkenli GARCH modeller için alternatif bir yaklaşım BEKK modelidir.

BEKK model matris şeklinde aşağıdaki gibi yazılır:

$$H_t = W'W + A'H_{t-1}A + B'\Xi_{t-1}\Xi_{t-1}'B$$

Çok değişkenli GARCH modeller için parametre tahmini aşağıdaki ençok benzerlik fonksiyonunun maksimize edilmesiyle elde edilir:

$$l(\theta) = -\frac{TN}{2} \log 2\pi - \frac{1}{2} \sum_{t=1}^T (\log |H_t| + \Xi_t' H_t^{-1} \Xi_t)$$

burada N sistemdeki değişken sayısı, θ tahmin edilecek parametre vektörü ve T gözlem sayıdır.

3.3.3. Dinamik Koşullu Korelasyon

Çalışmada, Engle (2002) tarafından önerilen dinamik koşullu korelasyon (DCC) modeli uygulanmıştır. Engle (2002), DCC'nin belirlenmesinde 2 aşama izlemiştir. İlk aşamada tek değişkenli genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans (Univariate GARCH) modeli kurulur ve modelden elde edilen standardize edilmiş hata terimleri ile koşullu kovaryans matrisi oluşturulur.

$$H_t = D_t R_t D_t$$

H_t koşullu kovaryans matrisini, R_t ($n \times n$) zamanla değişen koşullu korelasyon matrisini ve D_t birinci aşamada GARCH modelinden elde edilen ($n \times n$) zamanla değişen standardize edilmiş hata terimi matrisini temsil etmektedir.

$$D_t = \text{diag}(h_{11t}^{1/2}, \dots, h_{nnt}^{1/2})$$

Denklemden yer alan $h_{i,t}$, GARCH(p,q) modelinden şu şekilde elde edilir:

$$h_{i,t} = \omega_i + \sum_{p=1}^{p_i} a_{ip} \varepsilon_{i,t-p}^2 + \sum_{q=1}^{q_i} \beta_{iq} h_{i,t-q} \quad \forall i = 1, 2$$

$$R_t = \text{diag}(q_{11t}^{-1/2}, \dots, q_{nnt}^{-1/2}) Q_t \text{diag}(q_{11t}^{-1/2}, \dots, q_{nnt}^{-1/2}) \quad (5)$$

Denklemden yer alan $Q_t = (q_{ij,t})$, standardize edilmiş hata terimlerinin (ε_t), ($n \times n$) pozitif tanımlı simetrik matrisini temsil etmektedir:

$$Q_t = (1 - \theta_1 - \theta_2) \bar{Q} + \theta_1 \varepsilon_{t-1} \varepsilon_{t-1}' + \theta_2 Q_{t-1}$$

$\bar{Q} = E(\varepsilon_t \varepsilon_t')$ ise standardize edilmiş hata terimlerinin (ε_t), ($n \times n$) koşulsuz korelasyon matrisini temsil etmektedir.

Çalışmada, zamanla değişen koşullu korelasyon katsayıları (R_t), şu şekilde hesaplanmıştır:

$$p_{ij,t} = \frac{q_{ij,t}}{\sqrt{q_{ii,t} q_{jj,t}}} \quad (7)$$

$i, j = 1, 2, \dots, n$ ve $i \neq j$. Engle (2002)' nin tavsiyesine uyularak iki aşamalı yaklaşım benimsenmiş ve maksimum olabilirlik fonksiyonu (L) şu şekilde hesaplanmıştır:

$$L = \left[-1/2 \sum_{t=1}^T (n \log(2\pi) + \log |D_t|^2 + \varepsilon_t' D_t^{-2} \varepsilon_t) \right] \quad (8)$$

$$+ \left[-1/2 \sum_{t=1}^T (\log |R_t| + \varepsilon_t' R_t^{-1} \varepsilon_t + \varepsilon_t' \varepsilon_t) \right]$$

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

UYGULAMA

4.1. ÇALIŞMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Bu çalışmanın amacı, ilk olarak (i) İslami hisse senedi taramasında finansal oranların paydasında şirket değeri olarak defter değeri ve piyasa değerini kullanmanın oluşturduğu etkinin incelenmesidir. Bu kapsamda Türkiye hisse senedi piyasasında yer alan şirketler, finansal oranların paydasında defter değeri ve 3 farklı piyasa değeri kullanılarak İslami hisse senedi taramasına tabii tutulmuş ve 4 adet İslami hisse senedi endeksi oluşturulmuştur. Bu çalışma, bu doğrultuda Türkiye hisse senedi piyasasını konu edinen ve endeks oluşturan ilk çalışmalardan birisidir. İkinci olarak (ii), şirket değerinin belirlenmesinde şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörlerle göre bazı durumlarda defter değeri bazı durumlarda da piyasa değeri kullanımının daha doğru olacağı varsayımı altında yeni model geliştirmektir. Bu kapsamda şirket değeri, ihtiyatlılık ve liberal yaklaşımları benimsenerek söz konusu şirketin faaliyet gösterdiği sektöre göre defter değeri ve 3 farklı piyasa değerinden birisi kullanılarak iki yeni İslami hisse senedi endeksi oluşturulmuştur. Bu çalışma, bu kapsamda da ilk çalışma olma özelliklerine sahiptir. Üçüncü olarak (iii), İslami hisse senedi piyasalarının konvansiyonel piyasalardan ayrıştığına dair hipotezi test etmektir. Bu doğrultuda, oluşturulan dört farklı İslami hisse senedi endeksi ve önerilen iki yeni İslami hisse senedi endeksi ile Borsa İstanbul konvansiyonel hisse senedi piyasasını temsilen BİST100 endeksi arasındaki dinamik ilişki, çok değişkenli genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans (MV-GARCH) modeli yardımıyla elde edilen dinamik koşullu korelasyon (DCC) katsayıları karşılaştırılarak incelenmiştir.

4.2.İSLAMİ HİSSE SENEDİ TARAMASI

İslami hisse senedi taraması, ilk aşama sektörel tarama, ikinci aşama da finansal oran taraması olacak şekilde iki aşamadan oluşmaktadır. Bu çalışmada AAOIFI'nın İslami hisse senedi tarama metodolojisi baz alınmıştır.

Söz konusu metodoloji aynı zamanda TKBB (Türkiye Katılım Bankaları Birliği) sponsorluğunda BİST tarafından hesaplanan katılım endeksleri (KATLM) tarafından da kullanılmaktadır.

4.2.1. Sektörel Tarama Sonuçları

BİST tüm endeksinde (XUTUM) yer alan 330 şirket çalışmaya dahil edilmiştir. Söz konusu şirketlerin sektörel dağılımı Tablo 4.1.'de yer almaktadır. Sektörel dağılımda BİST'in sektör dağılımı esas alınmıştır. Tablo 4.1.'den de görüleceği üzere 330 şirket 40 farklı sektöre ayrılmıştır.

Sektörel tarama esnasında, ana faaliyet konusu faize dayalı finans, ticaret, hizmet, aracılık (bankacılık, sigorta, finansal kiralama, faktoring ve diğer faize dayalı faaliyet alanlarını kapsar), alkollü içecek, kumar, şans oyunu, domuz eti ve benzer gıda, basın, yayın, reklam, turizm, eğlence, tütün mamulleri, silah, vadeli altın, gümüş ve döviz ticareti faaliyetlerinden biri veya birkaçından oluşan şirketler elenmiştir. Şirketlerin ana faaliyet konularının tespitinde şirketlerin ana sözleşmeleri esas alınmıştır. Sektörel tarama neticesinde elenen şirket sayısı ve sektörel dağılımı da Tablo 4.1.'de yer almaktadır. Buna göre,

- Aracı Kurumlar, Gelişen İşletmeler, Mali,
- Aracı Kurumlar, Mali
- Leasing/Factoring, Mali
- Mali, Sigorta
- Otel/Lokanta, Ticaret
- Savunma, Teknoloji
- Sos.Hizmet, Spor Hiz.

sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerin tamamı ana kütleden çıkarılmıştır.

AAOIFI'nın metodolojisini temel almasına rağmen Katılım endekslerinde savunma ve teknoloji alanında faaliyet gösteren Aselsan (ASELS) ve Otokar (OTKAR) şirketlerinin elenmediği ve endeks kapsamında değerlendirildiği görülmüştür. Bu çalışmada silah ve savunmaya sanayisinde faaliyetleri

Tablo 4.1. Sektörel Tarama Sonuçları

Sektör	Kodu	Toplam	Elenen	Kalan
ARACI KURUMLAR, GELİŞEN İŞLETMELER, MALİ	Sektör-1	1	1	0
ARACI KURUMLAR, MALİ	Sektör-2	1	1	0
BANKALAR, MALİ	Sektör-3	13	12	1
BİLİŞİM, TEKNOLOJİ	Sektör-4	15	-	15
DİĞER İMALAT, İMALAT	Sektör-5	2	1	1
ELEK. GAZ BUH., ELEKTRİK	Sektör-6	7	-	7
GAY.MEN.YAT.ORT., MALİ	Sektör-7	31	-	31
GAYRİMENKUL FAAL.	Sektör-8	2	-	2
GELİŞEN İŞLETMELER, GIDA, İMALAT	Sektör-9	1	-	1
GELİŞEN İŞLETMELER, HOLDİNG, MALİ	Sektör-10	1	-	1
GELİŞEN İŞLETMELER, HUKUK VE MUH., MESLEKİ, BİLİM.	Sektör-11	1	-	1
GELİŞEN İŞLETMELER, İMALAT, KİMYA	Sektör-12	3	-	3
GELİŞEN İŞLETMELER, İMALAT, METAL EŞYA	Sektör-13	1	-	1
GELİŞEN İŞLETMELER, ULAŞ.HAB.DEP., ULAŞTIRMA	Sektör-14	1	-	1
GIDA, İMALAT	Sektör-15	21	2	19
GİRİŞİM SERMAYESİ, MALİ	Sektör-16	5	-	5
GÜVEN. VE SORU., İDARİ VE DESTEK HİZ.	Sektör-17	1	-	1
HABERLEŞME, ULAŞ.HAB.DEP.	Sektör-18	2	-	2
HAM. PET. DOĞ., MADENCİLİK	Sektör-19	1	-	1
HOLDİNG, MALİ	Sektör-20	29	1	28
İDARİ VE DESTEK HİZ., SEY. ACEN. TUR.	Sektör-21	1	-	1
İMALAT, KAĞIT ve BASIM	Sektör-22	13	3	10
İMALAT, KİMYA	Sektör-23	24	-	24
İMALAT, METAL ANA	Sektör-24	18	-	18
İMALAT, METAL EŞYA	Sektör-25	28	1	27
İMALAT, MOBİLYA	Sektör-26	2	-	2
İMALAT, TAŞ ve TOPRAK	Sektör-27	27	-	27
İMALAT, TEKSTİL	Sektör-28	15	-	15
İNŞAAT	Sektör-29	9	-	9
KÖMÜR MADEN., MADENCİLİK	Sektör-30	2	-	2
LEASING/FACTORING, MALİ	Sektör-31	6	6	0
MADENCİLİK, METALİK CEVHER	Sektör-32	1	-	1
MALİ, SİGORTA	Sektör-33	6	6	0
OTEL/LOKANTA, TİCARET	Sektör-34	7	7	0
PER.TİCARET, TİCARET	Sektör-35	12	1	11
SAĞLIK, SOS.HİZMET	Sektör-36	2	-	2
SAVUNMA, TEKNOLOJİ	Sektör-37	1	1	0
SOS.HİZMET, SPOR HİZ.	Sektör-38	4	4	0
TİCARET, TOP.TİCARET	Sektör-39	6	-	6
ULAŞ.HAB.DEP., ULAŞTIRMA	Sektör-40	7	-	7
TOPLAM		330	47	283

bulunduklarından ve AAOIFI'nin metodolojisine göre elenmesi gerektiğinden ana kütleden çıkarılmıştır. Bankalar, Mali sektöründe de 13 adet banka yer almaktadır. Esasen finansal kurumların elenmesi gerekirken Albaraka Türk Katılım Bankası (ALBRK), İslami bir banka olduğundan elenmemiş, diğer 12 banka ana kütleden çıkarılmıştır. Gıda, İmalat sektöründe faaliyet gösteren 21 şirketten 2 tanesi elenmiştir. Bunlar, ana faaliyet konusu bira üretim ve satışı olan Anadolu Efes (AEFES) ve T. Tuborg (TBORG) şirketleridir.

Sektörel tarama sonucunda 330 şirketten 47'si, 40 sektörden de 7'si elenmiştir. Geriye 33 sektörden 283 şirket kalmış ve İslami hisse senedi taramasına bu şirketler üzerinden devam edilmiştir.

4.2.2. Yeni Model Önerisi Kapsamında Bölen Değeri

Bu çalışmanın ikinci bölümü olan literatür bölümünde İslami hisse senedi taramasında kullanılan kriter farklılıklarının ve söz konusu farklılıkların piyasalara olan etkisi detaylı bir şekilde ele alınmıştır. İslami hisse senedi taraması işleminde benimsenen kriterler arasındaki en belirgin farklılık, finansal oran taraması esnasında finansal oranların paydasında yer alan şirket değerinin ne olacağı ile ilgilidir. Şirket değeri olarak defter değeri ve piyasa değeri kullanılmaktadır. Endeks sağlayıcıların şer'i danışma kurullarının farklı yaklaşımları ve öne sürdükleri farklı etmenlerle bu iki değerden birisi kullanılmaktadır. Her iki değeri kullanmanın da avantajlı ve dezavantajlı yönleri mevcuttur. Piyasa değerini kullanan sağlayıcılar, firmanın gerçek değerinin piyasa değeri ile ölçülebildiğini savunmaktadır. Dönemsel etkiler ve spekülasyon kaynaklı aşırı fiyat oynaklıklarının üstesinden gelmek amacıyla da ortalama piyasa değerini kullanmaktadırlar. Burada da 12 aylık, 24 aylık ve 36 aylık ortalama piyasa değerlerinin kullanıldığı görülmektedir. Bölen olarak aktif toplamını kullanan sağlayıcılar ise piyasa değerinin spekülasyon ve piyasa riski gibi dış etkenlerden etkilendiği ve şirketin kendi muhasebe sürecinden gelen defter değeri kadar güvenilir olmadığını savunmaktadır. Piyasa değerinin bölen olarak kullanılması durumunda şirketin değeri piyasa tarafından belirlenmiş olacak ve sürekli bir fiyatlama olacaktır. Aktif toplamı ise genellikle çeyreklik veya yıllık dönemlerde yayınlanmaktadır. Sürekli bir fiyatlama aktif toplamı kullanımında gerçekleşmeyecek ve şirket değeri için mali tabloların yayınlanması beklenecektir. Aktif toplamı kullanımının dezavantajlı bir diğer yönü ise kullanılan farklı muhasebe ve maliyetleme yöntemlerinin etkilerini barındırıyor olması. Örneğin fiyatların arttığı

bir dönemde LİFO yöntemini kullanan bir şirketin stoklarının değeri dolayısıyla aktif toplamı FIFO yöntemini kullanan bir şirkete göre daha düşük olacaktır. Böyle bir durumda LİFO yöntemini kullanan bir şirketin borçluluk oranı daha yüksek olacak ve finansal oran taramasında elenmesine neden olabilecektir.

Yapılan akademik çalışmaların çoğunda (Derigs ve Marzban, 2008, 2009; Marzban ve Asutay, 2009; Pok, 2012; Asutay ve Marzban, 2012; Clarke, 2015; Ho, 2015; Zaidi vd., 2015), bu durumun özellikle yatırım kararlarında İslami kaygılar taşıyan yatırımcılarda güven problemi oluşturduğu ve bu nedenle İslami hisse senedi tarama kriterlerinin standardize edilmesi gerektiği üzerinde durulmuştur.

Bu çalışmada da literatürden farklı olarak yeni bir model önerisi getirilmiştir. Şirket değeri olarak şirketlerin tamamına tek bir değer kullanmak yerine şirketin faaliyet gösterdiği sektöre göre olası değerlerden birini kullanmanın daha yararlı olacağı öngörülmüştür. Bu kapsamda, her şirket için faaliyette bulundukları sektöre göre literatürde ve uygulamada benimsenen defter değeri (bundan sonra DD) ve piyasa değerinden (12 aylık ortalama piyasa değeri PD12, 24 aylık ortalama piyasa değeri PD24 ve 36 aylık ortalama piyasa değeri PD36) birisi kullanılmıştır. Yani her sektörün bölen değeri olarak kullanılacak bir şirket değeri tespit edilecek ve o sektörde faaliyet gösteren şirketlerin finansal oran taramasında bölen değeri olarak belirlenen değer kullanılacaktır. Bu işlem, tarama yapılan her analiz dönemi için tekrarlanacaktır. Bir sektör için belirlenen bölen değeri her dönemde farklılık gösterebilecektir.

Sektörlerin bölen değerlerinin belirlenmesinde, iki farklı yaklaşım benimsenmiştir. İlk yaklaşım, ihtiyatlılık yaklaşımı olarak isimlendirilmiştir. Bu yaklaşımda yatırımcının ihtiyatlı davrandığı ve bölen değeri olarak olası dört değerden (DD, PD12, PD24 ve PD36) minimum olanının kullanılmasını tavsiye etmektedir. İhtiyatlılık yaklaşımı, değerlerden minimum olanını ifade etmesi bakımından DMİN olarak kodlanmıştır. İhtiyatlılık yaklaşımında her şirketin DMİN olan değeri belirlenmiş ve sektörler bazında en sık görülen DMİN değeri o sektörde yer alan tüm şirketlerin bölen değeri olarak kullanılmıştır. İkinci yaklaşım ise liberal yaklaşım olarak isimlendirilmiştir. Buna göre bu yaklaşımda bölen değeri olası dört değerden maksimum olanının kullanılmasını tavsiye etmektedir. Liberal yaklaşım, değerlerden maksimum olanını ifade etmesi bakımından DMAX olarak kodlanmıştır. Liberal yaklaşımda her şirketin DMAX olan değeri belirlenmiş ve sektörler bazında en sık görülen DMAX değeri o sektörde yer alan tüm şirketlerin bölen değeri olarak

kullanılmıştır. Bu kapsamda analiz dönemi olan 2008Q1 ile 2018Q2 arasındaki 42 dönemde 33 sektör için bölen değeri belirlenmiş ve finansal oran taramasında söz konusu bölen değerler esas alınmıştır. Dört farklı bölen değerinden herhangi birisinde eksik gözlemi bulunan şirket, o dönemdeki analize dahil edilmemiştir.

Tablo 4.2.'de 2018Q2 dönemindeki liberal yaklaşım sonucunda belirlenen maksimum bölen değerinin sektörel dağılımı verilmiştir. Tablo 4.2.'ye göre Sektör-4'te 15 şirketin 9'un maksimum değer DD bulunduğundan 2018Q2 döneminde 15 şirketin tamamı için finansal oran taramasında bölen değeri olarak DD kullanılmıştır. 2018Q2 döneminde maksimum bölen değeri DD ve PD12 olmuş, PD24 ve PD36 hiçbir sektör için bölen değeri olarak kullanılmamıştır. Genel olarak bakıldığında toplam 283 şirketin 203'ünde maksimum bölen değeri DD olmuş, 59 şirketin PD12, 5 şirketin PD24 ve 12 şirketin PD36 olmuştur. Sektör-26 incelendiğinde 2 şirketin birisinde maksimum bölen değeri DD iken diğerinde PD12 olmuştur. Benzer durum Sektör-26'da da görülmektedir. Bu çalışmada KATLM endeksi kuralları benimsendiğinden ve KATLM endeks metodolojisinde bölen değeri piyasa değeri (PD12) kabul edildiğinden sözü edilen durumlarda piyasa değeri kullanılmıştır. Zaten bir şirket için PD12 olan maksimum bölen değeri, diğer şirket için de uygulanmıştır. Tablo 4.2.'de 4 şirketin herhangi bir bölen değerinde eksik gözlem bulunduğundan analize dahil edilmediği anlaşılmaktadır.

Tablo 4.3.'te 2018Q2 dönemindeki ihtiyatlılık yaklaşımı sonucunda belirlenen minimum bölen değerinin sektörel dağılımı verilmiştir. Tablo 4.3.'e göre toplamda 283 şirketin 179'unda minimum bölen PD36 olmuş, 47'sinde DD, 29'unda PD12 ve 24'ünde PD24 olmuştur. Sektör-8 ve sektör-36'da ikişer şirket bulunmakta ve her ki sektörde de birer şirkette minimum bölen DD iken diğerinde PD36 olmuştur. DMAK endeksinde olduğu gibi burada da bu durumdaki sektörlerin bölen değeri piyasa değeri olarak belirlenmiştir. Tablo 4.2.'ye göre DMAK endeksinde 33 sektörün 23'ü için maksimum bölen değeri DD, 10'u için bölen değeri PD12 olmuştur. Tablo 4.3.'e göre ise 33 sektörün 23'ünde PD36, 5'inde DD, 4'ünde PD24 ve 1'inde PD12 minimum bölen değeri olmuştur.

Tablo 4.2. 2018Q2 Dönemindeki Liberal Yaklaşım Sonucunda Belirlenen Maksimum Bölen Değeri Sektörel Dağılımı

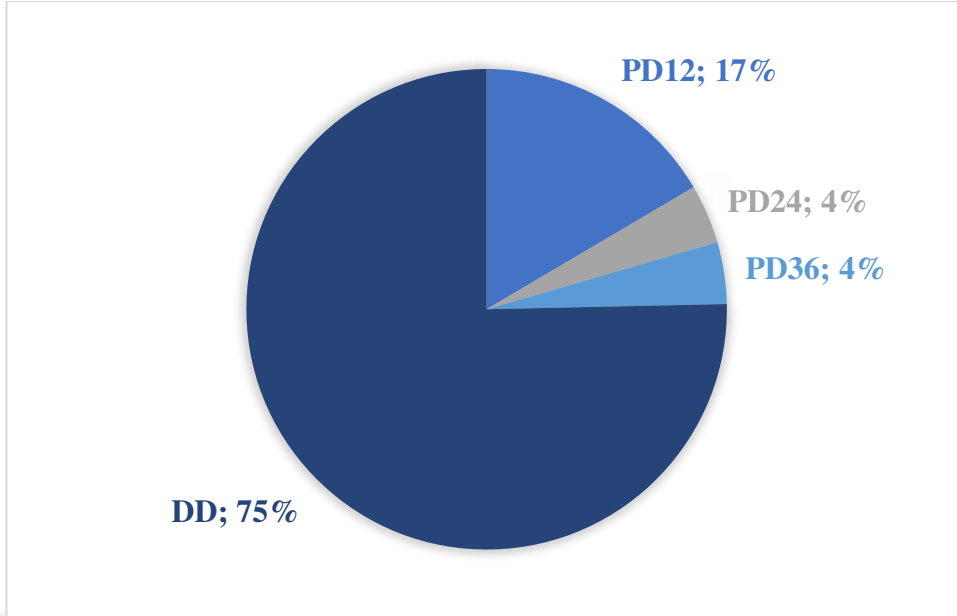
	Şirket Sayısı	DD	PD12	PD24	PD36	Sonuç
Sektör-3	1	1	0	0	0	DD
Sektör-4	15	9	6	0	0	DD
Sektör-5	1	1	0	0	0	DD
Sektör-6	7	6	1	0	0	DD
Sektör-7	31	26	3	1	0	DD
Sektör-8	2	0	2	0	0	PD12
Sektör-9	1	0	1	0	0	PD12
Sektör-10	1	1	0	0	0	DD
Sektör-11	1	0	1	0	0	PD12
Sektör-12	3	0	3	0	0	PD12
Sektör-13	1	1	0	0	0	DD
Sektör-14	1	0	1	0	0	PD12
Sektör-15	19	15	2	0	2	DD
Sektör-16	5	3	0	0	2	DD
Sektör-17	1	0	1	0	0	PD12
Sektör-18	2	2	0	0	0	DD
Sektör-19	1	1	0	0	0	DD
Sektör-20	28	25	3	0	0	DD
Sektör-21	1	0	1	0	0	PD12
Sektör-22	10	7	2	1	0	DD
Sektör-23	24	17	5	0	1	DD
Sektör-24	18	17	1	0	0	DD
Sektör-25	27	15	9	2	1	DD
Sektör-26	2	1	1	0	0	PD12
Sektör-27	27	17	4	1	5	DD
Sektör-28	15	13	2	0	0	DD
Sektör-29	9	7	2	0	0	DD
Sektör-30	2	0	2	0	0	PD12
Sektör-32	1	1	0	0	0	DD
Sektör-35	11	5	4	0	1	DD
Sektör-36	2	1	1	0	0	PD12
Sektör-39	6	6	0	0	0	DD
Sektör-40	7	5	1	0	0	DD
TOPLAM	283	203	59	5	12	

Tablo 4.3. 2018Q2 Dönemindeki İhtiyatlılık Yaklaşımı Sonucunda Belirlenen Minimum Bölen Değeri Sektörel Dağılımı

	Şirket Sayısı	DD	PD12	PD24	PD36	Sonuç
Sektör-3	1	0	0	1	0	PD24
Sektör-4	15	5	2	0	8	PD36
Sektör-5	1	0	0	1	0	PD24
Sektör-6	7	1	1	1	4	PD36
Sektör-7	31	2	6	1	21	PD36
Sektör-8	2	1	0	0	1	PD36
Sektör-9	1	0	0	0	1	PD36
Sektör-10	1	0	0	0	1	PD36
Sektör-11	1	1	0	0	0	DD
Sektör-12	3	2	0	0	1	DD
Sektör-13	1	0	1	0	0	PD12
Sektör-14	1	1	0	0	0	DD
Sektör-15	19	2	3	3	11	PD36
Sektör-16	5	1	1	1	2	PD36
Sektör-17	1	0	0	0	1	PD36
Sektör-18	2	0	0	1	1	PD24
Sektör-19	1	0	0	0	1	PD36
Sektör-20	28	1	1	4	22	PD36
Sektör-21	1	1	0	0	0	DD
Sektör-22	10	1	0	0	9	PD36
Sektör-23	24	1	4	2	16	PD36
Sektör-24	18	0	1	1	16	PD36
Sektör-25	27	8	2	0	17	PD36
Sektör-26	2	0	0	0	2	PD36
Sektör-27	27	10	3	1	13	PD36
Sektör-28	15	1	0	2	12	PD36
Sektör-29	9	1	1	1	6	PD36
Sektör-30	2	0	0	1	1	PD24
Sektör-32	1	0	0	0	1	PD36
Sektör-35	11	5	2	2	1	DD
Sektör-36	2	1	0	0	1	PD36
Sektör-39	6	0	1	0	5	PD36
Sektör-40	7	1	0	1	4	PD36
TOPLAM	283	47	29	24	179	

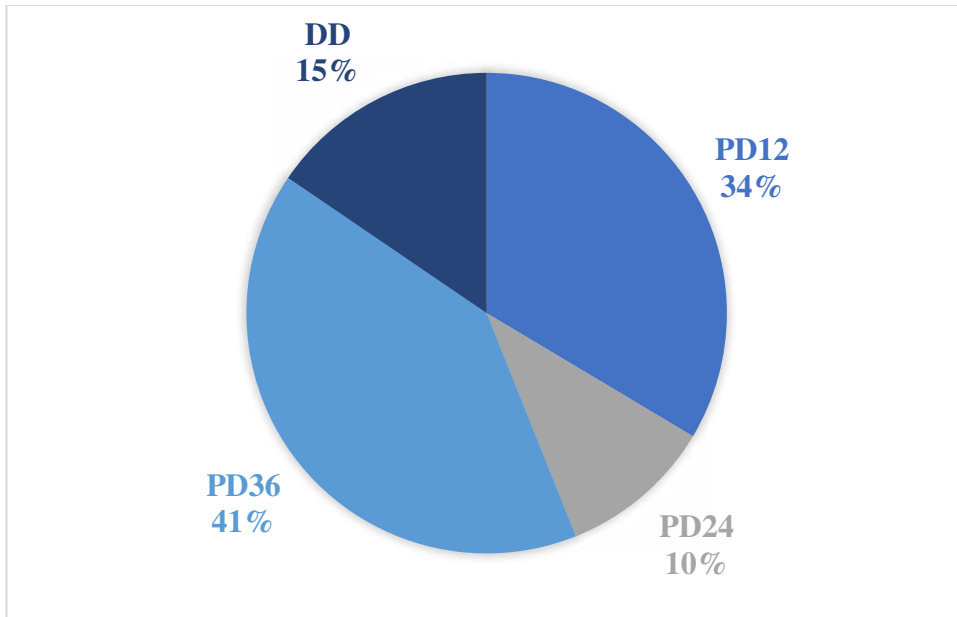
Tablo 4.2. ve Tablo 4.3.'te yer alan bulgular 2018Q2 dönemi için elde edilen bulgulara aittir. DMAK ve DMİN endeksleri için 2018Q2 döneminde uygulanan yöntem, analiz dönemi olan 2008Q1-2018Q2 arasındaki 42 döneme de uygulanmıştır. Tablo 4.4.'te maksimum bölen dönem dağılımı, Tablo 4.5.'te de minimum bölen dönem dağılımı yer almaktadır. Yine Tablo 4.6. ve Tablo 4.7.'de de aynı bulguların sektörel dağılımı şeklinde raporlaştırılmıştır. DMAK endeksi için tüm dönem ve sektörlerin dağılımına (33 sektör x 42 dönem= 1386 bölen değeri) bakıldığında, hangi değer en çok kullanıldığı Şekil 4.1.' de pasta grafiği yardımıyla gösterilmiştir. Şekil 4.1.'e göre DMAK endeksinde sektör ve dönem itibarıyla tüm analiz döneminde şirketlerin %75'inde DD, %17'sinde PD12, %4'ünde PD24 ve yine %4'ünde PD36 bölen değeri olarak kullanılmıştır. Bu durum BİST tüm endeksi kapsamındaki 283 şirketin analiz dönemi boyunca defter değerinin piyasa değerine göre daha büyük olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla şirketlerin ortalama PP/DD değerinin 1'in altında olduğunu göstermektedir.

S&P'de yer alan şirketlere yapılan İslami hisse senedi taraması sonucunda bölen değeri olarak DD kullanıldığında PD'ye göre daha çok şirketin elendiği tespit edilmiştir (Derigs ve Marzban, 2008). Bu bulgu ABD hisse senedi piyasasında ortalama PD/DD değerinin Türkiye'nin aksine 1'in üzerinde olduğu anlamını taşımaktadır. Marzban ve Asutay (2009), GCC ülkeleri için benzer araştırmayı yapmış ve GCC ülkelerinde PD12 böleninde PD36 bölenine göre daha fazla şirketin elendiğini tespit etmişlerdir. Asutay ve Marzban (2012), ABD ve Japonya piyasaları için İslami hisse senedi taraması yapmışlardır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre ABD hisse senedi piyasasında Derigs ve Marzban (2008)'nın bulgularıyla örtüşecek şekilde PD, DD'den büyük, Japonya hisse senedi piyasasında da DD, PD'den büyüktür. Söz edilen çalışmalar ve bu çalışmadan elde edilen bulgular göz önünde bulundurulduğunda, ABD ve GCC ülkelerinde PD, Japonya ve Türkiye'de ise DD'nin daha büyük olduğu anlaşılmaktadır. Bu durum, bölen değeri için kullanılacak evrensel bir finansal oran takımının, bölen değerinin piyasaların kendine has dinamiklerini göz ardı etmesi sonucunu doğurması muhtemeldir. Dolayısıyla bu çalışmada önerilen modelin söz konusu dinamikleri de kendi içinde değerlendirdiğinde bu soruna da çözüm olacağı öngörülmektedir.



Şekil 4.1. Maksimum Bölen Dağılımı

DMİN endeksi için tüm dönem ve sektörlerin dağılımına (33 sektör x 42 dönem= 1386 bölen değeri) bakıldığında, hangi değerin en çok kullanıldığı Şekil 4.2.'de pasta grafiği yardımıyla gösterilmiştir. Şekil 4.2.'ye göre DMİN endeksinde sektör ve dönem itibariyle tüm analiz döneminde şirketlerin %41'inde PD36, %34'ünde PD12, %15'inde DD ve %10'unda PD24 bölen değeri olarak kullanılmıştır. Bu durum şirketlerin minimum değerlerinin piyasa değeri (%85) olduğu görülmektedir. Şekil 4.2.'de görülen durum Şekil 4.1.'deki şirketlerin defter değerlerinin piyasa değerlerinden daha yüksek olması durumunu pekiştirmiştir.



Şekil 4.2. Minimum Bölen Dağılımı

Tablo 4.4. Sektör Bazında Maksimum Bölen Dönem Dağılımı

	PD12	PD24	PD36	DD	Eksik	TOPLAM
2008Q1	4	2	1	17	9	33
2008Q2	5	0	2	17	9	33
2008Q3	4	0	3	17	9	33
2008Q4	2	1	1	20	9	33
2009Q1	1	2	1	20	9	33
2009Q2	0	3	1	20	9	33
2009Q3	0	3	2	19	9	33
2009Q4	2	0	2	20	9	33
2010Q1	5	0	1	18	9	33
2010Q2	6	0	0	18	9	33
2010Q3	5	0	0	19	9	33
2010Q4	8	0	0	16	9	33
2011Q1	6	1	0	18	8	33
2011Q2	7	1	0	17	8	33
2011Q3	6	0	0	19	8	33
2011Q4	6	1	0	19	7	33
2012Q1	4	2	0	19	8	33
2012Q2	6	1	0	21	5	33
2012Q3	8	1	0	20	4	33
2012Q4	8	1	0	22	2	33
2013Q1	8	0	0	20	5	33
2013Q2	9	1	0	21	2	33
2013Q3	7	2	0	20	4	33
2013Q4	7	2	0	22	2	33
2014Q1	5	2	0	20	6	33
2014Q2	6	3	1	22	1	33
2014Q3	3	2	0	22	6	33
2014Q4	5	4	1	22	1	33
2015Q1	3	2	1	22	5	33
2015Q2	5	1	3	23	1	33
2015Q3	4	1	2	22	4	33
2015Q4	4	1	4	23	1	33
2016Q1	1	1	4	21	6	33
2016Q2	3	1	4	24	1	33
2016Q3	1	0	4	22	6	33
2016Q4	2	1	4	25	1	33
2017Q1	1	0	4	22	6	33
2017Q2	1	2	1	28	1	33
2017Q3	2	1	0	24	6	33
2017Q4	6	0	1	25	1	33
2018Q1	5	0	0	22	6	33
2018Q2	10	0	0	23	0	33
TOPLAM	191	46	48	871	230	1386

Tablo 4.5. Sektör Bazında Minimum Bölen Dönem Dağılımı

	PD12	PD24	PD36	DD	Eksik	TOPLAM
2008Q1	4	2	13	5	9	33
2008Q2	6	3	11	4	9	33
2008Q3	11	2	6	5	9	33
2008Q4	19	1	3	1	9	33
2009Q1	23	0	0	1	9	33
2009Q2	23	0	0	1	9	33
2009Q3	22	0	1	1	9	33
2009Q4	15	6	2	1	9	33
2010Q1	0	20	3	1	9	33
2010Q2	1	18	4	1	9	33
2010Q3	0	15	8	1	9	33
2010Q4	1	1	20	2	9	33
2011Q1	2	0	21	2	8	33
2011Q2	0	0	22	3	8	33
2011Q3	1	0	22	2	8	33
2011Q4	2	0	21	3	7	33
2012Q1	5	0	17	3	8	33
2012Q2	8	0	13	7	5	33
2012Q3	10	0	11	8	4	33
2012Q4	13	0	8	10	2	33
2013Q1	8	2	11	7	5	33
2013Q2	9	3	9	10	2	33
2013Q3	10	3	8	8	4	33
2013Q4	12	1	9	9	2	33
2014Q1	12	0	10	5	6	33
2014Q2	16	1	8	7	1	33
2014Q3	13	1	7	6	6	33
2014Q4	11	1	9	11	1	33
2015Q1	8	2	11	7	5	33
2015Q2	6	6	11	9	1	33
2015Q3	8	2	13	6	4	33
2015Q4	10	3	13	6	1	33
2016Q1	13	0	11	3	6	33
2016Q2	17	0	11	4	1	33
2016Q3	16	1	9	1	6	33
2016Q4	20	1	9	2	1	33
2017Q1	13	1	13	0	6	33
2017Q2	8	6	14	4	1	33
2017Q3	7	3	15	2	6	33
2017Q4	2	6	21	3	1	33
2018Q1	2	5	18	2	6	33
2018Q2	1	4	23	5	0	33
TOPLAM	388	120	469	179	230	1386

Tablo 4.6. Dönem Bazında Maksimum Bölen Sektörel Dağılımı

	PD12	PD24	PD36	DD	Eksik	TOPLAM
Sektör-3	0	0	0	42	0	42
Sektör-4	0	0	0	42	0	42
Sektör-5	10	2	1	29	0	42
Sektör-6	0	0	0	42	0	42
Sektör-7	0	0	0	42	0	42
Sektör-8	24	9	9	0	0	42
Sektör-9	5	3	0	6	28	42
Sektör-10	3	2	0	7	30	42
Sektör-11	13	3	1	0	25	42
Sektör-12	8	1	0	1	32	42
Sektör-13	0	0	0	1	41	42
Sektör-14	2	0	0	14	26	42
Sektör-15	0	0	0	42	0	42
Sektör-16	5	3	7	27	0	42
Sektör-17	10	4	6	4	18	42
Sektör-18	30	3	0	9	0	42
Sektör-19	0	0	0	42	0	42
Sektör-20	0	0	0	42	0	42
Sektör-21	7	4	1	12	18	42
Sektör-22	0	0	0	42	0	42
Sektör-23	0	0	0	42	0	42
Sektör-24	0	0	0	42	0	42
Sektör-25	0	0	0	42	0	42
Sektör-26	12	4	0	26	0	42
Sektör-27	5	1	1	35	0	42
Sektör-28	0	0	0	42	0	42
Sektör-29	8	3	2	29	0	42
Sektör-30	20	3	13	6	0	42
Sektör-32	3	0	0	39	0	42
Sektör-35	23	1	7	11	0	42
Sektör-36	3	0	0	27	12	42
Sektör-39	0	0	0	42	0	42
Sektör-40	0	0	0	42	0	42
TOPLAM	191	46	48	871	230	1386

Tablo 4.7. Dönem Bazında Minimum Bölen Sektörel Dağılımı

	PD12	PD24	PD36	DD	Eksik	TOPLAM
Sektör-3	22	8	12	0	0	42
Sektör-4	15	4	22	1	0	42
Sektör-5	9	3	23	7	0	42
Sektör-6	14	11	17	0	0	42
Sektör-7	17	3	22	0	0	42
Sektör-8	6	3	12	21	0	42
Sektör-9	6	2	2	4	28	42
Sektör-10	5	2	2	3	30	42
Sektör-11	0	0	0	17	25	42
Sektör-12	1	0	0	9	32	42
Sektör-13	1	0	0	0	41	42
Sektör-14	10	1	4	1	26	42
Sektör-15	16	3	23	0	0	42
Sektör-16	15	4	20	3	0	42
Sektör-17	8	1	2	13	18	42
Sektör-18	7	4	0	31	0	42
Sektör-19	14	2	26	0	0	42
Sektör-20	10	3	29	0	0	42
Sektör-21	8	4	5	7	18	42
Sektör-22	26	3	13	0	0	42
Sektör-23	7	3	31	1	0	42
Sektör-24	9	4	29	0	0	42
Sektör-25	6	4	32	0	0	42
Sektör-26	15	9	18	0	0	42
Sektör-27	7	3	17	15	0	42
Sektör-28	20	4	18	0	0	42
Sektör-29	25	4	12	1	0	42
Sektör-30	10	4	9	19	0	42
Sektör-32	15	5	21	1	0	42
Sektör-35	15	3	0	24	0	42
Sektör-36	13	4	12	1	12	42
Sektör-39	17	5	20	0	0	42
Sektör-40	19	7	16	0	0	42
TOPLAM	388	120	469	179	230	1386

4.2.3. Finansal Oran Taraması Sonuçları

Sektörel tarama ve yeni model önerisi kapsamında DMAK ve DMİN bölen değerleri oluşturulduktan sonra finansal oran taraması aşamasına geçilmiştir. Bu aşamada şirketlerden uygunsuz gelir oranı (%5), faiz getirili menkul kıymet oranı (%30) ve borçluluk oranı (%30) için belirlenmiş eşik değerleri aşmayan şirketler tespit edilmiştir. Kıyaslama yapmak amacıyla öncelikle DD, PD12, PD24 ve PD36 bölen değerleri ile tarama yapılmış, devamında ise bölen değerleri DMAK ve DMİN yöntemi ile belirlenmiş şekilde altı farklı finansal oran tarama metodolojisi uygulanmıştır. Finansal oran taraması sonucunda elde kalan şirketler, tüm şartları sağlamış olduğundan şer'i olarak yatırım yapılabilir şirketler olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 4.8.'de tüm dönemler itibariyle şer'i olarak yatırım yapılabilir şirket sayılarının sektörlere göre dağılımı verilmiştir. Örneğin sektör-3'te 1 şirket yer almakta ve bu şirket 42 dönemin tamamında da kriterleri sağlamış ve şer'i olarak yatırım yapılabilir (bundan sonra helal) şirket olarak değerlendirilmektedir.

Pay aynı kalmak kaydıyla bölen değeri olarak küçük bir değer almak, elde edilecek finansal oranın büyümesi anlamına gelmekte ve bu da eşik değerlerin aşılması sonucunu doğurabilmektedir. Bu durum Tablo 4.8'de rahatlıkla fark edilmektedir. Örneğin sektör-6'da yer alan 7 şirketin bölen değeri olarak DD ve DMAK kullanıldığında 42 dönemin sadece 4'ünde helal olarak sınıflandırılmıştır. PD ve DMİN böleninde ise sektördeki 7 şirketin hiçbirisi 42 dönem boyunca helal sınıfına girememiştir.

Sektör-10, 19 ve 32'de birer şirket yer almaktadır ve bu şirketler 42 dönemin hiçbirisinde helal sınıfına girmemiştir. Dolayısıyla sektörel tarama sonucunda 40'tan 33'e düşen sektör sayısı, finansal tarama sonucunda 30'a düşmüştür.

Tablo 4.9.'da İslami hisse senedi taramasının dönemlere göre dağılımı yer almaktadır. Tablo 4.9.'a göre 2008Q1 döneminde DMAK ve DD böleninde 63'er şirket, PD12 böleninde 46, PD24 ve PD36 böleninde 45'er, DMİN böleninde ise 43 şirket helal olarak sınıflandırılmıştır.

Tablo 4.8. Dönem Bazında Finansal Oran Taraması Sektörel Dağılımı

	Şirket Sayısı	PD12	PD24	PD36	DD	DMAK	DMİN
Sektör-3	1	42	42	42	42	42	42
Sektör-4	15	175	167	165	335	335	161
Sektör-5	1	13	13	13	16	18	10
Sektör-6	7	0	0	0	4	4	0
Sektör-7	31	155	150	151	256	256	147
Sektör-8	2	14	14	14	14	14	14
Sektör-9	1	7	7	7	5	3	3
Sektör-10	1	0	0	0	0	0	0
Sektör-11	1	24	24	24	9	16	8
Sektör-12	3	42	41	41	32	23	21
Sektör-13	1	2	2	2	4	1	1
Sektör-14	1	11	8	8	4	5	1
Sektör-15	19	296	296	295	355	355	289
Sektör-16	5	48	48	47	67	64	47
Sektör-17	1	24	24	24	27	24	24
Sektör-18	2	31	29	27	17	32	16
Sektör-19	1	0	0	0	0	0	0
Sektör-20	28	81	75	63	209	209	68
Sektör-21	1	3	3	3	10	6	3
Sektör-22	10	144	139	140	205	205	135
Sektör-23	24	301	305	296	423	423	287
Sektör-24	18	131	114	106	262	262	100
Sektör-25	27	318	308	295	375	375	290
Sektör-26	2	33	33	33	41	39	32
Sektör-27	27	482	479	479	507	507	492
Sektör-28	15	66	60	60	139	139	60
Sektör-29	9	77	76	78	96	93	77
Sektör-30	2	12	10	9	9	13	8
Sektör-32	1	0	0	0	0	0	0
Sektör-35	11	216	206	197	245	221	238
Sektör-36	2	2	2	2	23	24	1
Sektör-39	6	80	74	74	133	133	74
Sektör-40	7	12	11	7	25	25	9
TOPLAM	283	2842	2760	2702	3889	3866	2658

Tablo 4.9. Finansal Oran Taraması Dönem Dağılımı

	PD12	PD24	PD36	DD	DMAK	DMİN
2008Q1	46	45	45	63	63	43
2008Q2	44	43	42	62	62	42
2008Q3	48	45	47	63	63	47
2008Q4	30	33	33	55	55	30
2009Q1	27	31	31	47	47	27
2009Q2	24	29	31	48	48	24
2009Q3	23	26	27	44	44	23
2009Q4	35	39	42	76	74	34
2010Q1	51	48	51	70	70	47
2010Q2	59	53	54	75	75	52
2010Q3	59	52	52	75	74	51
2010Q4	62	54	52	99	92	57
2011Q1	66	61	59	86	85	59
2011Q2	62	59	52	80	80	54
2011Q3	60	54	48	70	70	50
2011Q4	54	51	46	88	83	47
2012Q1	52	51	50	76	73	52
2012Q2	67	68	67	97	94	67
2012Q3	80	81	79	104	104	78
2012Q4	86	86	85	130	128	84
2013Q1	97	90	88	129	131	89
2013Q2	89	85	82	124	126	88
2013Q3	86	85	86	115	116	84
2013Q4	78	77	76	119	116	80
2014Q1	78	78	77	109	107	78
2014Q2	76	82	79	110	110	75
2014Q3	81	82	80	108	108	77
2014Q4	79	80	80	112	113	83
2015Q1	79	78	78	102	104	75
2015Q2	83	79	79	105	105	81
2015Q3	83	78	78	108	111	73
2015Q4	75	73	75	103	104	74
2016Q1	76	75	73	101	101	67
2016Q2	84	84	82	107	107	82
2016Q3	80	78	77	96	95	72
2016Q4	82	80	76	104	102	77
2017Q1	80	78	73	96	95	68
2017Q2	78	75	73	103	102	74
2017Q3	86	81	77	98	98	73
2017Q4	83	75	72	113	113	74
2018Q1	85	76	72	107	106	69
2018Q2	89	82	76	112	112	77
Toplam	2842	2760	2702	3889	3866	2658

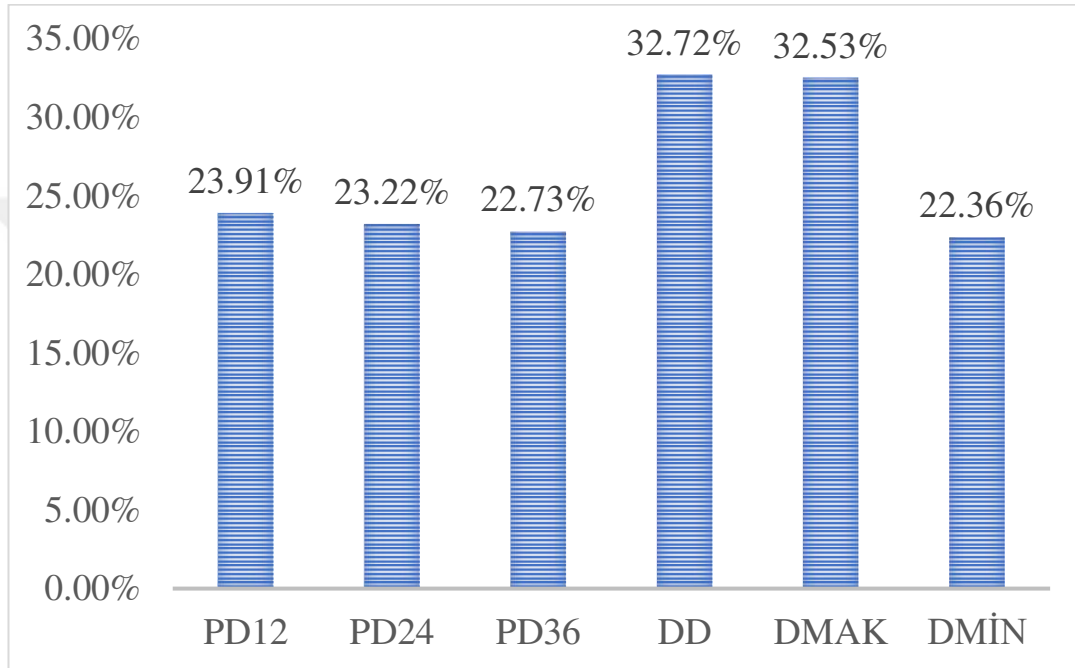
Tablo 4.8. ve Tablo 4.9.'a göre toplam helal sınıfında yer alan şirket sayıları incelendiğinde DMİN böleni ile en az şirket sayısına sahip portföy oluşturulduğu, en yüksek şirket sayısına sahip helal portföyün ise DMAK yerine DD böleninden elde edildiği görülmüştür. DMAK ile DD arasındaki fark sadece 3'tür. DMAK'ın en fazla şirkete sahip portföy olamamasının, başka bir deyişle aradaki farka neden olan 3 şirketin, sektörlerde eşit sayıda şirketin maksimum böleni DD ile PD olduğu durumlarda bölen değerinin PD'den yana kullanılması olmuştur. Bunun nedeni ise daha önce belirtildiği üzere Türkiye'de KATLM endeks metodolojisinde bölen olarak PD'nin kullanılıyor olmasıdır.

Tablo 4.10.'da 2018Q2 döneminde farklı bölen değerleri ile elde edilen helal ve haram olarak sınıflandırılan şirket sayıları verilmiştir. Tablo 4.10.'dan da görüleceği üzere 2018Q2 dönemin en benzer portföylere DD ve DMAK portföyleri olmuştur. DMAK ve DD portföylerinde 112'şer şirket helal olarak sınıflandırılmakta ve her iki portföyde de aynı 111 şirket yer almaktadır. DD'nin helal olarak, DMAK'ın haram olarak sınıflandırdığı 1 şirket, DMAK'ın helal, DD'nin haram olarak sınıflandırdığı 1 şirket yer almaktadır. En farklı portföyler de beklenildiği üzere DMAK ve DMİN portföyleri olmuştur. DMAK'ın helal olarak sınıflandırdığı 39 şirket, DMİN tarafından haram olarak sınıflandırılmıştır.

Tablo 4.10. Bölen Bazında Finansal Oran Taraması (2018Q2)

Toplam=283		DD		PD12		PD24		PD36		DMAK		DMİN	
		✓	☒	✓	☒	✓	☒	✓	☒	✓	☒	✓	☒
DD	✓	112	-										
	☒	-	171										
PD12	✓	83	6	89	-								
	☒	29	165	-	194								
PD24	✓	77	5	82	0	82	-						
	☒	35	166	7	194	-	201						
PD36	✓	71	5	76	0	76	0	76	-				
	☒	41	166	13	194	6	201	-	207				
DMAK	✓	111	1	84	28	77	35	71	41	112	-		
	☒	1	170	5	166	5	166	5	166	-	171		
DMİN	✓	73	4	75	2	75	2	75	2	73	4	77	-
	☒	39	167	14	192	7	199	1	205	39	167	-	206

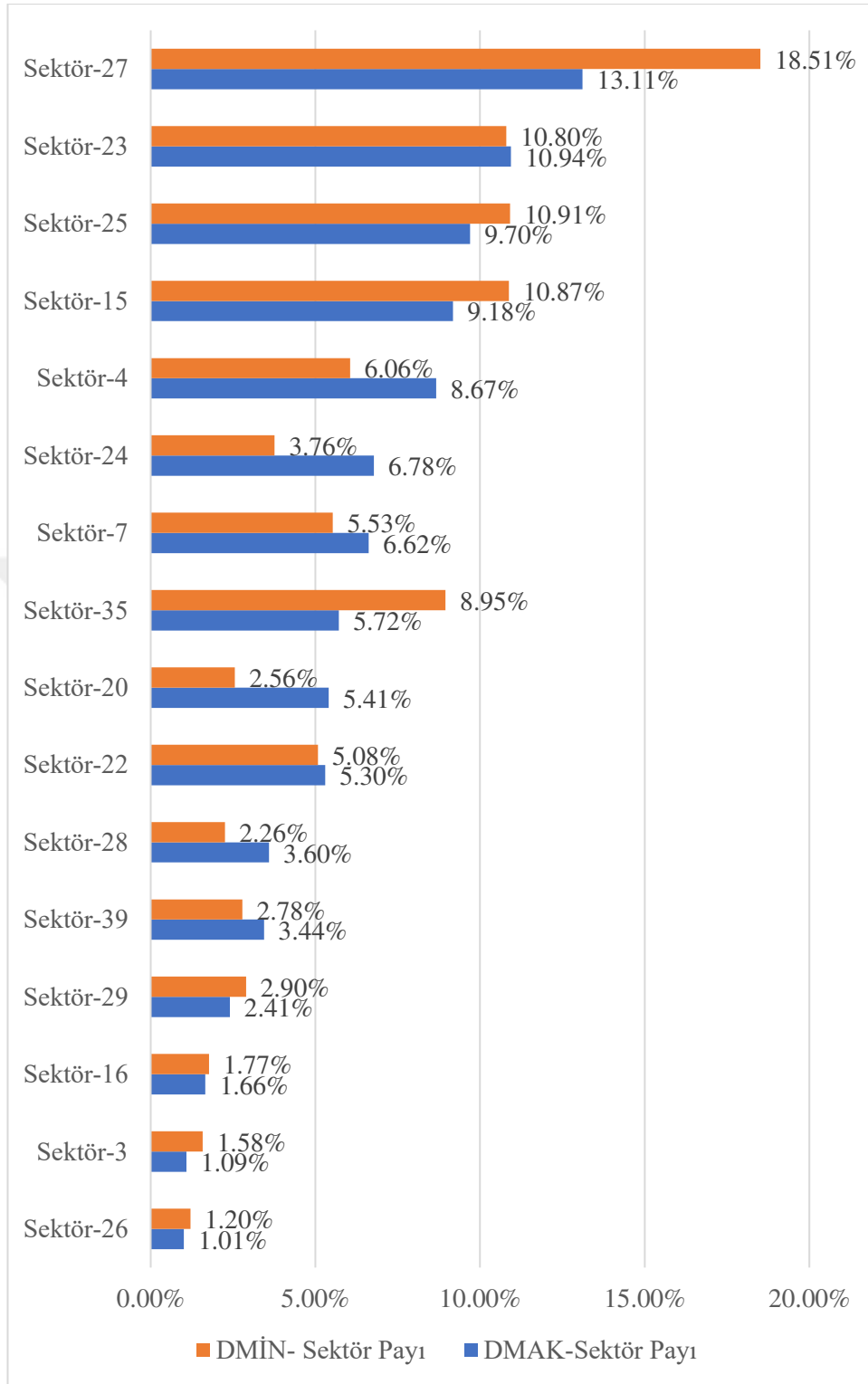
Sektörel tarama sonucunda elde kalan 283 şirketin 42 dönemde de helal olarak sınıflandırılması durumunda $283 \times 42 = 11886$ şirket sayısı elde edileceği ve uygunluk oranının %100 olacağı varsayıldığında hangi portföyün ne oranda bir uygunluğa sahip olacağı hesaplanmış ve bulgular Şekil 4.3.'te grafik yardımıyla gösterilmiştir. Şekil 4.3.'e göre beklenildiği üzere en yüksek oran DD ve DMAK portföylerine, en düşük oran ise DMİN portföyüne aittir.



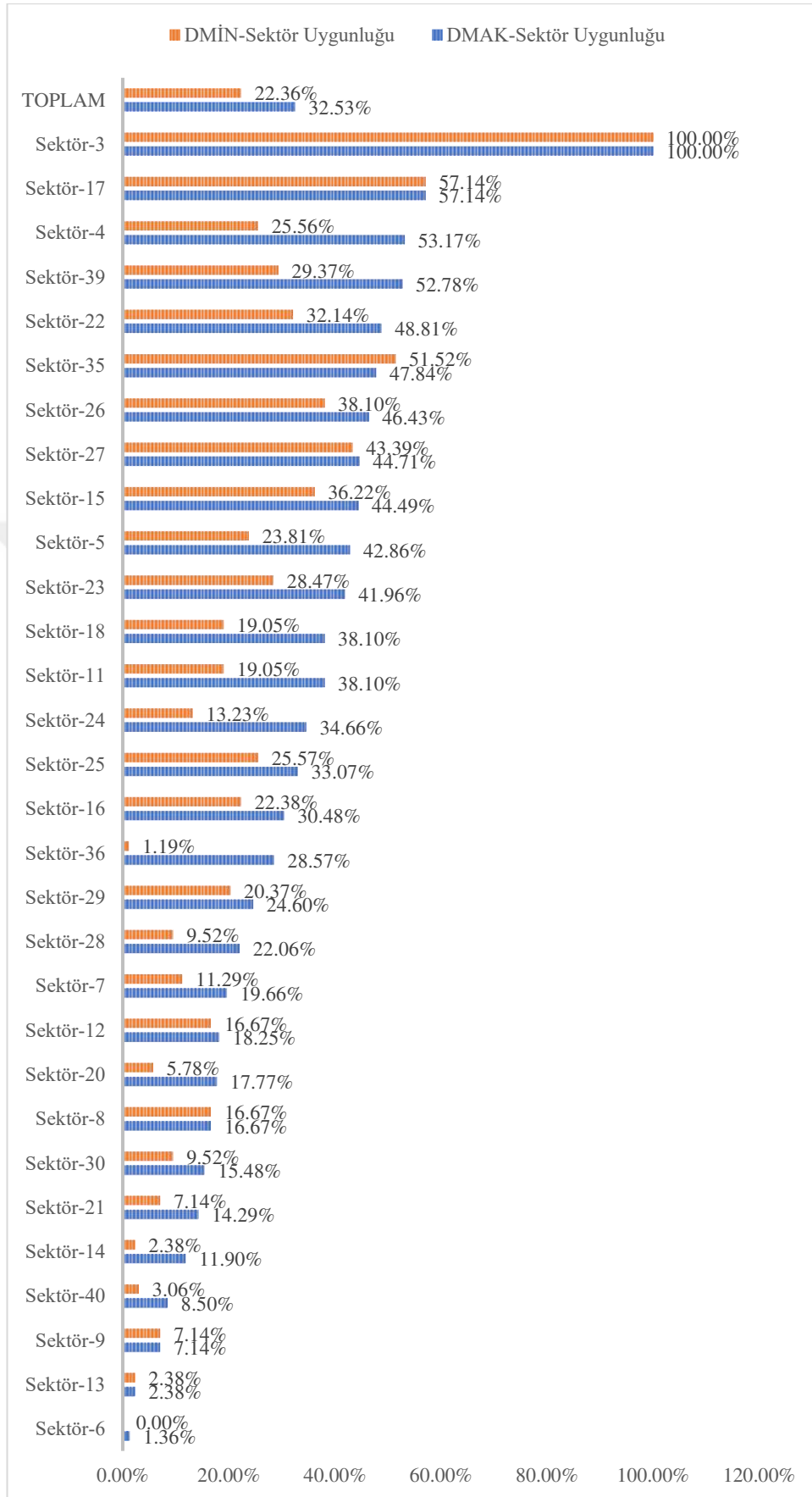
Şekil 4.3. Bölen Bazında Şer'i Uygunluk Dağılımı

Şekil 4.4. DMAK ve DMİN portföylerinde yer alan şirketlerin sektörel dağılımı gösterilmiştir. Şekil 4.4.'te ağırlığı %1'in altında olan sektörler gösterilmemiştir. Her iki portföyde de en yüksek pay sektör-27'ye aittir. Devamında her iki portföyde de sektör-23, 25 ve 15 yer almaktadır. Sektör-4, 24, 7, 20, 22, 28 ve 39'un ağırlığı DMAK içerisinde daha yüksektir. DMAK'ın daha homojen olduğu söylenebilir.

Şekil 4.5.'te de sektörlerin şer'i uygunluk oranı grafik halinde verilmiştir. Sektör-3'te sadece ALBRK yer almakta ve her dönemde helal olarak sınıflandırıldığından %100 oranında uygunluğa sahiptir. Devamında da sektör-17 her iki portföy kapsamında da %50'den fazla şer'i uygunluk oranına sahiptir. Diğer sektörlerin dağılımına bakıldığında da yine DMAK portföyünün homojenliği göze çarpmaktadır.



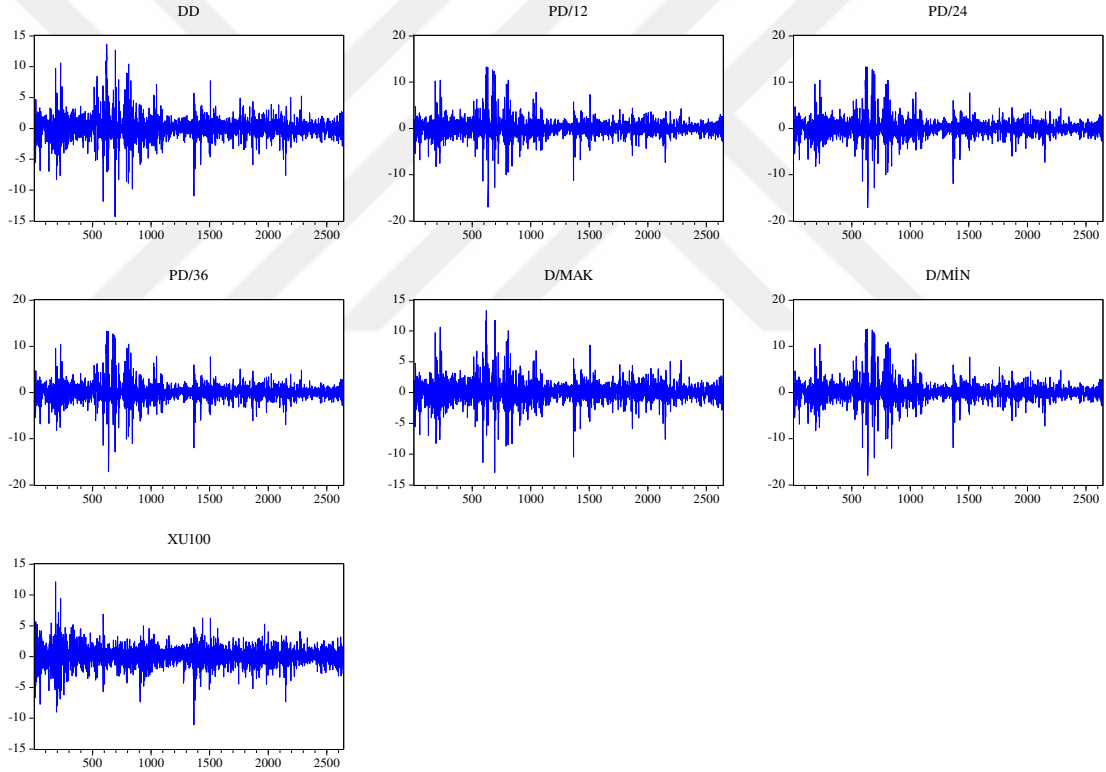
Şekil 4.4. DMAK ve DMİN Portföylerinde Sektörel Dağılım



Şekil 4.5. DMAK ve DMİN Portföylerinde Sektörlerin Uygunluk Payı

4.2.4. Endeks Uygulama Sonuçları

İslami hisse senedi taraması neticesinde elde kalan şirketlerden İslami hisse senedi endeksleri oluşturulmuştur. Çalışmada DD, PD12, PD24, PD36, DMAK ve DMİN İslami fiyat endeksleri günlük frekansta oluşturulmuştur. Analiz dönemi 2008Q1-2018Q2 olduğundan, günlük frekans serileri 02.01.2008-29.06.2018 tarihlerini kapsamaktadır. Elde edilen fiyat endekslerinden getiri endeksleri oluşturulmuştur. Serilere ait logaritmik getiriler $r_t = \ln(P_t / P_{t-1}) \times 100$ formülü yardımıyla hesaplanmıştır. Getiri serileri ise 03.01.2008-29.06.2018 tarihleri arasında 2642 günlük getiriden oluşmaktadır. Şekil 4.6.'da getiri serilerinin grafiksel gösterimi yer almaktadır. Şekil 4.6.'da yatay ekseninde gün sayıları, dikey ekseninde ise serilere ait getiri değerleri yer almaktadır.



Şekil 4.6. İslami Hisse Senedi Endekslerine Ait Getiri Serilerinin Grafiksel Gösterimi

Şekil 4.6.'da volatilité kümelenmelerinin olduğu görülmektedir. Serilerin tamamında da 2008 ve 2010 yıllarının son ayları ile 2013 yılının ortalarında volatilité kümelenmelerinin olduğu görülmektedir.

4.3. EKONOMETRİK UYGULAMA

İslami hisse senedi taramasında finansal oranlar için kullanılan farklı bölen değerinin neden olduğu farklılıklar incelenmiştir. Bu kısımda da İslami hisse senedi

piyasalarının konvansiyonel piyasalardan ayrıştığına dair ayrışma hipotezi (decoupling hypothesis) test edilecektir. Türkiye konvansiyonel hisse senedi piyasasını temsilen BİST100 (XU100) endeksi kullanılmıştır. Ayrışma hipotezinin sınanmasında çalışmadan elde edilen DD, PD12, PD24, PD36, DMAK ve DMİN İslami hisse senedi endeksleri kullanılmıştır. Böylelikle konvansiyonel piyasalarla olan ilişkisine göre de söz konusu İslami endekslerin karşılaştırılması olanaklı hale gelmiş olacaktır.

Ayrışma hipotezinin sınanmasında çok değişkenli genelleştirilmiş otoregresif değişen varyans (MV-GARCH) modelinden elde edilen dinamik koşullu korelasyon katsayıları (DCC) kullanılmıştır. Analizlerden önce getiri serilerine ait tanımlayıcı istatistikler hesaplanmış ve Tablo 4.11.'de gösterilmiştir. Tablo 4.11'e göre ortalama getiri anlamında İslami endekslerin getirisi BİST100 getirisine göre daha yüksektir. Ancak tarihsel volatilité olarak standart sapma değerlerine göre İslami endekslerin daha yüksek volatilitéye sahip olduğu görülmektedir. Çarpıklık, basıklık değerleri ve Jarque-Bera test istatistiklerinin olasılık değerlerine bakıldığında tüm endekslerde normal dağılımın olduğuna dair temel hipotezin reddedildiği görülmektedir. Tablo 4.11.'e göre tüm endekslerde ARCH etkisinin olduğu görülmektedir. Getiri serilerinde ve getiri serilerinin karesinde otokorelasyon olduğu Ljung-Box otokorelasyon test sonuçlarından anlaşılmaktadır. Çalışmada 3 farklı birim kök testi yapılmış ve testler sonucunda tüm getiri serilerinin durağan olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 4.12'de çalışmada kullanılan getiri serilerine ait korelasyon matrisi yer almaktadır. Korelasyon katsayılarının tamamı istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlıdır. İslami endekslerin kendi aralarındaki korelasyon ilişkisi pozitif yönlü ve %90 seviyesinin üstündedir. İslami endeksler arasındaki en düşük korelasyon katsayısı DMAK ve DMİN arasında ve %90.45 seviyesinde olmuştur. En yüksek ilişki ise PD12 ile PD24 endeksleri arasında ve %99.45 seviyesinde olmuştur. Konvansiyonel endeksler ile İslami endeksler arasındaki korelasyon ilişkisi de istatistiksel olarak anlamlı, pozitif yönlü ve ortalama %50 seviyesindedir. Koşulsuz korelasyon katsayıları dikkate alındığında konvansiyonel piyasalarla en çok ayrışan İslami endeks DMİN endeksi olmuştur. En benzer İslami endeks ise DMAK endeksi olmuştur.

Tablo 4.11. Getiri Serilerine Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	DD	PD12	PD24	PD36	DMAK	DMİN	XU100
Ortalama	0.0848	0.0712	0.0693	0.0645	0.0805	0.0718	0.0215
Std. Sap.	1.9287	2.0445	2.0575	2.0856	1.8373	2.1751	1.6235
Minimum	-14.3190	-17.0120	-17.1210	-17.0840	-12.9600	-17.8850	-11.0640
Maksimum	13.6590	13.2780	13.2850	13.2840	13.2830	13.7580	12.1270
Çarpıklık	0.3253	0.2040	0.1828	0.1394	0.3191	0.1677	-0.2639
Basıklık	10.3340	12.7710	12.6660	12.3050	9.8143	12.9110	4.6126
Jarque-Bera	11804 [0.0000]	17972 [0.0000]	17676 [0.0000]	16677 [0.0000]	10648 [0.0000]	18361 [0.0000]	2372.8 [0.0000]
ARCH(5)	249.82 [0.0000]	438.71 [0.0000]	435.21 [0.0000]	417.75 [0.0000]	237.30 [0.0000]	428.27 [0.0000]	49.118 [0.0000]
Q(20)	72.0658 [0.0000]	129.967 [0.0000]	128.674 [0.0000]	128.932 [0.0000]	65.2285 [0.0000]	138.634 [0.0000]	31.5821 [0.0479]
Qs(20)	2073.32 [0.0000]	3965.77 [0.0000]	3924.57 [0.0000]	3773.56 [0.0000]	2022.80 [0.0000]	3756.60 [0.0000]	997.468 [0.0000]
ADF	-45.2604***	-43.2898***	-43.4295***	-43.3711***	-45.8190***	-43.0292***	-50.1124***
PP	-45.3465***	-42.9721***	-43.1574***	-43.1941***	-45.8885***	-43.0292***	-50.1136***
KPSS	0.1273***	0.0899***	0.1008***	0.0656***	0.1135***	0.0805***	0.0844***

Not: Jarque-Bera normallik testini, köşeli parantez [] içerisindeki değerler sıfır hipotezlerin reddine dair olasılık değerlerini, ARCH(5) LM koşullu varyans testini, Q(20) ve Qs(20) sırasıyla getiri serileri ve getiri serilerinin kareleri için Ljung-Box otokorelasyon testini ifade etmektedir.

***, %1 anlamlılık düzeyinde serilerin durağanlığını temsil etmektedir.

Tablo 4.12. Getiri Serilerine Ait Korelasyon Katsayıları

	DD	PD12	PD24	PD36	DMAK	DMIN	XU100
DD	1						
PD12	0.9067***	1					
PD24	0.9082***	0.9964***	1				
PD36	0.9122***	0.9909***	0.9945***	1			
DMAK	0.9955***	0.9081***	0.9089***	0.9098***	1		
DMIN	0.9119***	0.9884***	0.9893***	0.9950***	0.9045***	1	
XU100	0.5776***	0.5480***	0.5493***	0.5388***	0.6048***	0.5105***	1

***, %1 önem düzeyinde anlamlı korelasyon katsayısını ifade etmektedir.

Çalışmada çok değişkenli GARCH modelleri kurulamadan önce serilerin ortalaması ve varyansı modellenmiştir. Bu kapsamda ortalama denkleminde eklenecek optimal AR ve MA süreçleri belirlenmiştir. Optimal AR ve MA süreçleri, maksimum değer 3 alınarak en küçük Akaike bilgi kriterini sağlayan AR-MA seçilerek belirlenmiştir. Tablo 4.13.'de serilere ait AR ve MA süreçleri gösterilmiştir.

Tablo 4.13. Serilere Ait AR ve MA Süreçleri

	AR	MA
DD	2	3
PD12	3	2
PD24	3	3
PD36	3	2
DMAK	2	3
DMIN	3	2
XU100	2	2

Tablo 4.14.'te GARCH model sonuçları yer almaktadır. Ortalama denkleminde optimum AR ve MA süreçleri eklenmiştir. Varyans denklemlerinde ARCH ve GARCH katsayılarının %1 düzeyinde anlamlı oldukları görülmektedir. Modellerde hata terimleri normal dağılıma uygunluk göstermediğinden katsayılarının anlamlılığı Student's t dağılımı ile belirlenmiştir. Modellerin tamamında Student's t dağılım katsayısının %1 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir.

Tablo 4.14. GARCH Model Sonuçları

	DD	PD12	PD24	PD36	DMAK	DMİN	XU100
<u>Ortalama Denklemleri</u>							
μ	0.0834***	0.0781***	0.0790***	0.0757***	0.0862***	0.0733***	0.0862***
ρ_1	-0.2329***	-0.2800***	-1.0186**	-0.4035***	-0.2441***	-0.3888***	0.4424***
ρ_2	-0.8111***	-0.8458***	-1.0685***	-0.8053***	-0.8153***	-0.8089***	-0.9925***
ρ_3		-0.0010	-0.6286	-0.0271		-0.0243	
δ_1	0.2373***	0.2830***	1.0289**	0.4002***	0.2506***	0.3848***	-0.4438***
δ_2	0.7798***	0.8099***	1.0403***	0.7645***	0.7816***	0.7688***	0.9948***
δ_3	0.0015		0.6100		0.0005		
<u>Varyans Denklemleri</u>							
ω	0.2853***	0.3162***	0.3406***	0.3383***	0.2620***	0.3405***	0.0367***
α	0.3054***	0.3494***	0.3539***	0.3466***	0.2810***	0.3682***	0.0605***
β	0.6428***	0.5942***	0.5851***	0.5951***	0.6617***	0.5885***	0.9253***
ν	3.9995***	4.1881***	4.1797***	4.1302***	4.0475***	3.9958***	6.3032***
Log-L	-4643.00	-4640.03	-4675.07	-4706.37	-4576.87	-4736.67	-4695.12

Not: μ ve ω sabit katsayısını, ρ_1 , ρ_2 ve ρ_3 sırasıyla AR1, AR2 ve AR3 katsayılarını, δ_1 , δ_2 ve δ_3 sırasıyla MA1, MA2 ve MA3 katsayılarını, α ARCH katsayısını, β GARCH katsayısını ve ν ise Student's t dağılım katsayısını temsil etmektedir.

*, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde anlamlılığı temsil etmektedir.

Tablo 4.15.'te MV-GARCH sonuçları gösterilmiştir. İslami endeksler BİST100 endeksi ile modellenmiştir. Yine modellerde hata terimlerinin normal dağılıma uygun olmadığı görülmüş ve Student's t dağılımı, katsayıların anlamlılığında esas alınmıştır. Modellerde Student's t katsayısı da dahil olmak üzere tüm katsayıların %1 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir.

Tablo 4.15. MV-GARCH Model Sonuçları

	ψ	α	β	ν	Log-L
DD	0.6848***	0.0423***	0.9368***	5.1316***	8461.24
PD12	0.6927***	0.0420***	0.9391***	5.4015***	8438.56
PD24	0.6903***	0.0407***	0.9418***	5.4370***	8467.30
PD36	0.6822***	0.0413***	0.9415***	5.3313***	8534.16
DMAK	0.6931***	0.0429***	0.9348***	5.1727***	8366.32
DMİN	0.6721***	0.0412***	0.9429***	5.2293***	8606.66

*** istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlılığı temsil etmektedir.

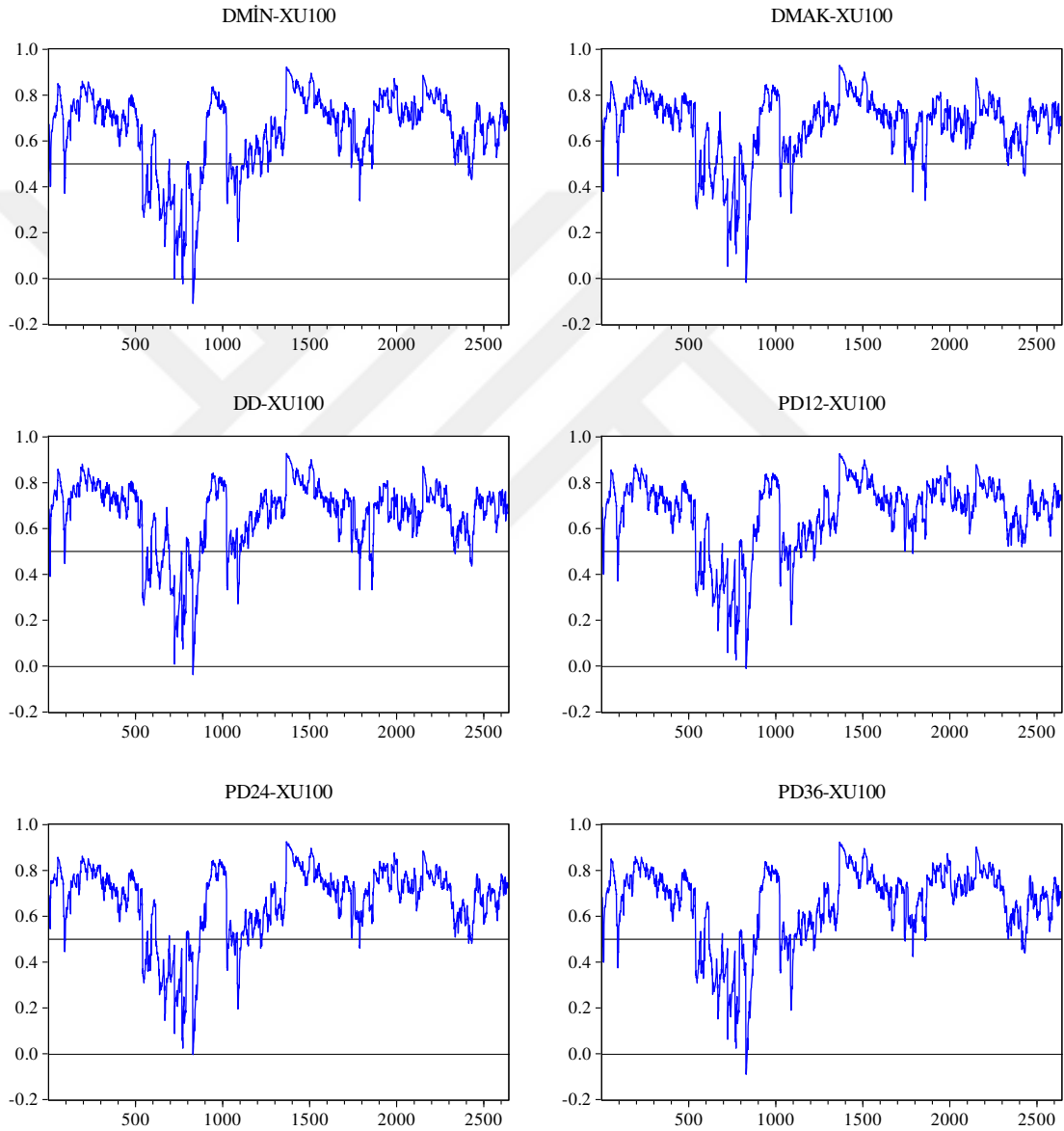
Engle (2002)'nin metodolojisi benimsenerek modellerden dinamik koşullu korelasyon katsayıları elde edilmiştir. Katsayılara ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 4.16.'da gösterilmiştir. Buna göre ortalama korelasyon katsayıları içerisinde en yüksek değer DMAK endeksine aittir. En düşük ortalama korelasyon katsayısı ise DMİN endeksinin olmuştur. Ancak katsayı ortalamalarının tamamı birbirine yakın ve %63.85 ile %66.99 arasında seyretmiştir. Maksimum değerler de birbirine yakın olmuş ancak en yüksek minimum korelasyon katsayısı beklenildiği üzere yine DMİN endeksinde görülmüştür. Koşullu korelasyon katsayılarının yüksek olması, ayrışma hipotezinin geçerli olmadığını göstermektedir.

Tablo 4.16. DCC-MV-GARCH Sonuçları

	Ortalama	Maksimum	Minimum	Standart Sapma
DD-XU100	0.6604	0.9278	-0.0380	0.1497
PD12-XU100	0.6635	0.9266	-0.0111	0.1579
PD24-XU100	0.6629	0.9250	-0.0041	0.1589
PD36-XU100	0.6516	0.9237	-0.0905	0.1656
DMAK-XU100	0.6699	0.9297	-0.0177	0.1423
DMİN-XU100	0.6385	0.9231	-0.1094	0.1740

İslami endeksler ile BİST100 arasındaki dinamik ilişkiyi görmek üzere DCC serileri grafikler halinde Şekil 4.7.'de gösterilmiştir. Şekil 4.7.'e göre DMİN ve PD36'nın BİST100 ile olan DCC serilerinin seyri birbirine benzemektedir. Diğer taraftan DMAK ve DD endekslerinin BİST100 ile olan DCC serilerinin seyri

benzemektedir. Esasen tüm İslami endekslerin BİST100 ile olan DCC serileri, zaman içinde küçük farklılıklar olmakla beraber örtüşmektedir. BİST100 endeksi ile en yüksek ilişki DMAK endeksinde, en düşük ilişki ise DMİN endeksinde gerçekleşmiştir. Şekil 4.7.'ye göre ayrışma hipotezi Şubat 2010- Haziran 2011 tarihleri arasında görülmüş ancak diğer analiz dönemlerinde ayrışma hipotezine dair ciddi bulgular elde edilmemiştir.



Şekil 4.7. İslami Endeksler ile BİST100 DCC Grafiksel Gösterimi

SONUÇ VE TARTIŞMA

İslami finans sistemi, düzenleyici ve denetleyici kurumları, kendine has finansal araçları ve finans kuruluşları ile hem reel sektör hem de finansal sektör itibariyle gelişimini sürdürmektedir. Özellikle 1991 yılında AAOIFI'nin kurulması ve beraberinde şer'i standartların yayımlanmasıyla gelişimi ivme kazanmış oldu. Avrupa, Asya ve Amerika'da İslami finansal sözleşmelerin kullanılmaya başlanmasıyla beraber 2000'li yıllarda küreselleşmiş oldu. 2008 küresel finans krizinin yaşanmasının ardından mevcut finansal sisteme alternatif olup olmayacağı halen tartışılmaktadır. İslami finans sistemi aktif büyüklüğünün önemli bir kısmını halen bankacılık sektörü oluşturmaktadır. Bununla birlikte bankacılık sektörünün yıllar itibariyle toplam sistem içerisindeki payı azalmakta ve sermaye piyasalarına doğru bir kayma görülmektedir. İslami sermaye piyasaları içinde en rağbet gören piyasa halen tahvil (sukuk) piyasasıdır. İslami yatırım fonları ise henüz gelişme aşamasındadır.

İslami sermaye piyasaları içinde değerlendirilen İslami hisse senetleri, İslam hukukuna göre yatırım yapılabilir hisse senetlerini ifade etmektedir. Hangi hisse senetlerinin İslam hukukuna göre uygun olduğunun belirlenmesi ise birtakım tarama faaliyetleri neticesinde ortaya çıkmakta ve bu süreç İslami hisse senedi taraması olarak adlandırılmaktadır. İslami hisse senedi taraması, temel olarak sektörel tarama ve finansal oran taraması şeklinde iki aşamadan oluşmaktadır. Her iki aşamada da şirketlerin şer'i danışma kurulları tarafından belirlenmiş kriterleri sağlayıp sağlamadıkları araştırılmakta ve tüm kriterleri sağlayan şirketlere ait hisse senetleri İslami hisse senedi olarak kabul edilmektedir. Söz konusu hisselerden İslami hisse senedi endeksleri ve İslami yatırım fonları oluşturulabilmektedir.

Uygulamada, uluslararası derecelendirme kuruluşları ve özel finansal kuruluşlar tarafından İslami hisse senedi endeksleri hesaplanmakta ve bu kapsamda İslami portföyler oluşturulmaktadır. Söz konusu endeks sağlayıcıların genellikle kendilerine ait şer'i danışma kurulları bulunmaktadır. Bu kurullar, tarama kriterlerini

belirlemektedirler. Bu kurum ve kuruluşların benimsemiş oldukları İslami hisse senedi tarama kriterleri arasında ciddi farklılıklar olduğu görülmektedir. Sektörel tarama aşamasında endeks metodolojileri arasında küçük farklılıklar bulunmakta, önemli denebilecek farklılıklar finansal oran taraması aşamasında ortaya çıkmaktadır. Bazı finansal oran gruplarının metodolojiye dahil edilip edilmemesi, oranlar için belirlenen eşik değerlerin ne olacağı, finansal oranların pay kısmının muhteviyatı ve en önemlisi de bölen değeri olarak defter değeri ve piyasa değerinin kullanımı gibi farklılıklar yer almaktadır. Literatürde, söz konusu farklılıkları kavramsal olarak inceleyen ve bu farklılıkların portföy risk ve getirisi anlamında etkisini inceleyen az sayıda çalışma yer almaktadır.

Bu çalışmanın amacı ilk olarak (i) İslami hisse senedi taramasında finansal oranların paydasında şirket değeri olarak defter değeri ve piyasa değerini kullanmanın oluşturduğu etkinin incelenmesidir. Bu kapsamda BİST Tüm Endeksinde (XUTUM) yer alan 330 adet şirketin analiz dönemi olan 2008Q1-2018Q2 tarihleri arasındaki 42 çeyreklik döneme ait mali tablo verileri kullanılmıştır. Çalışmada AAOIFI'nin İslami hisse senedi tarama metodolojisi esas alınmıştır. Öncelikle sektörel tarama gerçekleştirilmiş ve 47 adet şirket elenerek geriye kalan 283 şirkete finansal oran taraması yapılmıştır. Finansal oran olarak, uygunsuz gelir oranı, faiz getirili menkul kıymet oranı ve borçluluk oranı kullanılmıştır. AAOIFI metodolojisinde likidite oranı yer almadığından bu oran göz ardı edilmiştir. Uygunsuz gelir oranı için eşik değer %5, faiz getirili menkul kıymet ve borçluluk oranları için eşik değer %30 olarak belirlenmiştir. Faiz getirili menkul kıymet oranı ile borçluluk oranının paydasında şirket değeri yer almaktadır. Şirket değeri olarak uygulamada sıklıkla dört farklı değer kullanılmaktadır. Bunlar, defter değeri, 12, 24 ve 36 aylık ortalama piyasa değeridir. Bu çalışmada da farklı bölen değeri kullanımının etkisi incelendiğinden, söz konusu finansal oranların bölen değeri olarak dört farklı değer kullanılmış ve analiz dönemi boyunca 42 farklı portföy elde edilmiştir. Tarama bulgularına göre bölen değeri olarak defter değeri kullanıldığında portföyde daha fazla şirketin yer aldığı, piyasa değeri kullanımında ise (özellikle 36 aylık ortalama piyasa değeri) daha az şirketin yer aldığı bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıca Türkiye hisse senedi piyasasında analiz dönemi boyunca örnekleme de yer alan şirketlerin defter değerlerinin piyasa değerlerinden daha yüksek olduğu yorumu yapılabilir. Bu çalışma, Türkiye piyasası için İslami hisse senedi tarama kriter farklılıklarının etkisini inceleyen ilk çalışmalardandır.

İkinci olarak (ii), şirket değerinin belirlenmesinde şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörlerle göre bazı durumlarda defter değeri, bazı durumlarda da piyasa değeri kullanımının daha doğru olacağı varsayımı altında yeni model geliştirmektir. Bu kapsamda bölen değeri olan şirket değeri, ihtiyatlılık ve liberal yaklaşımlar benimsenerek söz konusu şirketin faaliyet gösterdiği sektöre göre defter değeri ve üç farklı piyasa değerinden birisi kullanılarak iki yeni İslami hisse senedi endeksi oluşturulmuştur. Çalışmada, sektörel tarama sonucunda geriye kalan 283 şirketin faaliyet gösterdiği 33 sektörün her dönem için sektörel bazda bölen değeri belirlenmiş ve faiz getirili menkul kıymet ve borçluluk oranlarının bölen değeri olarak söz konusu şirketin ait olduğu sektöre ait belirlenmiş bölen değeri kullanılmıştır. İhtiyatlılık yaklaşımında sektörlerin bölen değeri olarak, dört farklı şirket değerinden minimum olanı seçilmiştir. Liberal yaklaşımda ise maksimum şirket değeri bölen değeri olarak kullanılmıştır. Analiz sonucunda, liberal yaklaşımda tüm dönem ve sektör dağılımı içerisinde bölen değeri olarak defter değerinin seçilme oranı %75 olmuştur. İhtiyatlılık yaklaşımında ise defter değeri oranının %15 olduğu ve 36 aylık ortalama piyasa değeri oranının %41, 12 aylık ortalama piyasa değeri oranının %34 ve 24 aylık ortalama piyasa değeri oranının %10 olduğu görülmüştür. Söz konusu iki farklı yaklaşım neticesinde iki farklı portföy daha oluşturulmuştur. Çalışmada toplamda oluşturulan altı farklı portföyde yer alan hisse senetlerinde günlük frekanslı İslami hisse senedi endeksleri oluşturulmuştur. Bu çalışma, bu anlamda da ilk olma özelliğine sahiptir.

Üçüncü olarak (iii), İslami hisse senedi piyasalarının konvansiyonel piyasalardan ayrıştığına dair hipotezi test etmektir. Bu doğrultuda, bu çalışmada oluşturulan altı İslami hisse senedi endeksi ile Borsa İstanbul konvansiyonel hisse senedi piyasasını temsilen BİST100 endeksi arasındaki dinamik ilişki, çok değişkenli genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans (MV-GARCH) modeli yardımıyla elde edilen dinamik koşullu korelasyon (DCC) katsayıları karşılaştırılarak incelenmiştir. Analiz sonucunda BİST100 ile en yüksek koşullu korelasyon katsayısına sahip İslami endeks, liberal yaklaşımı sonucunda elde edilen endeks, en düşük korelasyona sahip endeks ise ihtiyatlılık yaklaşımı sonucunda elde edilen endeks olmuştur. Analiz sonucunda, İslami hisse senedi piyasalarının konvansiyonel piyasalardan ayrıştığına dair ileri sürülen hipotez reddedilmiştir. İslami ve konvansiyonel piyasalar arasındaki dinamik ilişkinin tarihsel seyrini görmek amacıyla, elde edilen dinamik koşullu korelasyon katsayıları grafikler yardımıyla gösterilmiştir.

Dinamik ilişki incelendiğinde, Şubat 2010-Haziran 2011 tarihleri arasında tüm İslami endekslerle BİST100 endeksi arasında ayrışma hipotezinin geçerli olduğu, ancak analiz döneminin diğer kısımlarında geçerli olmadığı görülmüştür. Çalışmada oluşturulan İslami endekslerin BİST100 ile olan dinamik koşullu korelasyon sonuçları incelendiğinde, farklı bölen değeri kullanımının ayrışma hipotezi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Genel olarak çalışmadan elde edilen bulgular, İslami hisse senedi tarama kriterleri arasında ciddi farklılıklar olduğu, bu farklılıkların portföylerin sektörel dağılımında ve portföyde yer alan şirket kompozisyonu üzerinde ciddi farklılıklara yol açtığı ancak söz konusu farklılıkların bütüncül bir yaklaşımla elde edilen endekslerin getiri serileri ile konvansiyonel piyasalar arasındaki ayrışma hipotezinin geçerliliği üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı yönünde olmuştur. Yatırımcılar açısından İslami hisse senetlerinin, portföy çeşitlendirmesi anlamında fırsatlar barındırmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmanın kısıtları arasında sadece Türkiye hisse senedi piyasasının incelenmiş olması, bu kapsamda ülke ve bölge karşılaştırmasını olanaklı kılacak bir veri setinin olmaması söylenebilir. Ayrıca AAOIFI'nın İslami hisse senedi tarama metodolojisinin yanında diğer metodolojilerin kullanılamaması, finansal oranlar için belirlenmiş farklı eşik değerlerin etkisinin incelenmesini olanaksız kılmıştır. Çalışmanın kısıtları ileride yapılacak çalışmalara öneri mahiyeti taşımaktadır.

KAYNAKÇA

AAOIFI. (2018). *Faizsiz Finans Standartları*. İstanbul: AAOIFI, TKBB.

Abbes, M. B. (2012). Risk and Return of Islamic and Conventional Indices. *International Journal of Euro-Mediterranean Studies*, 5(1), 1-23. <https://doi.org/10.1007/s40321-012-0001-9>

Abbes, M. B. ve Trichilli, Y. (2015). Islamic stock markets and potential diversification benefits. *Borsa Istanbul Review*, 15(2), 93-105. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2015.03.001>

Abdul Karim, B., Akila Mohd. Kassim, N., ve Affendy Arip, M. (2010). The subprime crisis and Islamic stock markets integration. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 3(4), 363-371. <https://doi.org/10.1108/17538391011093298>

Abdul Rahim, F., Ahmad, N., ve Ahmad, I. (2009). Information transmission between Islamic stock indices in South East Asia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 2(1), 7-19. <https://doi.org/10.1108/17538390910946230>

Abdul Rahman, A., Azlan Yahya, M., ve Herry Mohd Nasir, M. (2010). Islamic norms for stock screening: A comparison between the Kuala Lumpur Stock Exchange Islamic Index and the Dow Jones Islamic Market Index. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 3(3), 228-240. <https://doi.org/10.1108/17538391011072426>

Abu-Alkheil, A., Khan, W. A., Parikh, B., ve Mohanty, S. K. (2017). Dynamic co-integration and portfolio diversification of Islamic and conventional indices: Global evidence. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 66, 212-224. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.02.005>

Ahmed, H., ve Elsayed, A. H. (2018). Are Islamic and conventional capital markets decoupled? Evidence from stock and bonds/sukuk markets in Malaysia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.04.005>

- Ajmi, A. N., Hammoudeh, S., Nguyen, D. K., ve Sarafrazi, S. (2014). How strong are the causal relationships between Islamic stock markets and conventional financial systems? Evidence from linear and nonlinear tests. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 28, 213-227. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2013.11.004>
- Akhtar, S., ve Jahromi, M. (2017). Impact of the global financial crisis on Islamic and conventional stocks and bonds. *Accounting & Finance*, 57(3), 623-655. <https://doi.org/10.1111/acfi.12136>
- Akkizidis, I., ve Khandelwal, S. K. (2008). *Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance*. London: Palgrave Macmillan UK. <https://doi.org/10.1057/9780230598751>
- Alam, N., Gupta, L., ve Shanmugam, B. (2017). *Islamic finance; a practical perspective* (1st edition). New York, NY: Springer Berlin Heidelberg.
- Alexakis, C., Pappas, V., ve Tsikouras, A. (2017). Hidden cointegration reveals hidden values in Islamic investments. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 46, 70-83. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.08.006>
- Ali, A. (Ed.). (2010). *Islamic finance: instruments and markets*. London: Bloomsbury.
- Ali, S., Shahzad, S. J. H., Raza, N., ve Al-Yahyaee, K. H. (2018). Stock market efficiency: A comparative analysis of Islamic and conventional stock markets. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 503, 139-153. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2018.02.169>
- Al-Khazali, O., Lean, H. H., ve Samet, A. (2014). Do Islamic stock indexes outperform conventional stock indexes? A stochastic dominance approach. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28, 29-46. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2013.09.003>
- Al-Khazali, O., ve Mirzaei, A. (2017). Stock market anomalies, market efficiency and the adaptive market hypothesis: Evidence from Islamic stock indices. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 51, 190-208. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.10.001>
- Álvarez-Díaz, M., Hammoudeh, S., ve Gupta, R. (2014). Detecting predictable non-linear dynamics in Dow Jones Islamic Market and Dow Jones Industrial Average indices using nonparametric regressions. *The North American Journal of Economics and Finance*, 29, 22-35. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2014.05.001>
- Arouri, M. E., Ben Ameer, H., Jawadi, N., Jawadi, F., ve Louhichi, W. (2013). Are Islamic finance innovations enough for investors to escape from a financial downturn? Further evidence from portfolio simulations. *Applied Economics*, 45(24), 3412-3420. <https://doi.org/10.1080/00036846.2012.707776>
- Ashraf, D. (2016). Does Shari'ah Screening Cause Abnormal Returns? Empirical Evidence from Islamic Equity Indices. *Journal of Business Ethics*, 134(2), 209-228. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2422-2>

- Ashraf, D., Felixson, K., Khawaja, M., ve Hussain, S. M. (2017). Do constraints on financial and operating leverage affect the performance of Islamic equity portfolios? *Pacific-Basin Finance Journal*, 42, 171-182. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.02.009>
- Ashraf, D., ve Khawaja, M. (2016). Does the Shariah screening process matter? Evidence from Shariah compliant portfolios. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 132, 77-92. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2016.10.003>
- Ashraf, D., ve Mohammad, N. (2014). Matching perception with the reality—Performance of Islamic equity investments. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28, 175-189. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2013.12.005>
- Askari, H., Iqbal, Z., ve Mirakhor, A. (2015). *Introduction to Islamic economics: Theory and application*. John Wiley & Sons.
- Asutay, M., ve Marzban, S. (2012). The impact of asset-based versus market capitalization-based Shari'ah screening on US and Japanese equities: An empirical analysis.
- Ayub, M. (2007). *Understanding Islamic Finance*. John Wiley & Sons.
- Bacha, O. I., ve Mirakhor, A. (2013). *Islamic capital markets: A comparative approach*. John Wiley & Sons.
- Bahloul, S., Mroua, M., ve Naifar, N. (2017). Further evidence on international Islamic and conventional portfolios diversification under regime switching. *Applied Economics*, 49(39), 3959-3978. <https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1273496>
- Balcilar, M., Jooste, C., Hammoudeh, S., Gupta, R., ve Babalos, V. (2015). Are there long-run diversification gains from the Dow Jones Islamic finance index? *Applied Economics Letters*, 22(12), 945-950. <https://doi.org/10.1080/13504851.2014.990613>
- Bank Islam Malaysia. (1994). *Islamic Banking Practice: From the Practitioner's Perspective*.
- Ben Rejeb, A. (2017). On the volatility spillover between Islamic and conventional stock markets: A quantile regression analysis. *Research in International Business and Finance*, 42, 794-815. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.017>
- Bollerslev, T. (1986). Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity. *Journal of econometrics*, 31(3), 307-327.
- Bollerslev, T. (1987). A conditionally heteroskedastic time series model for speculative prices and rates of return. *The review of economics and statistics*, 542-547.

- Bouoiyour, J., Selmi, R., ve Wohar, M. E. (2018). Are Islamic stock markets efficient? A multifractal detrended fluctuation analysis. *Finance Research Letters*, 26, 100-105. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.12.008>
- Cevik, E. I., ve Bagan, M. F. (2018). Regime-dependent relation between Islamic and conventional financial markets. *Borsa Istanbul Review*, 18(2), 114–121.
- Charfeddine, L., Najah, A., ve Teulon, F. (2016). Socially responsible investing and Islamic funds: New perspectives for portfolio allocation. *Research in International Business and Finance*, 36, 351-361. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.09.031>
- Charles, A., Darné, O., ve Kim, J. H. (2017). Adaptive markets hypothesis for Islamic stock indices: Evidence from Dow Jones size and sector-indices. *International Economics*, 151, 100-112. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2017.05.002>
- Charles, A., Darné, O., ve Pop, A. (2015). Risk and ethical investment: Empirical evidence from Dow Jones Islamic indexes. *Research in International Business and Finance*, 35, 33-56. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.03.003>
- Cheema, M. A., ve Nartea, G. V. (2018). Cross-sectional and time-series momentum returns: are Islamic stocks different? *Applied Economics*, 50(54), 5830-5845. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1488068>
- Chkili, W. (2017). Is gold a hedge or safe haven for Islamic stock market movements? A Markov switching approach. *Journal of Multinational Financial Management*, 42-43, 152-163. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2017.10.001>
- Clarke, K. A. (2015). A critical analysis of Islamic equity funds. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 6(1), 107-121. <https://doi.org/10.1108/JIABR-09-2012-0059>
- Çil Yavuz, N. (2015). *Finansal Ekonometri*. İstanbul: Der Yayınları.
- Derigs, U., ve Marzban, S. (2008). Review and analysis of current Shariah-compliant equity screening practices. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 1(4), 285-303. <https://doi.org/10.1108/17538390810919600>
- Derigs, U., ve Marzban, S. (2009). New strategies and a new paradigm for Shariah-compliant portfolio optimization. *Journal of Banking & Finance*, 33(6), 1166-1176. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.12.011>
- Dewandaru, G., Bacha, O. I., Masih, A. M. M., ve Masih, R. (2015). Risk-return characteristics of Islamic equity indices: Multi-timescales analysis. *Journal of Multinational Financial Management*, 29, 115-138. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2014.11.006>
- Dhai, R. (2015). A comparison of the performance of the FTSE South Africa Islamic Index to the conventional market (JSE) in South Africa. *South African Journal of Accounting Research*, 29(2), 101-114. <https://doi.org/10.1080/10291954.2015.1006481>

- Dickey, D. A., ve Fuller, W. A. (1981). Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1057–1072.
- el Alaoui, A. O., Bacha, O. I., Masih, M., ve Asutay, M. (2016). Shari'ah screening, market risk and contagion: A multi-country analysis. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 132, 93-112. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2016.10.023>
- El Mehdi, I. K., ve Mghaieth, A. (2017). Volatility spillover and hedging strategies between Islamic and conventional stocks in the presence of asymmetry and long memory. *Research in International Business and Finance*, 39, 595-611. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.04.006>
- Engle, R. (2002). Dynamic conditional correlation: A simple class of multivariate generalized autoregressive conditional heteroskedasticity models. *Journal of Business & Economic Statistics*, 20(3), 339–350.
- Engle, R. F. (1982). Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 987–1007.
- Farooq, O., ve Alahkam, A. (2016). Performance of shariah-compliant firms and non-shariah-compliant firms in the MENA region: Which is better? *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 7(4), 268-281. <https://doi.org/10.1108/JIABR-10-2013-0039>
- Ghorbel, A., Abdelhedi, M., ve Boujelbene, Y. (2014). Assessing the Impact of Crude Oil Price and Investor Sentiment on Islamic Indices: Subprime Crisis. *Journal of African Business*, 15(1), 13-24. <https://doi.org/10.1080/15228916.2014.881222>
- Gupta, R., Hammoudeh, S., Simo-Kengne, B. D., ve Sarafrazi, S. (2014). Can the Sharia-based Islamic stock market returns be forecasted using large number of predictors and models? *Applied Financial Economics*, 24(17), 1147-1157. <https://doi.org/10.1080/09603107.2014.924296>
- Guyot, A. (2011). Efficiency and Dynamics of Islamic Investment: Evidence of Geopolitical Effects on Dow Jones Islamic Market Indexes. *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(6), 24-45. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X470602>
- Hammoudeh, S., Kim, W. J., ve Sarafrazi, S. (2016). Sources of Fluctuations in Islamic, U.S., EU, and Asia Equity Markets: The Roles of Economic Uncertainty, Interest Rates, and Stock Indexes. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(5), 1195-1209. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2014.998561>
- Hammoudeh, S., Mensi, W., Reboredo, J. C., ve Nguyen, D. K. (2014). Dynamic dependence of the global Islamic equity index with global conventional equity market indices and risk factors. *Pacific-Basin Finance Journal*, 30, 189-206. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.10.001>

- Hassan, A., ve Mollah, S. (2018). *Islamic Finance: Ethical Underpinnings, Products, and Institutions*. Cham: Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-91295-0>
- Hassan, K., ve Mahlkecht, M. (2011). *Islamic capital markets: products and strategies* (C. 609). John Wiley & Sons.
- Hassan, M. K., Miglietta, F., Paltrinieri, A., ve Floreani, J. (2018). The effects of Shariah board composition on Islamic equity indices' performance. *Business Ethics: A European Review*.
- Hkiri, B., Hammoudeh, S., Aloui, C., ve Yarovaya, L. (2017). Are Islamic indexes a safe haven for investors? An analysis of total, directional and net volatility spillovers between conventional and Islamic indexes and importance of crisis periods. *Pacific-Basin Finance Journal*, 43, 124-150. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.03.001>
- Ho, Catherine S F. (2015). International comparison of Shari'ah compliance screening standards. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 8(2), 222-245. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-07-2014-0065>
- Ho, Catherine Soke Fun, Abd Rahman, N. A., Yusuf, N. H. M., ve Zamzamin, Z. (2014). Performance of global Islamic versus conventional share indices: International evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28, 110-121. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2013.09.002>
- IFSB. (2018). *Islami Financial Services Industry Report 2018*. IFSB.
- Iqbal, Z., ve Mirakhor, A. (2011). *An introduction to Islamic finance: Theory and practice* (C. 687). John Wiley & Sons.
- Jawadi, F., Jawadi, N., ve Cheffou, A. I. (2015). Are Islamic stock markets efficient? A time-series analysis. *Applied Economics*, 47(16), 1686-1697. <https://doi.org/10.1080/00036846.2014.1000535>
- Jawadi, F., Jawadi, N., ve Louhichi, W. (2014). Conventional and Islamic stock price performance: An empirical investigation. *International Economics*, 137, 73-87. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2013.11.002>
- Jebran, K., Chen, S., ve Tauni, M. Z. (2017). Islamic and conventional equity index co-movement and volatility transmission: Evidence from Pakistan. *Future Business Journal*, 3(2), 98-106. <https://doi.org/10.1016/j.fbj.2017.05.001>
- Kenourgios, D., Naifar, N., ve Dimitriou, D. (2016). Islamic financial markets and global crises: Contagion or decoupling? *Economic Modelling*, 57, 36-46. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.04.014>
- Kettell, B. (2011). *Introduction to Islamic banking and finance* (C. 1). John Wiley & Sons.

- Kılıç, Y., ve Buğan, M. F. (2016). Are Islamic Equity Markets “Safe Havens”? Testing the Contagion Effect using DCC-GARCH. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 6(4), 167–176.
- Kok, S., Giorgioni, G., ve Laws, J. (2009). Performance of Shariah-Compliant Indices in London and NY Stock Markets and their potential for diversification. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 2(3/4), 398. <https://doi.org/10.1504/IJMEF.2009.029071>
- Korkmaz, T., ve Çevik, E. İ. (2009). Reel Kesim Güven Endeksi ile İMKB 100 Endeksi arasındaki dinamik nedensellik ilişkisi. *Istanbul University Journal of the School of Business Administration*, 38(1).
- Kwiatkowski, D., Phillips, P. C., Schmidt, P., ve Shin, Y. (1992). Testing the null hypothesis of stationarity against the alternative of a unit root: How sure are we that economic time series have a unit root? *Journal of econometrics*, 54(1-3), 159–178.
- Lone, F. A. (2016). *Islamic Banks and Financial Institutions - A Study of their Objectives and Achievements*. Palgrave Macmillan. Geliş tarihi gönderen [//www.palgrave.com/gp/book/9781137515650](http://www.palgrave.com/gp/book/9781137515650)
- Majdoub, J., ve Ben Sassi, S. (2017). Volatility spillover and hedging effectiveness among China and emerging Asian Islamic equity indexes. *Emerging Markets Review*, 31, 16-31. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.12.003>
- Majdoub, J., ve Mansour, W. (2014). Islamic equity market integration and volatility spillover between emerging and US stock markets. *The North American Journal of Economics and Finance*, 29, 452-470. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2014.06.011>
- Majdoub, J., Mansour, W., ve Jouini, J. (2016). Market integration between conventional and Islamic stock prices. *The North American Journal of Economics and Finance*, 37, 436-457. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2016.03.004>
- Marzban, S., ve Asutay, M. (2009). Questioning the Perceived Vulnerability of Shariah-Compliant Investments. İçinde *Questioning the Perceived Vulnerability of Shariah-Compliant Investments*.
- Mensi, W., Hammoudeh, S., Sensoy, A., ve Yoon, S.-M. (2015). *Dynamic Correlations and Portfolio Diversification between Islamic and Conventional Sector Equity Indexes*.
- Mensi, W., Hammoudeh, S., Sensoy, A., ve Yoon, S.-M. (2017). Analysing dynamic linkages and hedging strategies between Islamic and conventional sector equity indexes. *Applied Economics*, 49(25), 2456-2479. <https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1240349>
- Mensi, W., Tiwari, A. K., ve Yoon, S.-M. (2017). Global financial crisis and weak-form efficiency of Islamic sectoral stock markets: An MF-DFA analysis.

Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications, 471, 135-146.
<https://doi.org/10.1016/j.physa.2016.12.034>

- Muteba Mwamba, J. W., Hammoudeh, S., ve Gupta, R. (2017). Financial tail risks in conventional and Islamic stock markets: A comparative analysis. *Pacific-Basin Finance Journal*, 42, 60-82. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.01.003>
- Nagayev, R., Disli, M., Inghelbrecht, K., ve Ng, A. (2016). On the dynamic links between commodities and Islamic equity. *Energy Economics*, 58, 125-140. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2016.06.011>
- Nazlioglu, S., Hammoudeh, S., ve Gupta, R. (2015). Volatility transmission between Islamic and conventional equity markets: evidence from causality-in-variance test. *Applied Economics*, 1-16. <https://doi.org/10.1080/00036846.2015.1039705>
- Nelson, D. B. (1991). Conditional heteroskedasticity in asset returns: A new approach. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 347-370.
- Ng, S. L., Chin, W. C., ve Chong, L. L. (2017). Multivariate market risk evaluation between Malaysian Islamic stock index and sectoral indices. *Borsa Istanbul Review*, 17(1), 49-61. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.09.002>
- Omar, A., Abduh, M., ve Sukmana, R. (2013). *Fundamentals of Islamic money and capital markets*. John Wiley & Sons.
- Phillips, P. C., ve Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, 75(2), 335-346.
- Pok, W. C. (2012). Analysis of Syariah quantitative screening norms among Malaysia Syariah-compliant stocks. *Investment Management and Financial Innovations*, 9(2), 69-80.
- Rahim, A. M., ve Masih, M. (2016). Portfolio diversification benefits of Islamic investors with their major trading partners: Evidence from Malaysia based on MGARCH-DCC and wavelet approaches. *Economic Modelling*, 54, 425-438. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.12.033>
- Rana, M. E., ve Akhter, W. (2015). Performance of Islamic and conventional stock indices: empirical evidence from an emerging economy. *Financial Innovation*, 1(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-015-0016-3>
- Rizvi, S. A. R., ve Arshad, S. (2018). Understanding time-varying systematic risks in Islamic and conventional sectoral indices. *Economic Modelling*, 70, 561-570. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.10.011>
- Rizvi, S. A. R., Bacha, O. I., ve Mirakhor, A. (2016). *Public Finance and Islamic Capital Markets*. New York: Palgrave Macmillan US. <https://doi.org/10.1057/978-1-137-55342-3>
- Rizvi, S. A. R., Dewandaru, G., Bacha, O. I., ve Masih, M. (2014). An analysis of stock market efficiency: Developed vs Islamic stock markets using MF-DFA.

Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications, 407, 86-99.
<https://doi.org/10.1016/j.physa.2014.03.091>

Saâdaoui, F., Naifar, N., ve Aldohaiman, M. S. (2017). Predictability and co-movement relationships between conventional and Islamic stock market indexes: A multiscale exploration using wavelets. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 482, 552-568.
<https://doi.org/10.1016/j.physa.2017.04.074>

Saiti, B., Bacha, O. I., ve Masih, M. (2014). The diversification benefits from Islamic investment during the financial turmoil: The case for the US-based equity investors. *Borsa Istanbul Review*, 14(4), 196-211.
<https://doi.org/10.1016/j.bir.2014.08.002>

Saiti, B., ve Noordin, N. H. (2018). Does Islamic equity investment provide diversification benefits to conventional investors? Evidence from the multivariate GARCH analysis. *International Journal of Emerging Markets*, 13(1), 267-289. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-03-2017-0081>

Schoon, N. (2016). *Modern Islamic banking: products and processes in practice*. John Wiley & Sons.

Sensoy, A. (2016). Systematic Risk in Conventional and Islamic Equity Markets: Systematic Risk in Equity Markets. *International Review of Finance*, 16(3), 457-466. <https://doi.org/10.1111/irfi.12077>

Sensoy, A., Aras, G., ve Hacıhasanoglu, E. (2015). Predictability dynamics of Islamic and conventional equity markets. *The North American Journal of Economics and Finance*, 31, 222-248. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2014.12.001>

Sevüktekin, M., ve Çınar, M. (2014). *Ekonometrik Zaman Serileri Analizi Eviews Uygulamalı* (4. Baskı). Bursa: Dora.

Shahzad, S. J. H., Ferrer, R., Ballester, L., ve Umar, Z. (2017). Risk transmission between Islamic and conventional stock markets: A return and volatility spillover analysis. *International Review of Financial Analysis*, 52, 9-26.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.04.005>

Shamsuddin, A. (2014). Are Dow Jones Islamic equity indices exposed to interest rate risk? *Economic Modelling*, 39, 273-281.
<https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.03.007>

Shanmugam, B., ve Zahari, Z. R. (2009). *A primer on Islamic finance*. Charlottesville, Va: Research Foundation of CFA Institute.

TKBB Faizsiz Finans Sözlüğü. 30 Eylül 2018, <http://www.tkbb.org.tr/faizsiz-finans-sozlugu>

Trabelsi, N., ve Naifar, N. (2017). Are Islamic stock indexes exposed to systemic risk? Multivariate GARCH estimation of CoVaR. *Research in International Business and Finance*, 42, 727-744.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.013>

- Uddin, G. S., Hernandez, J. A., Shahzad, S. J. H., ve Yoon, S.-M. (2018). Time-varying evidence of efficiency, decoupling, and diversification of conventional and Islamic stocks. *International Review of Financial Analysis*, 56, 167-180. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.01.008>
- Umar, Z. (2017). Islamic vs conventional equities in a strategic asset allocation framework. *Pacific-Basin Finance Journal*, 42, 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.10.006>
- Umar, Z., ve Suleman, T. (2017). Asymmetric Return and Volatility Transmission in Conventional and Islamic Equities. *Risks*, 5(2), 22. <https://doi.org/10.3390/risks5020022>
- Usmani, M. T. (2007). Sukuk and their contemporary applications. İçinde *Translated from the original Arabic by Sheikh Yusuf Talal DeLorenzo, AAOIFI Shari'a Council meeting, Saudi Arabia*.
- Van Hennie, G., ve Zamir, I. (2008). *Risk analysis for Islamic banks*. The World Bank.
- Visser, H. (2009). *Islamic finance: principles and practice*. Cheltenham, UK ; Northampton, MA: Edward Elgar.
- Walkshäusl, C., ve Lobe, S. (2012). Islamic investing. *Review of Financial Economics*, 21(2), 53-62. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2012.03.002>
- Waris, A., Hassan, H., Abbas, S., Mohsin, M., ve Waqar, N. (2018). Sharia Screening Process: A Comparison of Pakistan and Malaysia. *Asian Journal of Multidisciplinary Studies*, 6(5), 13–21.
- World Bank Group. (2016). *Global Report on Islamic Finance 2016: A Catalyst for Shared Prosperity?* Geliş tarihi gönderen <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/25738>
- Yilmaz, M. K., Sensoy, A., Ozturk, K., ve Hacıhasanoglu, E. (2015). Cross-sectoral interactions in Islamic equity markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 32, 1-20. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.12.008>
- Zaidi, S. A. H., Shah, I. H., Umair Ashraf, R., Ghauri, S. M. K., ve Hassan, I. (2015). Standardization of Islamic market indices. *International Journal of Commerce and Management*, 25(2), 240-256. <https://doi.org/10.1108/IJCoMA-04-2013-0037>

ÖZGEÇMİŞ

Mehmet Fatih BUĞAN, 1988 yılında Şanlıurfa’da doğdu. Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü’nden 2012 yılında mezun oldu. 2015 yılı Ocak ayında “Katılım Bankaları ile Konvansiyonel Bankaların Etkinliklerinin VZA ve Malmquist TFV Endeksi ile Karşılaştırılması” isimli tez çalışması ile Gaziantep Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı’nda yüksek lisans eğitimini tamamladı. 2015 yılı Ocak ayında Gaziantep Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı’nda doktora eğitimine başladı. İleri düzeyde İngilizce bilmektedir. 2012 yılı Eylül ayından itibaren Gaziantep Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü’nde Araştırma Görevlisi olarak çalışmaktadır.

VITAE

Mehmet Fatih BUĞAN was born in 1988 in Şanlıurfa. He graduated from Afyon Kocatepe University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Business Administration in 2012. In January 2015, he received his post graduate degree from Department of Business Administration at the Institute of Social Sciences of Gaziantep University with his thesis titled “Comparison of the Activities of Participation Banks and Conventional Banks with the DEA and the Malmquist TFV Index”. He started his PhD in January 2015, in Gaziantep University, Social Sciences Institute, Business Administration Department. He is fluent in English. He has been working as a research assistant in Gaziantep University, Department of Business Administration since September 2012.