

**T. C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**BORSA İSTANBUL KATILIM ENDEKSİNİN
PİYASA FAİZ ORANLARI İLE İLİŞKİSİ VE
PERFORMANSININ ANALİZİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Salih ÜLEV

Enstitü Anabilim Dalı: İslam Ekonomisi ve Finansı

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Mehmet SARAÇ

HAZİRAN – 2016

T. C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

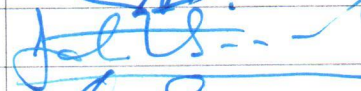
**BORSA İSTANBUL KATILIM ENDEKSİNİN
PİYASA FAİZ ORANLARI İLE İLİŞKİSİ VE
PERFORMANSININ ANALİZİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Salih ÜLEV

Enstitü Anabilim Dalı: İslam Ekonomisi ve Finansı

“Bu tez 02/06/2016 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından Oybirliği/Oyçokluğu ile kabul edilmiştir.”

JÜRİ ÜYESİ	KANAATI	İMZA
Doç. Dr. Mehmet SARAY	BAŞARILI	
Prof. Dr. Fatih SAVAŞAN	BAŞARILI	
Doç. Dr. Fatih GÖRMÜŞ	BAŞARILI	

BEYAN

Bu tezin yazılmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğunu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğunu, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

Salih ÜLEV

02.06.2016



ÖNSÖZ

Bu tezin yazılma aşamasındaki yardımlarından ve göstermiş olduğu anlayıştan dolayı danışman hocam Doç. Dr. Mehmet SARAÇ'a şükranlarımı sunarım.

Yüksek lisans eğitimi boyunca hiçbir zaman yardımlarını esirgemeyen kıymetli hocalarım Prof. Dr. Fatih SAVAŞAN, Doç. Dr. Fatih YARDIMCIOĞLU ve Doç. Dr. Şakir GÖRMÜŞ'e teşekkür eder, saygılar sunarım.

Çalışmanın fikir aşamasındaki katkılarından dolayı kıymetli meslektaşım Arş. Gör. Mücahit ÖZDEMİR'e, ekonometrik analiz kısmındaki yardımlarından ötürü Arş. Gör. Mücahit AYDIN'a ve desteklerinden dolayı Arş. Gör. Uğur UYĞUN'a teşekkürü bir borç bilirim.

Salih ÜLEV

02.06.2016

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	vi
TABLO LİSTESİ	vii
ŞEKİL LİSTESİ	ix
ÖZET	xi
SUMMARY	xii
GİRİŞ	1
BÖLÜM 1: İSLAMİ FİNANSAL PİYASALAR VE ARAÇLARI	5
1.1. Piyasa Kavramı	5
1.2. Finansal Piyasalar	5
1.2.1. Para Piyasaları	6
1.2.2. Sermaye Piyasaları	12
BÖLÜM 2: RİSK PAYLAŞIM MEKANİZMASI AÇISINDAN BORSA VE İKTİSADİ FAYDALARI	26
2.1. Risk Paylaşım Mekanizması Açısından Borsa	26
2.2. Mevcut Borsaların Zayıf Yönleri	28
2.3. Şirket Açısından Hisse Senedi ile Finansmanın Sonuçları	29
2.4. İslami Borsa Anlayışı	30
2.5. Borsaların İktisadi Açısından Önemi	32
2.6. Borsaların İktisadi İşlevleri	33
2.6.1. Likidite Sağlamak	33
2.6.2. Piyasada Tek Fiyat Oluşturmak	34
2.6.3. Güvence Sağlamak	34
2.6.4. Ekonomide Barometre İşlevi	34
2.6.5. Sermaye Hareketliliğini (Mobilité) Sağlamak	34
2.6.6. Mülkiyeti Tabana Yaymak	35
2.7. İslami Borsanın Ekonomiye Sağlayacağı Faydalar	35
2.7.1. Daha İyi Kaynak Tahsisi Sağlamak	35
2.7.2. Kırılganlığı Azaltmak	35
2.7.3. Finansallaşmayı Önlemek	35

2.7.4. Portföyler ve Çeşitlendirme Üzerinde Olumlu Etki Oluşturmak.....	36
2.8. Borsanın Fıkhi Açıdan Tahlili.....	37
BÖLÜM 3: HİSSE SENEDİ PİYASA ENDEKSLERİ VE İSLAMİ ENDEKSLER	43
3.1. Hisse Senedi Endeksleri.....	43
3.1.1. Türkiye’deki Hisse Senedi Piyasa Endeksleri	43
3.1.2. Dünyadaki Büyük Piyasa Endeksleri.....	46
3.2. Anahatlarıyla İslami Endeksler	48
3.3. İslami Endekslerin Tarihçesi.....	50
3.4. Dünyadaki İslami Endeksler	51
3.4.1. Dow Jones Islamic Index.....	51
3.4.2. S&P Shariah Endeksleri.....	58
3.4.3. FTSE İslami Endeks Serileri.....	62
3.4.4. Kuala Lumpur Islamic Index	64
3.4.5. MSCI Barra Global Family of Islamic Indices.....	65
3.4.6. Russell-IdealRatings Islamic Global Index Serileri.....	68
3.4.7. Stoxx İslami Endeksleri.....	69
3.4.8. Thomson Reuters/Idealratings İslami Endeksleri.....	70
3.4.9. Jakarta İslami Endeksi (JII)	70
3.4.10. KSE Meezan Index (KMI-30)	71
3.4.11. Bombay Stocks Exchange Shari'ah 50 Index (BSESI).....	71
3.4.12. Hong Kong Islamic Index (HKII).....	71
3.4.13. Borsa İstanbul Katılım Endeksleri.....	71
BÖLÜM 4: KATILIM ENDEKSİNİN PİYASA FAİZ ORANLARI İLE İLİŞKİSİNİN ÖLÇÜLMESİ VE DİĞER YATIRIM ARAÇLARINA GÖRE PERFORMANSININ ANALİZİ	80
4.1. Literatür İncelemesi	80
4.2. Araştırmanın Verileri	84
4.3. Araştırmanın Değişkenleri	85
4.3.1. Katılım Endeksi	85
4.3.2. BIST100 Endeksi.....	86
4.3.3. Gösterge Tahvil Faiz Oranı.....	86
4.4. Araştırmanın Yöntemleri	86

4.4.1. Korelasyon Analizi	86
4.4.2. ADF Birim Kök Testi	87
4.4.3. Maki Eşbütünleşme Testi.....	89
4.4.4. Granger Nedensellik Testi	90
4.4.5. Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi	91
4.5. Uygulamalar ve Araştırma Bulguları	92
4.5.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi Sonuçları.....	92
4.5.2. ADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	92
4.5.3. Philips-Perron Birim Kök Testi Sonuçları.....	93
4.5.4. Zivot-Anreus Birim Kök Testi Sonuçları	94
4.5.5. Lumsdaine-Papell Birim Kök Testi Sonuçları.....	95
4.5.6. Lee and Strazicich Birim Kök Testi Sonuçları	95
4.5.7. Maki Eşbütünleşme Testi Sonuçları	96
4.5.8. Granger Nedensellik Analizi Sonuçları	97
4.5.9. Toda Yamamoto Nedensellik Analizi Sonuçları	98
4.6. Katılım Endeksinin Diğer Yatırım Araçlarına Göre Performansının Analizi.....	99
4.6.1. Getiri Performanslarının Karşılaştırılması.....	99
4.6.2. Volatilitelerinin Karşılaştırılması	106
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	112
KAYNAKÇA	116
ÖZGEÇMİŞ.....	127

KISALTMALAR

AAOIFI	: İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu
BIST100	: Borsa İstanbul 100 Endeksi
BSESI	: Bombay Stocks Exchange Shari'ah 50 Index
BYF	: Borsa Yatırım Fonu
DJIA	: Dow Jones Sanayi Ortalamaları
DJIMI	: Dow Jones Islamic Market Index
HKII	: Hong Kong Islamic Index
İBFK	: İslami Banka ve Finansal Kuruluşlar
JII	: Jakarta İslami Endeksi
KMI-30	: KSE Meezan Index
MSCI	: Morgan Stanley Capital International
S&P	: Standard and Poor's

TABLO LİSTESİ

Tablo 1	: Türkiye'deki İslami Yatırım Fonları	19
Tablo 2	: Dow Jones Islamic Index Ülke Endeksleri	53
Tablo 3	: DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonundaki Şirketler	57
Tablo 4	: Katılım30 Endeks Şirketleri	75
Tablo 5	: Katılım50 Endeks Şirketleri	77
Tablo 6	: Katılım Model Portföy Endeksi Şirketleri	78
Tablo 7	: Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları	85
Tablo 8	: Tanımlayıcı İstatistikler	92
Tablo 9	: Katılım Endeksi, BIST100 ve Piyasa Faiz Oranı Arasındaki Korelasyon	92
Tablo 10	: ADF Birim Kök Testi	93
Tablo 11	: Philips-Perron Birim Kök Testi	93
Tablo 12	: Zivot Andrews Birim Kök Testi	94
Tablo 13	: Lumsdaine-Papell Birim Kök Testi	95
Tablo 14	: İki Kırılmalı Lee and Strazicich Birim Kök Testi	95
Tablo 15	: Maki Eşbütünleşme Testi Sonuçları	96
Tablo 16	: Granger Nedensellik Testi Sonuçları	98
Tablo 17	: Toda-Yamamoto Nedensellik Testi Sonuçları	98
Tablo 18	: Katılım Endeksi ile BIST100 Endeksi Kapanış Değerleri ve Getiri Oranları	100
Tablo 19	: Sharpe ve Treynor Oranı	101
Tablo 20	: Katılım Endeksi ile Altın (TL/GR) Yılsonu Kapanış Değerleri ve Getiri Oranları	102
Tablo 21	: Katılım Endeksi Getirisi ile Katılım Bankaları 1 Yıl Vadeli Katılım Hesaplarına Ödenen Kârpayı Oranları	103

Tablo 22	: Katılım Endeksi Getirisi ile Bankalarca Türk Lirası Üzerinden Açılan 1 Yıl Vadeli Mevduat Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları	104
Tablo 23	: Katılım Endeksi ile Dolar Fiyatlarının Yılsonu Kapanış Değerleri ve Getiri Oranları	105
Tablo 24	: Katılım Endeksi ile Euro Yılsonu Kapanış Değerleri ve Getiri Oranları	106
Tablo 25	: Katılım Endeksi ile BIST100'ün Değişim Katsayıları	107
Tablo 26	: Katılım Endeksi ile Altın Fiyatlarının Değişim Katsayıları	108
Tablo 27	: Katılım Endeksi ile Dolar Fiyatlarının Değişim Katsayıları	109
Tablo 28	: Katılım Endeksi ile Euro Fiyatlarının Değişim Katsayıları	110

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Örnek Bir İslami Yatırım Fon Yapısı.....	18
---	----



GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: Katılım Endeksi ile BIST100 Endeksi Performansı.....	100
Grafik 2: Katılım-BIST100 Günlük Getiri	108
Grafik 3: Katılım-Altın Günlük Getiri.....	109
Grafik 4: Katılım-Dolar Günlük Getiri.....	110
Grafik 5: Katılım-Euro Günlük Getiri	110



SAÜ, Sosyal Bilimler Enstitüsü		Yüksek Lisans Tezi Özeti	
Tezin Başlığı:	Borsa İstanbul Katılım Endeksinin Piyasa Faiz Oranları ile İlişkisi ve Performansının Analizi		
Tezin Yazarı: Salih ÜLEV		Danışman: Doç. Dr. Mehmet SARAÇ	
Kabul Tarihi: 17.05.2016		Sayfa Sayısı: xii (ön kısım) + (tez) 126	
Anabilim Dalı: İslam Ekonomisi ve Finansı		Bilim Dalı:	
Konvansiyonel finansın, baskın olarak bankacılık faaliyetleri üzerine konumlandırılması gibi hali hazırda İslami finans uygulamaları İslami bankacılık formatı üzerinden yürümektedir. İslami finansı bankacılık formatından çıkaracak, onu faiz oranlarına bağımlılıktan kurtaracak, borca dayalı finansmanın hakimiyetini azaltacak en önemli mekanizma ortaklık mekanizmasıdır. Ortaklık mekanizmasının en iyi gerçekleştirileceği alanlardan biri de hisse senedi piyasasıdır. Hisse senetleri bir şirketin ortaklık payını temsil etmekte, onun kârına ve zararına ortak olmayı ifade etmektedir. Borsalarda işlem gören, faaliyetleri meşru olan ve faize dayalı borçları belirli oranı aşmayan şirketlerin hisse senetlerinden oluşan İslami endeksler, ortaklığa dayalı finansın faiz oranlarından ne derecede bağımsız olacağı ve konvansiyonel finanstı ne derecede farklılaşacağını gösterecektir. Bu çalışmanın amacı İslami endekslerin faiz oranları ile olan ilişkisini tespit etmek ve bu endekslerin getiri ve volatilité performansını değerlendirmektir. Bu kapsamda Türkiye’de 2011 yılında yayınlanmaya başlayan Katılım Endeksi ampirik bir analize tabi tutulmuştur. Bu kapsamda Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasında; korelasyon analizi, eşbütünleşme testi ve nedensellik analizi yapılmıştır. Bu analizler yapılırken sonuçların daha iyi yorumlanması açısından aynı analizler BIST100 endeksi ile piyasa faiz oranları arasında da uygulanmıştır. BIST100 endeksinin seçilmiş olmasının nedeni bu endeksin Borsa İstanbul’un benchmark endeksi olması ve bu endekse alınan şirketlerin herhangi bir Şer’i eleme kriterine tabi tutulmamasıdır. Son olarak Katılım Endeksi, getiri oranı ve volatilité performansı bakımından BIST100 endeksiyle ve diğer bazı yatırım araçları ile karşılaştırılmıştır. Çalışmada şu sonuçlara ulaşılmıştır: • Korelasyon analizi sonucunda Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasında, BIST100 ve piyasa faiz oranları arasındaki korelasyondan daha düşük bir korelasyon tespit edilmiştir. • Eşbütünleşme testi sonuçlarına göre Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasında herhangi bir eşbütünleşme ilişkisine rastlanmazken BIST100 endeksi ile piyasa faiz oranları arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir. • Nedensellik testi sonuçlarına göre Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasında herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmazken BIST100 endeksi ile piyasa faiz oranları arasında nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.			
Anahtar Kelimeler: İslami Endeks, Katılım Endeksi, İslami Borsa, Eşbütünleşme, Nedensellik			

Sakarya University Institute of Social Sciences		Abstract of Master Thesis	
Title of the Thesis:		Analysis of Performance of Borsa İstanbul Participation Index and Its Relationship Between Market Interest Rates	
Author: Salih ÜLEV		Supervisor: Assoc. Prof. Mehmet SARAÇ	
Date: 13.05.2016		Nu. of pages: xii (pre text) + (main body) 126	
Department: Islamic Economics and Finance		Subfield:	
Islamic finance implementations are positioned predominantly on banking activities just as in conventional finance. Partnership mechanism is the most important mechanism enabling Islamic finance to divert it from banking, to brake off it dependence on interest rates and to reduce the dominance of debt-based finance. One of the areas that partnership mechanism can be executed to a great extent is stock market. Shares of stocks represent ownership shares of a firm and hence the holders have a share in profits and losses. Islamic indices comprise of stocks of companies whose activities are shariah compliant and whose interest earnings do not exceed certain percentage in total revenue The performance of the stocks of the companies covered in Islamic indices can be taken as signal to what extent participatory finance can be independent of interest rates and can differentiate itself from conventional finance. Using Participation Index launched in 2011, this study aims to determine whether Islamic indices and market interest rates are linked and to evaluate the performance of return and volatility of these indices. Correlation analysis, cointegration test and causality analysis have been carried out to see the link between the Participation Index and market interest rates. The link between BIST100 index and market interest rates has been investigated using same analyses so that we can better evaluate the findings. There are two reasons behind the selection of BIST100 index. The first one is this index is the benchmark index and the second is the BIST100 index does not require shariah compliance. This study also compares Participation Index return rates and volatility with those of the BIST100 index and of some other investment instruments. The findings of the study are as follows: • The correlation between participation index and market interest rates is weaker when compared with that between BIST100 index and market interest rates. • The BIST100 index and market interest rates are cointegrated. The study finds no evidence of cointegration between the Participation index and market interest rates. • While there exists no causality between participation index and market interest rates, there is causality between BIST100 index and market interest rates.			
Keywords: Islamic Indices, Participation Index, Islamic Stock Exchange, Cointegration, Causality			

GİRİŞ

Borsada işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin İslami finansal bir ürün olarak değerlendirilmesi İslami bankacılığa nispeten çok daha yakın bir tarihe dayanmaktadır. 1990'lı yılların sonlarına rastlayan bu süreç İslami endekslerin oluşturulması ile daha geniş bir yelpazeye yayılmıştır. Hisse senetlerinin özü itibariyle bir ortaklık ilişkisini temsil etmesi ve bunlara yatırılan fonların doğrudan reel ekonomiye aktarılması bu enstrümanları İslami bir yatırım aracı olarak değerlendirilebileceği fikrini ortaya çıkarmıştır. Borsalardaki bütün hisse senetlerinin İslami hükümlere göre faaliyet gösteren şirketlerin ortaklık paylarını temsil etmemesi Müslüman ekonomistlere ve İslam alimlerine, Müslüman yatırımcıların ahlaki finansal enstrümanlara yatırım yaparak kâr elde edebilecekleri bir İslami borsa kurmanın gerekli olduğu fikrini uyandırmıştır. Tamamen İslami bir borsanın kısa vadede kurulmasının mümkün gözükmemesi mevcut borsalarda işlem gören şirketlerden bir eleme yapma fikrini ortaya çıkarmıştır. Bireysel yatırımcıların bir şirketin İslami hükümlere uygun çalışıp çalışmadığını, o şirketin faizle ne derecede iştigal ettiğini, faaliyetleri arasında ne oranda haram ticaretin bulunduğunu bilmesinin bir bilgi ve uzmanlık gerektirmesi, bütün bu değerlendirmeyi onlar adına yapan İslami endekslerin ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır.

Faiz yasağı, risk paylaşımı ve kâr zarar ortaklığı İslami finans paradigmasının temel ilkelerindendir. Konvansiyonel finans sistemi ise bunun tam tersine faize odaklanmakta ve risk paylaşımından ziyade risk transferine dayanmakta, bu sistemin mihenk taşlarını ise bankalar oluşturmaktadır. Konvansiyonel finansın temelde bankacılık uygulamalarına dayanması gibi İslami finansın da İslami bankacılığa dayanması İslami finansa getirilen eleştirilerin temel kaynağını oluşturmaktadır. İslami finansın İslami bankacılığa dayanması onu konvansiyonel finansa yakınlaştırmakta ve mevcut konvansiyonel finans uygulamalarının şekil itibariyle İslam hukukuna uygun fakat özü itibariyle İslam iktisadının temel kriterlerine uymayan benzerlerini ortaya çıkarmaktadır. Mevcut İslami bankacılığın faize en yakın enstrüman olan murabahaya dayalı olması, İslami finans paradigmasının temel ilkesi olan risk paylaşımını sistemin dışına itmektedir.

İslami finansı faiz oranlarına, bankacılık ve türevlerine bağımlılıktan kurtaracak en önemli mekanizma ortaklık mekanizmasıdır. Ortaklık hem fonların mobilize olmasını sağlayan hem de bankacılık ve kredi mekanizmasında bulunan mahzurları taşımayan bir mekanizmadır. Ortaklık ve risk paylaşımına dayalı bir sistemi inşa etmede spekülasyondan uzak, temiz bir hisse senedi piyasası büyük önem taşımaktadır. Böyle bir hisse senedi piyasası henüz inşa edilememiş olsa da bütün mahzurlarına rağmen oluşturulmuş İslami endeksler bu tür bir borsanın İslam iktisadının amaçlarını gerçekleştirmede ne denli başarılı olacağı hakkında kısmi bir ön bilgi verebilir.

İslami bankaların faiz oranları ile ilişkisini ölçen pek çok çalışma bu bankaların kâr payı oranları ile faiz oranları arasında güçlü bir korelasyon tespit etmiştir. Bu çalışmalardan bazıları Gan, Pei-Tha ve Kian-Teng Kwek (2010), Chong, Beng Soon ve Liu, Ming Hua (2009), Çevik ve Charap (2011), Saraç ve Zeren'in (2014) yaptığı çalışmalardır. Bu çalışmada temel olarak İslami bankaların konvansiyonel finansa yakınlığının bir kanıtı olarak görülen faiz oranları ile olan korelasyonun İslami endeksler için geçerli olup olmadığı ampirik olarak analiz edilmiştir. Bu analizin yapılmasının amacı İslami bir borsanın ne denli faiz oranlarından bağımsız olacağı konusunda bir gösterge olacak olmasıdır.

Bu kapsamda birinci bölümde İslami para ve sermaye piyasası ürünleri ile konvansiyonel para ve sermaye piyasaları hakkında bilgi verilmiş, ikinci bölümde hisse senetlerinin alınıp satıldığı kurumlar olan borsalar İslami finans paradigması açısından ele alınmıştır. Üçüncü bölümde hisse senedi endeksleri ile dünyadaki İslami endeksler hakkında bilgiler verilerek İslami endekslerin Türkiye uygulaması olan Katılım Endeksi detaylı biçimde açıklanmıştır. Dördüncü bölümde ise Katılım Endeksinin piyasa faiz oranları ile ilişkisi tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu amaçla Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasında korelasyon analizi, eşbütünleşme testi ve nedensellik analizi yapılmıştır. Bu analizler yapılırken sonuçların daha iyi yorumlanması açısından aynı analizler BIST100 endeksi ile piyasa faiz oranları arasında da uygulanmıştır. BIST100 endeksinin seçilmiş olması bu endeksin Borsa İstanbul'un benchmark endeksi olması ve endekse alınan şirketlerin herhangi bir Şer'i eleme kriterine tabi tutulmamasıdır. Son olarak Katılım Endeksi getiri oranı ve volatilité performansı bakımından BIST100 endeksiyle ve diğer bazı yatırım araçları ile karşılaştırılmıştır.

Çalışmanın Amacı

İslami banka ve finansal kuruluşların konvansiyonel bankacılık ve türevlerine benzer şekilde faaliyet göstermesi İslami finansı konvansiyonel finansa yakınlaştırmıştır. İslami bankalar konvansiyonel bankaların ürünlerinin şekil itibariyle İslam fihına uygun fakat özü itibariyle İslam iktisadının amaçlarına uygun olmayan benzerlerini üretmektedir. İslami bankacılığın konvansiyonel bankacılığa yakınlaşmasının en önemli göstergesi onların kâr payı oranlarının konvansiyonel bankaların faiz oranları ile yüksek korelasyon içermesidir. Kâr payı oranları ile faiz oranları arasındaki yüksek korelasyon pek çok ampirik çalışmayla kanıtlanmıştır.

Konvansiyonel finansın, baskın olarak bankacılık faaliyetleri üzerinden yürümesi gibi hali hazırda İslami finans paradigması İslami bankacılık formatı üzerinden yürümektedir. İslami finansı bankacılık formatından çıkaracak, onu faiz oranlarına bağımlılıktan kurtaracak, borca dayalı finansmanın hakimiyetini azaltacak en önemli mekanizma ortaklık mekanizmasıdır. Ortaklık mekanizmasının en iyi gerçekleştirileceği alanlardan biri de hisse senedi piyasasıdır. Hisse senetleri bir şirketin ortaklık payını temsil etmekte, onun kârına ve zararına ortak olmayı ifade etmektedir.

Borsalarda işlem gören, faaliyetleri meşru olan ve faize dayalı borçları belirli oranı aşmayan şirketlerin hisse senetlerinden oluşan İslami endeksler, ortaklığa dayalı finansın faiz oranlarından ne derecede bağımsız olacağı ve konvansiyonel finanstan ne derecede farklılaşacağını gösterecektir. Bu çalışmanın amacı İslami endekslerin faiz oranları ile olan ilişkisini tespit etmek ve bu endekslerin getiri ve volatilité performansını değerlendirmektir. Bu kapsamda Türkiye’de 2011 yılında yayınlanmaya başlanan Katılım Endeksi ampirik bir analize tabi tutulmuştur.

Çalışmanın Önemi

İslami endekslerin Türkiye’deki ilk uygulaması olan Katılım Endeksi 2011 yılında oluşturulmuştur. İslami bankacılığın ilk örneklerinin 1980’li yıllardan sonra ülkemizde görüldüğü göz önüne alınırsa Katılım Endeksi çok daha yakın bir tarihte oluşturulmuştur. İslami bankacılıkla ilgili pek çok akademik çalışma bulunmasına rağmen Katılım Endeksi ile ilgili çok fazla akademik çalışma bulunmamaktadır. Bu nedenle çalışmanın ilgili literatüre katkı sunması beklenmektedir.

Çalışmanın Yöntemi

Çalışmada konu ile ilgili literatür taranmıştır. İlk olarak İslami para ve sermaye piyasası araçları ile konvansiyonel muadilleri açıklanmış, daha sonra İslami endeksler hakkında kapsamlı bilgiler verilmiştir. Bunun yanı sıra kuramsal analizde daha önce yapılmış yerli ve yabancı literatür incelenmiş ve bu çalışmaların içerikleri ve sonuçları ifade edilmiştir.

Çalışmanın uygulama kısmında veri temin etme aracı olarak ikincil veri türlerinden, çok kaynaklı verilerin zaman serisi çalışmaları çeşidinden yararlanılmıştır. Katılım Endeksi, BIST100 endeksi ve gösterge tahvil faiz oranları ekonometrik bir yöntem olan zaman serisi yöntemiyle analiz edilmiştir. Öncelikle değişkenlere birim kök testi uygulanmış, daha sonra aralarındaki eşbütünleşme ve nedensellik ilişkisi araştırılmıştır. İlk olarak Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasındaki ilişkiye bakılmış, daha sonra modele kontrol değişkeni olarak BIST100 endeksi eklenmiş ve aynı analizler BIST100 endeksi ile faiz oranları arasında yapılmıştır.

Çalışmanın Sınırlılıkları

Çalışmanın en önemli kısıtı Katılım Endeksinin 2011 yılı gibi yakın sayılabilecek bir tarihte oluşturulması ve bundan dolayı da analiz döneminin kısa olmasıdır. Çalışmada kullanılan gösterge tahvil faiz oranı ve BIST100 gibi değişkenlere ait veriler çok daha eski tarihlerden itibaren elde edilme imkanı olsa da bu değişkenlere ait veriler Katılım Endeksinin başlangıç tarihi olan 06.01.2011 tarihinden itibaren analize dahil edilmiştir.

BÖLÜM 1: İSLAMİ FİNANSAL PİYASALAR VE ARAÇLARI

1.1. Piyasa Kavramı

Piyasa; alıcı ve satıcıların bir araya geldikleri, reel veya finansal varlıkların dolaşımının yapıldığı yerlerdir. Piyasaların etkin bir şekilde çalışması için kurallara ve yaptırım mekanizmalarına ihtiyaç duyulur. Piyasalarda ticari belirsizliğin azaltılması için güven unsuru da büyük önem arz etmektedir. Piyasalarda güvenin tesis edilmesi, alım-satımı kolaylaştıran ve işlem maliyetini azaltan bir unsurdur. Ayrıca, mülkiyet haklarının korunması ve şeffaflık başarılı piyasaların özelliklerindendir (Sheng, 2009:9).

Piyasalar iktisadi açıdan ürün-mal piyasası, kaynak-faktör piyasası ve varlık piyasası olarak sınıflandırılmaktadır. Ürün-mal piyasasında malların, kaynak/faktör piyasasında kaynakların, varlık piyasasında (finansal piyasa) ise para, tahvil, hisse senedi gibi varlıkların alıcı ve satıcıları bir araya gelmektedir (Ünsal, 1998:33).

1.2. Finansal Piyasalar

Fon gereksinimi olan kişi veya kurumların fon arz edenler ile karşılaştığı piyasalar finansal piyasalardır. Bu piyasalara menkul kıymet piyasaları da denmektedir. Fon gereksinimi olan işletmeler finansal varlık satmakta fon arz edenler ise bu finansal varlıkları satın almaktadır. Finansal piyasaların işlevi fon talep edenler ile fon arz edenleri bir araya getirmektir. Fon gereksinimi olan işletmelerin çıkardıkları finansal varlıklar hisse senedi şeklinde ise bu bir ortaklık ilişkisi doğurur. Hisse senedini satın alan kişi aldığı hisse miktarına göre ortaklık haklarından yararlanır. İşletme yılsonunda hisse senedi sahibine elde ettiği kârdan bir pay vermesi gerekir. İşletmenin çıkardığı finansal varlık tahvil niteliğinde ise bu bir borç ilişkisi doğurmakta ve işletme tahvil sahibine belirli dönemlerde faiz ödemeyi taahhüt etmekte, vade sonunda ise borçlandığı anaparayı ödemeyi taahhüt etmektedir (Sayılğan, 2008:20).

İslami açıdan bakıldığında faizli bir borç ilişkisinin kesin bir dille yasaklandığı bilindiğine göre tahvil ihraç etmek veya tahvil satın almak yasaktır. Hisse senetlerinde ise özü itibariyle bir ortaklık ilişkisinin mevcut olmasından dolayı bu senetlerin İslami açıdan meşru araçlar olduğu genel kabul gören görüş olsa bu senetlerin alım satımının meşru olmadığı görüşünde olanlar da vardır (Karaman ve Karslı, 1994).

Finansal Piyasalar çeşitli sınıflandırmalara tabi tutulmaktadır. Para piyasası-sermaye piyasası, spot piyasalar-vadeli piyasalar, birincil piyasalar-ikincil piyasalar gibi pek çok sınıflandırma yapmak mümkündür. Bu sınıflandırmalardan en çok kullanılanı para ve sermaye piyasaları sınıflandırmasıdır. Kısa vadeli fon arzı ve fon talebinin bir araya geldiği piyasalar para piyasalarıdır. Bu piyasada kısa vadeli, likiditesi yüksek borçlanma araçları alınıp satılmaktadır. Kısa vadeden kasıt genellikle bir yıldan kısa olan borçlanma araçlarıdır. Altın, döviz, repo, kambiyo senetleri para piyasası araçlarına örnek olarak gösterilebilir.

Sermaye piyasalarında şirketlerin ihraç ettikleri hisse senetlerinin yanında tahvil gibi borçlanma araçları alınıp satılmaktadır. Sermaye piyasalarının en önemli örnekleri borsalardır. Sermaye piyasalarında fon talep eden taraf genellikle yapacakları yatırıma finansman arayan şirketler iken fon arz eden taraf tasarruf sahibi bireysel yatırımcılar, likidite fazlası olan işletmeler, sigorta şirketleri, yatırım fonları ve yatırım bankalarıdır (Brigham, 1996:29)

Sermaye piyasalarının ekonomideki temel işlevi tasarruf sahibinin fon fazlasını, fon ihtiyacı duyan işletmelere aktarmak ve böylece fonların en etkin ve verimli şekilde kullanılmasını sağlamaktır. Sermaye piyasalarının fon arz edenler ile fon talep edenleri birleştirme işlevini gerçekleştirmek için profesyonel yapılara ihtiyaç vardır. Bu profesyonel yapılar finansal aracılardır. Sermaye piyasaları için en önemli finansal aracı menkul kıymet borsalarıdır. Borsaların tasarruf sahipleri ile yatırım yapmak isteyen işletmeleri bir araya getirmek suretiyle ekonomiye sağladığı pek çok fayda bulunmaktadır (Saraç, 2012:3).

1.2.1. Para Piyasaları

Para piyasaları kısa vadeli fon arz edenler ile fon talep edenlerin bulunduğu piyasalardır. Para piyasasında genellikle borçlanma ilişkisine dayanan araçlar alınıp satılmaktadır. Para piyasası araçları kısa vadeli ve likiditesi yüksek araçlardır.

1.2.1.1. Konvansiyonel Para Piyasası Araçları

Hazine Bonosu

Hazine bonoları devletin kısa vadeli borçlanma araçlarından biridir. Genellikle 3 ve 6 aylık vadelerle ihraç edilen bu bonolar para piyasası araçları içerisinde en likit ve en az riskli olanıdır. Bu bonoların taahhüt ettiği borcun ödenmesi devlet tarafından garanti edilmektedir. Bu nedenle faiz oranı belirlenirken dikkate alınan risksiz faiz oranları genellikle bu bonoların faiz oranlarını ifade etmektedir (Karan, 2011:23).

Finansman Bonoları

Finansman bonoları, işletme ve diğer kuruluşların kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılamak için ihraç ettikleri borç senetleridir. İşletmelerin portföylerindeki alacakları karşılığında çıkarılırlar. Finansman bonoları, işletmelerin kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılayabileceği araçlardan en az maliyetli olanıdır. Hazine bonoları gibi bu bonolar da sahibine vade sonunda belli bir faiz oranı kadar fazlalığı ödemeyi taahhüt eder. Finansman bonolarını genellikle emekli sandıkları ve hayat sigorta şirketleri satın alırlar (Aydın, 2008:198).

Banka Bonoları

Kalkınma ve yatırım bankalarının kaynak sağlamak amacıyla belli bir faiz oranı kadar bir fazlalığı vade sonunda geri ödeme vaadiyle ihraç ettikleri borç senetleridir. (Ceylan ve Korkmaz, 2010:135).

Geri Satın Alma Anlaşmaları (Repo)

Bir menkul kıymetin belli bir tarihte belli bir fiyattan geri alma taahhüdü ile satımına repo denmektedir. Repo, işletme alacaklarının tahsilatlarından elde edilen nakdin kısa vadeli olarak değerlendirilmesinde etkin olarak kullanılmaktadır. Devlet tahvilleri, hazine bonoları, banka bonoları, Kamu ortaklığı idaresi ve toplu konut idaresince ihraç edilen borçlanma senetleri repoya konu olmaktadır. Repo işlemleri BIST repo pazarında organize olarak yapılmaktadır (Aydın, 2008:196).

Banka Kredileri

İşletmelerin kısa vadeli nakit ihtiyacını karşılayan araçlardan biri de banka kredileridir. Bankalar kullandıkları krediyi vade sonunda faiziyle birlikte geri almaktadır. Bu tür krediler teminatlı-teminatsız, tüketim-yatırım, kısa vadeli-uzun vadeli gibi farklı sınıflandırmalara tabi tutulabilmektedir (Aydın, 2008:213).

1.2.1.2. İslami Para Piyasası ve Araçları

İslami para piyasası kısa vadeli fon talep edenler ile fon arz edenleri bir araya getiren, fon talep edenlerin ihtiyaçlarını İslam hukuku kurallarının dışına çıkmadan karşılayan piyasadır. İslami banka ve finansal kuruluşların kurulması ve yaygınlaşmasıyla işletmelerin ve bireylerin kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılayacak, İslam hukukuna uygun yeni para piyasası araçları geliştirme ihtiyacı ortaya çıkmıştır. İslami finans mühendisleri de konvansiyonel para piyasalarına alternatif olan, onların fonksiyonlarını yerine getiren yeni para piyasası araçları geliştirmektedir. Bu ürünlerin geliştirilmesinde Malezya, Pakistan, Endonezya ve Bruney gibi ülkeler öncü rol oynamaktadır (Bayındır, 2015:171).

Konvansiyonel para piyasası araçlarına alternatif ürünler geliştirilirken fıkıhtaki iki temel sözleşme dikkate alınmaktadır. Bunlardan biri Bey'u'l-ine, diğeri ise teverruktur. Finansal ürünler geliştirilirken bu iki tür sözleşmenin farklı türleri baz alınmıştır.

Bey'u'l-ine, bir malın yüksek fiyattan vadeli olarak satılıp, aynı kişiden düşük fiyatla peşin olarak satın alınmasıdır. Bu sözleşmeyle kısa vadeli fon ihtiyacı olan kişi elindeki bir malı kullanarak hem bu ihtiyacını karşılamakta hem de faizden kaçınmış olmaktadır. Ancak Hanefî, Maliki ve Hanbeli mezhebi müçtehitleri Bey'u'l-ine uygulamasını caiz görmemişlerdir. Şafi mezhebi müçtehitlerinin çoğunluğu ise Bey'u'l-ine uygulamasını caiz görmektedirler (Bayındır, 2015:174).

Teverruk'un klasik dönemdeki anlamı "Nakit elde etmek için bir malı vadeli olarak satın alıp teslim aldıktan sonra onu satıcıdan başkasına peşin olarak daha ucuza satma işlemidir" Teverruk ile Bey'u'l-ine arasındaki en önemli fark satılan malın son olarak kimin zimmetinde kaldığıdır. Bey'u'l-ine'de satılan mal yeniden aynı kişiye geri dönerken, teverrukta ise mal ilk satıcıya geri dönmemekte, başkasına satılmaktadır (Bayındır, 2015:196).

1.2.1.2.1. Bey’ul-ine’ye Dayalı Para Piyasası Ürünleri

1.2.1.2.1.1. Bey’ul-ine’ye Dayalı Bireysel Finansman

Bu ürün konvansiyonel bankaların verdiği bireysel kredilerin fonksiyonunu icra etmektedir. Konvansiyonel banka bir miktar parayı müşterisine nakit olarak verir ve verdiği miktarın belli bir faiz oranı kadar fazlasını taksitler halinde geri alır. İslami banka ise faizden kaçınmak için Bey’u’l-ine’ye dayalı bireysel finansmana başvurur. İslami banka müşterisine bir varlığını vadeli olarak satar, sonra aynı varlığı müşteriden daha düşük fiyatla peşin olarak satın alır. Bu işlemle müşteri dilediği vadelerle ödemek üzere nakit ihtiyacını karşılamış olmaktadır (Sanusi 2010:62).

1.2.1.2.1.2. Bey’ul-ine’ye Dayalı Nakit Finansmanı

Bey’ul-ine’ye Dayalı Nakit Finansmanının, bireysel finansmandan farkı ilk satıcının banka değil müşteri olmasıdır. Müşteri kredi için bankaya başvurduğunda, banka müşteriden kendisine bir malını satmasını ister. Müşteri bir malını, talep ettiği kredi miktarı ne kadarsa o fiyattan peşin olarak bankaya satar, banka da aynı malı daha yüksek bir fiyattan vadeli olarak müşteriye geri satar. Böylece müşteri hem nakit ihtiyacını karşılamış hem de malını kaybetmemiş olur (Sanusi 2010:63).

1.2.1.2.1.3. Bey’ul-ine’ye Dayalı Leasing

Bu yöntemde kredi ihtiyacı olan müşteri, banka ile anlaşarak bir gayrimenkulünü bankaya satar. Banka aynı gayri menkulü müşteriye leasing yöntemiyle geri kiralar. Kira taksitleri bankanın gayrimenkulü aldığı fiyatın üzerine koyduğu vade farkı eklenerek belirlenir. Müşteri son taksidi de ödediğinde gayrimenkulün mülkiyeti yeniden müşteriye geçer (Bayındır, 2015:184).

1.2.1.2.1.4. Bey’ul-ine’ye Dayalı Hükümet Yatırım Sertifikaları

Hükümet kendisine ait bir varlığı İslami Bankaya peşin olarak satar. Daha sonra aynı varlığı üzerine belirli bir fark ekleyerek vadeli olarak satın alır. Hükümetin bankaya olan borcuna karşılık verdiği borç senedi para piyasasında alınıp satılabilmektedir (Haron ve Azmi, 2009: 25).

1.2.1.2.1.5. Bey’ul-ine’ye Dayalı Hazine Bonosu

Merkez bankası, hükümet adına bir varlığı müzayedede usulü ile satışa çıkarır. Müzayedede varlık, vadeli olarak geri alınmak şartıyla yatırımcılara peşin olarak satılır. Varlığı satın almak isteyen yatırımcılardan en uzun vadeyi yada en düşük faiz oranını veren yatırımcıya varlık satılır. Daha sonra anlaşılan vade ve faiz oranında mal geri satın alınır. Hükümetin, bu borcuna karşılık verdiği bono piyasada alınıp satılabilmektedir (Ridzwan ve Ismail, 2006:198-199)

1.2.1.2.1.6. Bey’ul-ine’ye Dayalı Repo

Bey’ul-ine’ye Dayalı Reponun geleneksel repodan farkı geri alınma vaadiyle satılan menkul kıymetin faizli bir menkul kıymet değil de İslami bir menkul kıymet olmasıdır. Satıcı kısa vadeli fon sağlamak amacıyla elindeki İslami esaslara uygun menkul kıymeti belirli bir tarihte belirli bir fiyattan geri alma vaadiyle peşin satar. Vade sonunda ise anlaşılan fiyattan menkul kıymeti geri satın alır (İsmail, 2010:195-196).

1.2.1.2.1.7. Bey’ul-ine’ye Dayalı Merkez Bankası Sertifikası

Merkez bankası borsada işlem gören şirketlerin hisse senetlerinden oluşan bir varlığı açık artırma yoluyla yatırımcılara sunar. Açık artırmaya Merkez bankası para piyasasında işlem yapmak için önceden üye olmuş finansal kuruluşlar katılabilir. En düşük iskonto oranını veren kuruluş müzayedeyi kazanır ve bu hisse senetlerini peşin olarak satın alır. Merkez bankası bu hisse senetlerini belirlenen iskonto oranından belirlenen tarihte geri satın alır (Hassan ve Lewis, 2007: 23).

1.2.1.2.1.8. Bey’ul-ine’ye Dayalı Borç Sertifikası

Nakit fazlası olan ve bu nakdini Merkez bankasında değerlendirmek isteyen İslami bankaların başvurduğu bir yöntemdir. Merkez bankası bir varlığını pazarlık usulüyle İslami bir bankaya peşin olarak satar. Aynı anda banka aynı varlığı Merkez bankasına anlaşılan vade farkıyla vadeli olarak geri satar (Haron ve Azmi, 2009: 168).

1.2.1.2.2. Teverruk ve Buna Dayalı Para Piyasası İşlemleri

1.2.1.2.2.1. Bireysel Teverruk

Bireysel teverruk, vadeli olarak bir mal aldıktan sonra nakit temin edebilmek amacıyla bu malı üçüncü bir kişiye peşin olarak satmaktır. Bu teverruk türüne fıkhi teverruk da denilmektedir. Bireysel teverrukta nakit sıkıntısı olan bir kişinin bu ihtiyacını karşılaması söz konusudur. Nakde ihtiyacı olan bir kişi bir malı piyasadan vadeli olarak satın alır, daha sonra aynı malı üçüncü bir kişiye, genelde vadeli fiyatından daha düşük bir bedele peşin olarak satar. Böylece nakit ihtiyacını gidermekte ve üçüncü kişiye vadeli olarak borçlanmaktadır (AAOIFI, 2012:573).

1.2.1.2.2.2. Organize Teverruk

Genelde bireyler ve şirketlerin nakit ihtiyacını karşılamak için İslami bankaların kullandığı bir yöntemdir. Organize teverrukun işleyişi şu şekildedir: Müşteri bankaya başvurur. Banka ile müşteri arasında teverruk yapılacağına dair bir anlaşma yapılır. Anlaşmada müşterinin ihtiyaç duyduğu nakit miktarı, geri ödemenin hangi vadede ve taksitle yapılacağı belirlenir. Banka bir emtiayı uluslararası emtia borsasından brokerler aracılığıyla kendi adına peşin olarak satın alır. Daha sonra bu emtiayı başlangıçta anlaşılan vade ve taksitlerle müşteriye vadeli olarak satar. Banka müşterinin vekili sıfatıyla aynı emtiayı başka bir broker aracılığıyla borsada peşin olarak satar ve elde ettiği nakiti müşteriye teslim eder. Böylece müşteri nakit ihtiyacını karşılamış, bunun karşılığında bankaya vadeli olarak borçlanmış olur (Bayındır, 2015:205-206).

1.2.1.2.2.3. Organize Ters Teverruk

Organize teverrukta amaç nakit ihtiyacını karşılamak iken organize ters teverrukta amaç nakit fazlasını bankaya yatırarak değerlendirmektir. Ters teverruk işleminin yapılışı şu şekildedir: Elinde nakit fazlası bulunan kişi banka ile ters teverruk anlaşması yapar. Kişi bankaya parasını teslim eder. Sözleşmede bankanın hangi vade ve getiri oranıyla parayı geri ödeyeceği belirtilir. Yatırımcı kendi adına borsadan emtia alması konusunda bankaya yetki verir. Banka yatırımcı adına borsadan peşin olarak bir emtia satın alır. Daha sonra yatırımcı adına aldığı bu malı üzerine belli bir fark koyarak kendisine vadeli olarak satar. Böylece banka yatırımcıya borçlanmış olmaktadır. Banka mülkiyetine geçen emtiayı borsada tekrar satarak nakde çevirir. Organize ters teverruk, bankalar

tarafından büyük fon sahiplerini cezbetmek için geleneksel vadeli mevduat hesaplarına bir alternatif olarak geliştirilmiştir (Bayındır, 2015:207).

1.2.2. Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasaları orta ve uzun vadeli fon arzı ve fon talebinin bir araya geldiği piyasalardır. Sermaye piyasalarında bir yıldan daha uzun vadeli yatırım araçları alınıp satılmaktadır.

1.2.2.1. Sermaye Piyasalarının İşlevleri

Geleneksel olarak sermaye piyasalarının dört işlevi bulunmaktadır.

- Tasarruf eden ekonomik birimler ile açık veren ekonomik birimler arasında aracılık yapmak.
- Ödeme sistemlerini kolaylaştırmak
- Harcamaların ve tasarrufların farklı vadelerle yapılmasını mümkün kılmak
- Para politikasının aktarımını sağlayan araçlardan biri olmak.

Bu dört özelliğin yanında modern sermaye piyasaları risk yönetimi konusunda araçlar ve yöntemler sağlamaktadır. İkincil piyasalar, sermaye piyasasının bu işlevi yerine getirmesini sağlamaktadır. Modern sermaye piyasaları ayrıca borçlanma araçları ve hisse senedi piyasaları yoluyla fiyat keşfine de imkan sağlamaktadır. Bunların dışında sermaye piyasalarının belki de en önemli işlevi katılımcıların eylemlerinin bilgisini işleyerek bunu piyasa bilgisi olarak yansıtmalarıdır. Bilgiyi uygun zamanda ve en az maliyetli şekilde yansıtırlar. Sermaye piyasasının bu rolleri etkin bir şekilde yerine getirmesi bir ekonomide kaynakların etkin bir şekilde tahsis edilmesine yardımcı olur. Piyasanın belirlediği fiyatlar bu tahsisin gerçekleşmesi için fiyat sinyali sağlamaktadır. Fiyat mekanizmasının engellendiği durumlarda fiyatlamalar bozulur ve kaynaklar yanlış bir biçimde tahsis edilir (Bacha ve Mirakhor, 2014:283).

1.2.2.2. Konvansiyonel Sermaye Piyasası Araçları

1.2.2.2.1. Tahviller

Tahvil, borç alan tarafın tahvil sahibine belli tarihlerde faiz ve anaparayı ödemeyi taahhüt ettiği uzun vadeli bir sözleşmedir. Tahviller bir yıldan daha uzun vadeli bir

borçlanma aracıdır. Tahvilleri fon ihtiyacı olan işletmeler ve devlet kurumları ihraç eder (Brigham, 1996:217).

1.2.2.2.2. Hisse Senetleri

Hisse senetleri, sermaye şirketlerinin ortaklarına ortaklık payını temsilen verdikleri senetlerdir. Hisse senedi sahipleri şirkete ortak olduklarından yıl sonunda şirketin elde ettiği kâr üzerinde de payları oranında hak sahibi olurlar (Brigham, 1996:301-302).

1.2.2.2.3. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

Konut finansmanı ile iştigal eden finans kuruluşları uzun vadeli olarak kullandığı konut kredilerine karşılık konutları ipotek ettirmektedir. Bu kuruluşlar kullandığı kredilerden doğan alacaklarını karşılık göstererek ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç eder. Bu şekilde alacaklarının ödenmesini beklemeden bunları menkul kıymetleştirerek nakde dönüştürmektedirler. (SPK, 2014).

1.2.2.2.4. Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler

Varlık Temelli Menkul Kıymetler; bankalar ve diğer finansman şirketlerinin bilançonun aktifinde yer alan varlıklarını teminat göstererek ihraç ettikleri borç senetleridir. Teminat gösterilen varlıklar genellikle ihraççıların alacaklarıdır. Tüketici kredileri, ticari krediler, faktöring, finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar teminat olarak gösterilmektedir (SPK, 2014).

1.2.2.3. İslami Sermaye Piyasası ve Araçları

İslami Sermaye piyasası İslam hukukunun gerekliliklerinin yerine getirildiği sermaye piyasası olarak ifade edilebilir. İslami sermaye piyasalarını diğer piyasalardan ayıran özellik risk paylaşımını esas alan sözleşme ve işlemlere dayanmasıdır. Faize dayanan borçlanmalarda olan sabit getirinin aksine bu tür piyasalarda hiçbir sabit getirili sözleşmeler bulunmamaktadır. Aşağıda İslami sermaye piyasası araçlarından en çok kullanılanları açıklanmıştır (Bacha ve Mirakhor, 2014:286)

1.2.2.3.1. Sukuk

Kira sertifikaları şeklinde Türkçeleştirilen sukuk, Arapça'da sertifika, vesika, enstrüman anlamına gelen sakk kelimesinin çoğuludur. Sukuk, genellikle İslami bono olarak da

bilinmektedir. Sukuk'un bonodan en büyük farkı bir borç ilişkisini değil bir varlığın yada menfaatin ortaklığını temsil etmesidir. Para piyasalarında bono ve tahviller genellikle senet kelimesi ile ifade edilirken, İslami finansta yeni ortaya çıkan bu bonolar sukuk olarak adlandırılmıştır (Büyükkakın ve Önyılmaz, 2012:2-3).

Sukukun bono veya tahvilden pek çok farkı bulunmaktadır. Tahvil ihraç eden kurum, tahvili satın alana belli dönemlerde faiz ödemeyi ve vade sonunda da anaparasını ödemeyi taahhüt eder. Sukukta ise sertifika sahibine dayanak varlıktan elde edilen gelirden istifade etme hakkı verilmektedir. Sukukta dayanak varlıktan elde edilen gelir İslam'ın yasaklamadığı bir geliri ifade etmesi gerekir (Özsoy, 2012:188).

İlk sukuk Malezya hükümeti tarafından 1983 yılında ihraç edilmiştir. İslami bankaların varlık yönetimini kolaylaştırmak için bu sertifikalar, karz-ı hasen (faizsiz borç) usulüne göre ihraç edilmiştir. Ancak bu sertifikaların ikincil piyasada işlem görmesine izin verilmemiştir. Malezya'nın ardından Kuveyt Merkez Bankası mudaraba usulünde sukuk ihraç etmiştir. Geleneksel tahvillerin aksine sukukun ihracı neticesinde yatırımcı, faiz yerine finanse edildiği varlıktan elde edilen gelirden pay elde etmektedir. Sukukun dayanağı, reel bir varlıktır ve uygulamaları icara, mudaraba ve müşaraka gibi İslami finansman yöntemleri dahilinde gerçekleştirilmektedir (Tok, 2009:14)

Sukukun Türkiye sermaye piyasalarındaki adı kira sertifikasıdır. Kira sertifikalarının kanundaki tanımı şu şekildedir: “Kira sertifikaları, her türlü varlık veya hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan, nitelikleri Kurulca belirlenen sermaye piyasası araçlarıdır” (SPK md. 61).

Kanunda, Kira sertifikası alan yatırımcının kazancının dayanak varlığın getirisine bağlı olarak belirleneceği ve sabit bir getirisi olmayacağı vurgusunun yapılması, ürünü İslami değerler açısından uygun bir ürün haline getirmektedir. Ancak Kanun'da dayanak varlığın her türlü varlık ve hakkın finansmanı için ihraç edilebileceğini ifade etmesi, ürünün ihracında suistimaller olabileceğini akla getirmektedir. Nitekim uygulamaya baktığımızda dayanak varlıkların gayr-ı menkul vb. proje bazlı varlıkların yerine Katılım Bankalarının kredi niteliğindeki alacaklarının kira sertifikalarına konu olduğu görülmektedir (Sırma, 2015).

1.2.2.3.2. İslami Hisse Senetleri

Hisse senetleri özü itibariyle risk paylaşım araçlarıdır. Hisse senetleri, İslami sermaye piyasalarının temelini oluşturan risk paylaşımına dayalı finansa daha yakın araçlardır. Hisse senetlerinin risk paylaşımına dayalı finansa daha yakın olması ve bir ortaklık ilişkisini temsil etmesi, her hisse senedinin İslama uygun olması anlamına gelmez. Borsalarda işlem gören her şirket İslami hükümlere uygun olarak faaliyet sürdürmediğinden her türlü hisse senedine yatırım yapmanın da İslami açıdan meşru olduğu söylenemez. Örneğin faiz ile çalışan bir bankanın hisse senedini satın almak ittifakla haram görülmektedir (Bacha ve Mirakhor, 2014:290).

Bir hisse senedine yatırım yapabilmek için o hisse senedini ihraç eden şirketin faaliyetlerine bakmak gerekmektedir. Faaliyetleri İslam'a uygun olan şirketlerin hisse senetlerini almanın görünürde bir sakıncası yoktur. Fakat İslam hukukçuları hangi şirketlerin hisse senetlerinin alınıp alınamayacağı ile ilgili belirli standartlar belirlemişlerdir.

Borsada işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin belirli şartlar altında alınabileceği fikri 1990'lı yıllarda ortaya çıkmıştır. Çağdaş fukaha bir dizi standart belirleyerek bu standartlara uyan şirketlerin hisse senetlerinin alınmasının caiz olduğunu ifade etmektedir. Bu görüşten hareketle bu standartların temel alındığı endeksler oluşturulmuştur. Bu endeksler hangi şirketlerin bu standartlara uyduğunu belirlemekte ve şirketlerin performansını yansıtmaktadır. Bu endeksler İslami hassasiyeti olan yatırımcılar için büyük kolaylık sağlamıştır. Yatırımcılar hem hangi şirketlerin hisselerine yatırım yapabileceğini görebilmekte hem de bu şirketlerin performansları hakkında bilgi sahibi olabilmektedir.

Bir şirketin İslami endekse alınabilmesi için belirlenen standartlar küçük farklılıklar barındırabilmesine rağmen çoğu İslami endeks aşağı yukarı şu iki ana kriteri benimsemiştir:

- Şirketin faaliyet alanının İslami hükümlere uyması
- Şirketin faize dayalı finansal oranlarının belli bir sınırı aşmaması

Bu kriterleri sağlayan şirketler endekse alınmaktadır. Bu kriterlere pek çok eleştiri de getirilmiştir. Her ne kadar bu tür kriterler sağlansa da bu şirketlerin hisselerini almanın

yine de caiz olmayacağını savunanların sayısı az değildir. Bu görüşte olanların bir kısmı kriterlerin, bazıları da borsanın kendisinin meşru kurumlar olmadığı görüşündedirler.

1.2.2.3.3. İslami Yatırım Fonları

Yatırım fonları, tasarruf sahiplerinden toplanan paraları hisse senedi, tahvil/bono, ters repo gibi sermaye piyasası araçları, altın ile diğer kıymetli madenleri içeren portföy oluşturarak bu fonları yönetmektedir. Fona katılmak isteyenler fonun sahip olduğu portföyün belli bir oranını temsil eden katılma payını satın alır. Bireysel yatırımcılar hisse senedi, tahvil, altın gibi yatırım araçlarına kendileri de bağımsız olarak yatırım yapabilir. Fakat bu ürünlere yatırım yaparak kâr sağlamak bilgi ve uzmanlık gerektirdiği için bu tür fonları finansal aracılar, bankalar gibi uzman kuruluşlar yönetirler. Fon oluşturulurken fonda yer alacak ürünler risk çeşitlendirme yoluyla belirlenir ve fonun her halde kâr elde etmesini sağlayacak ürün çeşitliliği sağlanır (SPK).

Portföye alınacak menkul kıymetler göz önüne alındığında pek çok yatırım fonu çeşidi bulunmaktadır. Bunlardan bazıları, tahvil ve bono fonu, hisse senedi fonu, altın fonu ve endeks fonlardır.

İslami yatırım fonlarının klasik yatırım fonlarından en önemli farkı Şer'i Denetim Kuruluna sahip olmasıdır. Şer'i denetim kurulunun temel görevi fonun İslam hukukuna göre yönetilmesini sağlamaktır. Şer'i denetim kurulu fon portföyünü oluşturacak ürünlerin İslam hukukuna uygun ürünler olmasını sağlamaktadır. İslami yatırım fonu portföyünde haram faaliyetlerle iştigal etmeyen şirketlerin hisse senetleri, sukuk, altın, gümüş gibi yatırım yapılmasında Şer'i olarak bir sakınca bulunmayan ürünler bulunmaktadır (Hassan, 2001, 2002).

İslami yatırım fonlarının değeri 2008 yılında 25,7 milyar dolar iken 2014 yılına gelindiğinde 53,2 milyar dolar değerine ulaşmıştır. Fonların yılda ortalama yüzde 8,7 büyüyeceği ve 2019 yılında 76,7 milyar dolar değerine ulaşması tahmin edilmektedir. Dünyadaki İslami yatırım fonu sayısı 2013 yılında 828 iken 2014 yılında 943'e ulaşmıştır (Reuters, 2015).

1.2.2.3.3.1. İslami Yatırım Fonları Dayanak Sözleşmeleri

İslami fon yönetim şirketleri, yatırım fonunu İslam ticaret hukukunda yer alan üç farklı sözleşmeye göre yönetmektedirler. Bu sözleşmeler mudarebe, müşareke ve vekalet sözleşmeleridir

1.2.2.3.3.1.1. Mudarebe Sözleşmesine Dayanan Fonlar

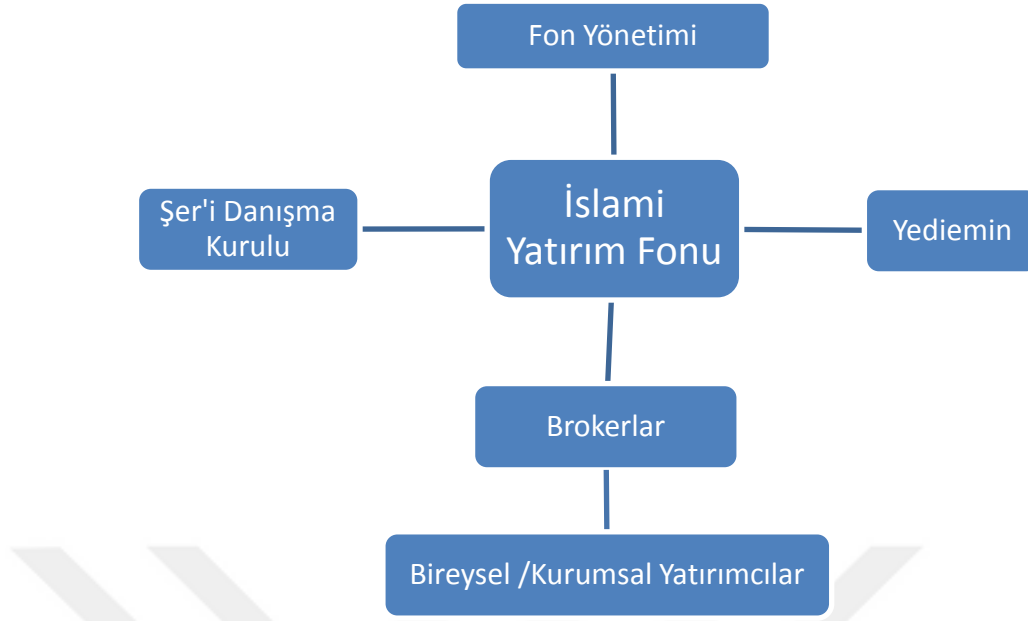
Mudarebeye dayalı yatırım fonunda fon yöneticisi müdarib (girişimci), yatırımcılar ise rabbül mal (sermayedar) olmaktadır. Eğer fondan kâr elde edilirse bu sözleşmede belirlenen oranlara göre paylaştırılır. Eğer zarar söz konusu olursa, zararın tamamı yatırımcılar tarafından üstlenilmektedir. İslami yatırım fonlarının büyük bir kısmı mudarebe sözleşmesine dayalı olarak yönetilmektedir (Bacha & Mirakhor, 2013:257).

1.2.2.3.3.1.2. Müşareke Sözleşmesine Dayanan Fonlar

Müşareke ortaklığında taraflar sermaye ile birlikte emeklerini de ortaya koyabilirler. Müşarekeye dayalı yatırım fonunda ortaklar kârın paylaşımını sözleşmede belirledikleri orana göre yaparlar. Zarar ise ortakların koyduğu sermaye oranına göre paylaşılır. Burada yatırımcılar sadece sermaye koyarken fon yöneticileri, sermayeleri ile birlikte emek de ortaya koymaktadır. Müşarekeye dayalı yatırım fonu çok sık tercih edilen bir yöntem değildir (Bacha & Mirakhor, 2013:257).

1.2.2.3.3.1.3. Vekalet Sözleşmesine Dayanan Fonlar

Bu tip fonlarda fon yöneticisi ile yatırımcılar arasında vekalet ilişkisi söz konusudur. Fon yöneticisi yatırımcıların vekili konumundadır ve yatırımcılar adına fonu yönetir. Burada vekalet sözleşmesi söz konusu olduğundan fon yöneticisi yatırımcılardan sabit bir ücret talep edebilmektedir. Fon yöneticisine gösterdiği performansa göre de verilen ücret arttırılabilmektedir. Örneğin fon yöneticisinin başarılı performansı sayesinde fon büyük kârlar elde ettiyse bu kârın belli bir oranı fon yöneticisinin vekalet ücretine eklenebilir (Bacha & Mirakhor, 2013:257).



Şekil 1:Örnek Bir İslami Yatırım Fon Yapısı

Kaynak: (Bacha & Mirakhor, 2013:258)

1.2.2.3.3.2. Türkiye'deki İslami Yatırım Fonları

Türkiye'deki İslami yatırım fonları Tablo 1'de verilmiştir. Bu fonların portföyleri faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır. Her bir fon, kendi portföyünde bulunacak varlıklara ilişkin farklı oranlar benimseyebilmektedir. Aşağıda bu fonlardan bazıları ile ilgili kısa bilgiler verilmiştir.

1.2.2.3.3.2.1. Halk Portföy Katılım Fonu

Halk Portföy Yönetimi A.Ş tarafından kurulan bu fonda, toplanan paralar sukuk (kira sertifikaları), katılım hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaktadır (KAP, 2016).

1.2.2.3.3.2.2. Ak Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu

Ak Portföy Yönetimi A.Ş'nin oluşturduğu bu fonun portföyünün en az yüzde 80'i kira sertifikalarından oluşmaktadır. Kalan yüzde 20'lik kısım ise katılma hesapları, altın ve diğer kıymetli madenler ile faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaktadır. Fon portföyünde faize dayalı olmayan yabancı para ve sermaye piyasası araçları yer alabilmektedir (KAP, 2016).

1.2.2.3.3.2.3. Bizim Portföy Enerji Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)

Fon portföyünün en az %80'i Borsa İstanbul'da işlem gören enerji ve tabii kaynaklar sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerine yatırılmaktadır. Fon portföyünün yüzde 20'lik kısmına kamu ve özel sektör kira sertifikaları, yabancı ortaklıkların hisse senetleri, varlığa dayalı menkul kıymetler, altın ve kıymetli madenler, yabancı kira sertifikaları ve bunlara benzer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçları alınmaktadır (KAP, 2016)

1.2.2.3.3.2.4. Ziraat Portföy Altın Katılım Fonu

Fon portföyünün yüzde 80'i altına ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarına, %20'si ise kira sertifikaları, katılma hesapları, katılım50 endeksinde yer alan ortaklık payları ile fon danışma kurulunun icazet verdiği ortaklık paylarına yatırılmaktadır (KAP, 2016).

Tablo 1: Türkiye'deki İslami Yatırım Fonları

Ak Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu	Garanti Portföy Birinci Katılım Fonu
Alkhair Portföy Birinci Katılım Fonu	Halk Portföy Katılım Fonu
Alkhair Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	İş Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Alkhair Portföy Kira Sertifikası (Sukuk) Katılım Fonu	İş Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu
Azimet Pyş Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu	Vakıf Portföy Altın Katılım Fonu
Bizim Portföy Birinci Katılım Fonu	Yapı Kredi Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu
Bizim Portföy Birinci Kira Sertifikası Katılım Fonu	Ziraat Portföy Altın Katılım Fonu
Bizim Portföy Enerji Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Ziraat Portföy Katılım Fonu
Bizim Portföy İkinci Kira Sertifikası Katılım Fonu	Ziraat Portföy Katılım Fonu (Döviz)

Bizim Portföy İnşaat Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Ziraat Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Bizim Portföy Katılım 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Ziraat Portföy Katılım Serbest Fon
Ergo Portföy Kira Sertifikası Katılım Fonu	Ziraat Portföy Kira Sertifikası (Sukuk) Katılım Fonu
Ergo Portföy Yabancı Kira Sertifikası (Sukuk) Katılım Fonu	

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu, <https://www.kap.gov.tr/yatirim-fonlari/faal-yatirim-fonlari/detay.aspx?fId=455>, Erişim Tarihi: 31.03.2016

1.2.2.3.4. İslami Borsa Yatırım Fonları

İslami borsa yatırım fonunu açıklamadan önce borsa yatırım fonunu açıklamak yerinde olacaktır. Borsa yatırım fonu, katılma belgelerinin borsada işlem gördüğü, bir endeksi baz alan ve bu endeksin performansını yatırımcılara yansıtan yatırım fonudur. Tanımda da ifade edildiği gibi bu fonların bir endeksi baz alması gerekmektedir. Fon portföyünde, baz alınan endeksin kapsamındaki hisse senetlerinin bulunması gerekmektedir. Fon portföyüne seçilecek menkul kıymetler iki yöntemle seçilebilir: baz alınan endekste menkul kıymetlerin ya tamamı portföyün içinde olabilir ya da endeksten örneklem yoluyla bazı menkul kıymetler seçilebilir. Fon portföyü hangi yöntemle seçilirse seçilsin baz alınan endeks ile fonun değeri arasında en az yüzde 90 korelasyon olması gerekmektedir (Borsa Yatırım Fonları, 2016)

Dow Jones Islamic Market Index, FTSE Global Islamic Index serileri ve daha sonra Kuala Lumpur Syariah Index gibi güvenilir endekslerin oluşturulması bu fonlar için önemli bir dönüm noktası olmuştur. Bu endeksler fon yatırımcılarına İslami fonlar ile konvansiyonel fonların performansını karşılaştırma imkanı vermiştir (Hassan, 2002).

Borsa yatırım fonlarının ülkemizdeki tarihi çok eski sayılmaz Sermaye Piyasası Kurulu'nun 13 Nisan 2004 tarihinde 25432 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri VII, No:23 sayılı "Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile Türk sermaye piyasalarında yer almaya başlamıştır. Ülkemizde ilk borsa yatırım fonu 17 Eylül 2004 tarihinde kurulan ve 14 Ocak 2005'te halka arz edilen Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonudur (Baş & Sarıoğlu, 2015).

A tipi ve B tipi olmak üzere iki tip Borsa yatırım fonu bulunmaktadır. A tipi BYF’de fon portföyünün yüzde 25’lik kısmı Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların menkul kıymetlerinden oluşur. Bunların dışında kalan diğer fonlar ise B tipi fonlardır.

A tipi borsa yatırım fonları, fon portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az % 25’ini, devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil olmak üzere, Türkiye’de kurulmuş şirketlerin menkul kıymetlerine yatırmaktadır. Bunun dışındaki BYF’ler ise B tipidir. Borsa yatırım fonunun diğer yatırım fonlarından en önemli farkı katılma belgelerinin borsalarda işlem görebilmesidir. Bütün borsa yatırım fonlarının katılma belgeleri menkul kıymet niteliğindedir (SPK, 2016).

İslami borsa yatırım fonu, İslami endekslerin baz alınarak oluşturulduğu bir borsa yatırım fonudur. Türkiye’de kurulan ilk İslami borsa yatırım fonu Dow Jones DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonudur. Dow Jones Islamic Market Index Turkey endeksini baz alarak oluşturulmuştur. Endeks yapıcısı Dow Jones, fon kurucusu ve yöneticisi Bizim Menkul Değerler A.Ş.’dir (Dow Jones, 2016).

1.2.2.3.3.5. İslami Gayrimenkul Fon ve Ortaklıkları

Gayrimenkul yatırım ortaklığı, getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapan, portföyündeki gayrimenkullerden kira geliri ve gayrimenkul alım satım kazancı elde eden ortaklıklardır. Portföyündeki varlıklardan kazanç elde eden gayrimenkul yatırım ortaklığı, yılsonunda bu kazancı ortaklarına temettü olarak dağıtabilmekte ve böylece gayrimenkul gelirini ortaklarına aktarabilmektedir (SPK, 2016)

Gayrimenkul yatırım fonları ise ellerindeki kaynakların yüzde 98’ini gayrimenkul grubu varlıklara yatıran fonlardır. Gayrimenkul yatırım fonları gayrimenkul yatırım ortaklığından farklı olarak fon paylarını yatırımcıların isteği üzerine geri alabilmektedirler. Yatırımcıların paylarını geri satabilme imkanı, her zaman likit kalmak isteyen bireysel yatırımcılar için bu fonları cazip kılmaktadır (Yanpar, 2014:202).

İslami gayrimenkul yatırım fon ve ortaklıklarını diğer yatırım fon ve ortaklıklarından ayıran en önemli özellik bu kuruluşların hesap ve işlemlerinin Şer’i denetim ve

gözetimden geçmesidir. Ayrıca bu fon ve ortaklıkların sahip oldukları gayrimenkullerin İslami sigorta (tekafül) ile sigortalımları zorunludur.

İslami gayrimenkul yatırım fon ve ortaklıklarına ilişkin ilk resmi düzenlemeyi Malezya yapmıştır. Türkiye’de ilk gayrimenkul yatırım fonu 2015 yılında 24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.’nin çıkardığı Primo adındaki gayrimenkul yatırım fonudur. (“Türkiye İlk Gayrimenkul Yatırım Fonu” 2015).

1.2.2.4. İslami Sermaye Piyasasının Temel Gereklilikleri

1.2.2.4.1. Risk Paylaşımı

İslami finansın temelinde yatan ilke risk paylaşımıdır. Bu ilkenin başlangıç noktası Allah’ın alış verışı helal faizi ise haram kılmasıdır:

“Faiz yiyenler (kabirlerinden), şeytan çarpmış kimselerin cinnet nöbetinden kalktığı gibi kalkarlar. Bu hal onların «Alım-satım tıpkı faiz gibidir» demeleri yüzündendir. Halbuki Allah, alım-satımı helâl, faizi haram kılmıştır. Bundan sonra kime Rabbinden bir öğüt gelir de faizden vazgeçerse, geçmişte olan kendisinin ve artık onun işi Allah'a kalmıştır. Kim tekrar faize dönerse, işte onlar cehennemliktir, orada devamlı kalırlar.” (Bakara: 275)

Bey, sözlükte değiştirmek, mübadele etmek, satmak, satın almak gibi manalara gelmektedir. Geniş anlamda ‘bey’ İslam’ın yasaklamadığı tüm alışveriş türlerini ifade eden sözleşmenin adıdır (Bayındır, 2007:81). Terim olarak ise ‘bey’ bir malın başka bir mal ile değiştirilmesi, takas edilmesi olarak tanımlanmaktadır. Bu anlamda, ‘bey’ bir mülkiyet hakkının başka bir mülkiyet hakkı ile değiştirilmesini, takas edilmesini ifade eder. Bakara suresi 275. ayette ifade edilen helal alışveriş mülkiyet haklarının bir taraftan diğerine tam olarak devredildiği sözleşmelere dayanan alışveriştir. Faize dayanan sözleşmelerde ise mülkiyet hakları tam olarak takas edilememektedir. Örneğin bir kredi sözleşmesinde kredi veren banka verdiği kredi miktarı üzerinde tam mülkiyet hakkını sürdürürken yapılan sözleşme, önceden belirlenen faiz oranı kadar olan fazlalık üzerinde banka lehine ekstra bir mülkiyet yaratmaktadır. Bu tür sözleşmeler İslam hukukuna uygun sözleşmeler değildir. Faize dayanan sözleşmeler ise risk paylaşımından ziyade risk transferini içermektedir Sözleşmeden kaynaklanan bütün

riskler borç alana transfer edilmekte, borç veren kişi verdiği parayla yapılan ticaretteki riskin hiçbir parçasına sahip olmamaktadır (Bacha ve Mirakhor, 2014:286).

Bakara suresi 275. Ayette Allah'ın Bey'i, yani helal alışverişi emretmesi, her türlü mübadele de risk paylaşımını emretmesi anlamına gelmektedir. Risk paylaşımı ise beraberinde uzmanlaşmayı, işbirliğini, koordinasyonu ve güveni geliştirmektedir. Bütün bunlar ise etkin bir kaynak dağılımını sağlayacak unsurlardır. Mübadeleler için pazar (piyasa) gereklidir. Piyasa ise katılımcıların davranışlarını düzenleyen kurallara ihtiyaç duyar. İslami bir sermaye piyasası için bu kurallar Kuran'da ve Rasulullah'ın sünnetinde bulunmaktadır (Iqbal ve Mirakhor, 2014).

1.2.2.4.2. Denge ve Eşitlik (Adalet)

Faize dayalı sözleşmeler denge ve adalet ilkesine aykırıdır. Faize dayalı bir sözleşmede borç veren ile borç alan arasında denge ve adalet gözetilmemektedir. Borç veren hem borç verdiği miktar üzerinde, hem faiz oranı kadar olan fazlalık üzerinde hem de teminat olarak alınan varlık üzerinde hak sahibi olmaktadır. Bu sözleşmeler denge ve eşitlik ilkesine aykırıdır (Bacha ve Mirakhor, 2014:288).

1.2.2.4.3. Mülkiyet Hakları

İslam'da gerçek mülkiyet ancak ve ancak Allah'a aittir. İnsan mülkiyeti Allah'ın halifesi olma sıfatıyla bu dünyada emaneten kullanır. İnsanlar mülkiyet ile ilgili haklarını çalışma karşılığında veya bir transfer (miras gibi) ile kazanabilirler. Kumar, hırsızlık, rüşvet veya tefecilik gibi bir anda ve emek sarf etmeden elde edilen mülkiyet hakkı meşru olarak kabul edilmez (Bacha ve Mirakhor, 2014:288).

1.2.2.4.4. Piyasalar ve Piyasa Fiyatları

Kurandaki varlık transferinin 'bey' esasına dayalı alışverişle yapılması ve faiz yoluyla kazancın yasaklandığının tekraren vurgulanması piyasanın önemine ve piyasada belirlenen fiyatlara riayet edilmesinin gerekliliğine işaret etmektedir. Hz. Peygamber pek çok hadisinde fiyatların piyasada piyasa aktörleri tarafından rekabet ile belirlenmesini söylemiştir. Ayrıca piyasada hesap verilebilirliğin tesis edilmesi için muhtesipleri görevlendirerek piyasayı etkin bir gözetim ve denetime tabi tutmuştur. İslami bir sermaye piyasası da fiyatların piyasa aktörleri tarafından belirlendiği,

fiyatlara suni müdahalelerin yapılmadığı, piyasanın etkin bir şekilde denetlendiği bir piyasa olmalıdır (Bacha ve Mirakhor, 2014:288).

1.2.2.4.5. Akitler ve Güven

İslam'da güven kavramının büyük önemi vardır. Hz. Peygamberin künyesi güvenilir kişi anlamına gelen 'el-emin'dir. Akitler, güveni fiiliyata dökmektedir. Kuran tüm sözleşmelerin mümkün olduğu kadar sözleşmelere dayalı olmasını esas almaktadır. Evlilikten, ekonomik işlemlere ve siyasi otoritenin meşruluğuna kadar olan tüm ilişkiler bu kapsamdadır.

“Ey iman edenler! Belli bir süre için birbirinize borçlandığınız zaman bunu yazın. Aranızda bir yazıcı adaletle yazsın. Yazıcı, Allah'ın kendisine öğrettiği şekilde yazmaktan kaçınmasın, (her şeyi olduğu gibi dosdoğru) yazsın. Üzerinde hak olan (borçlu) da yazdırsın ve Rabbi olan Allah'tan korkup sakınsın da borçtan hiçbir şeyi eksik etmesin (hepsini tam yazdırsın). Eğer borçlu, akli ermeyen, veya zayıf bir kimse ise, ya da yazdıramıyorsa, velisi adaletle yazdırsın. (Bu işleme) şahitliklerine güvendiğiniz iki erkeği; eğer iki erkek olmazsa, bir erkek ve iki kadını şahit tutun. Bu, onlardan biri unutacak olursa, diğerinin ona hatırlatması içindir. Şahitler çağırıldıkları zaman (gelmekten) kaçınmasınlar. Az olsun, çok olsun, borcu süresine kadar yazmaktan usanmayın. Bu, Allah katında adaletle daha uygun, şahitlik için daha sağlam, şüpheye düşmemeniz için daha elverişlidir. Yalnız, aranızda hemen alıp verdiğiniz peşin ticaret olursa, onu yazmamanızdan ötürü üzerinize bir günah yoktur. Alışveriş yaptığınız zaman da şahit tutun. Yazana da, şahide de bir zarar verilmesin. Eğer aksini yaparsanız, bu sizin için günahkârca bir davranış olur. Allah'a karşı gelmekten sakının. Allah, size öğretiyor. Allah, her şeyi hakkıyla bilendir.” (Bakara: 282)

Kuran tüm inananların sözleşmelerin hükümlerine riayet etmelerini emretmektedir. Piyasa fiyatı üzerinden yapılan sözleşmelerdeki şartlara riayet etmek karşılıklı sadakati gerektirmektedir. Bir ticari sözleşme yaparken güvenin gerçekleşmesi mümkün olmuyorsa piyasalar etkin bir şekilde çalışamaz. Risk paylaşımı, tarafların ticari işlemler hususunda kurallara bağlı olmasını gerektirmektedir. Eğer taraflar farklı saiklerden

ötürü sözleşme şartlarını yerine getirmeme eğilimine girerse, bu durumda tarafları sözleşme şartlarını uymaya zorlayacak kuralların olması gerekmektedir. Risk paylaşımına dayalı ticari bir işlemde taraflar sözleşme şartlarına riayet etmemenin misli ile karşılık bulacağını bildikleri takdirde davranışlarını kontrol edeceklerdir. İslam sözleşmelerin açık ve net olmasını bireylerin güvenilir olmasını, sözleşmelere riayeti ve sözleşmelerin uygulanabilirliği üzerinde durmaktadır. Bu gerekliliklerin tesis edilmesi ve uygulanması ticari işlem giderlerinin düşmesine neden olacak, piyasalara daha fazla katılımı ve piyasaların sorunsuz işlemlerini sağlayacaktır (Bacha ve Mirakhor, 2014:288).

1.2.2.4.6. Getirilerin Sabit Olmaması

Sözleşmelerin risk paylaşımına dayalı olmasının, fiyatların piyasa tarafından belirlenmesinin ve faiz yasağının doğal sonucu sözleşmelerin getirilerinin sabit olmamasıdır. Ticari bir işleme ilişkin getiri yatırım sonuçlanmadan önce belirlenmemeli ve sabitlenmemelidir. Ticari bir sözleşmeden elde edilecek getiri, yatırım sonuçlandıktan sonra ortaya çıkmalıdır (Bacha ve Mirakhor, 2014:289).

1.2.2.4.7. Spekülatif Davranışların Yasaklanması

İslami sermaye piyasasında aşırı belirsizlik içeren, kumar özelliği olan ve aşırı riski içinde barındıran sözleşmeler yasak olmalıdır. Ayrıca taraflar arasında bilgi asimetrisi olmamalı, bir tarafın diğer tarafın sözleşme ile ilgili daha az bilgi sahibi olmasından (cehalet) faydalanması engellenmelidir. (İqbal ve Mirakhor, 2011:10)

İslam'ın öngördüğü bütün bu gereklilikleri yerine getiren bir sermaye piyasası şu an mevcut değildir. Fakat risk paylaşımının İslami sermaye piyasası için en önemli faktör olduğu kabulünden hareketle, risk paylaşımının en iyi gerçekleştiği piyasalar hisse senedi piyasalarıdır. Çünkü bir şirketin hisse senedini satın olmak o şirkete ortak olmak demektir. Bir şirkete ortak olmak ise o şirketin riskini paylaşmak, kâr ve zararına ortak olmaktır. İkinci bölümde risk paylaşımına daha uygun bir piyasa olan hisse senedi piyasaları ele alınacaktır.

BÖLÜM 2: RİSK PAYLAŞIM MEKANİZMASI AÇISINDAN BORSA VE İKTİSADİ FAYDALARI

Bu bölümde risk paylaşımına uygun bir mekanizma olarak borsa incelenecek, borsaların ekonomiye katkıları dile getirilecektir. Daha sonra borsada işlem gören hisse senetlerine yatırım yapmanın fıkhi yönü incelenecektir.

2.1. Risk Paylaşım Mekanizması Açısından Borsa

İslami finansın en temel ilkelerinden biri risk paylaşımı olmasına rağmen mevcut İslami finans uygulamaları risk paylaşımından ziyade borca dayalı enstrümanlara dayanmaktadır. Bunun sebebi İslami finansın da tıpkı konvansiyonel finasta olduğu gibi bankacılık üzerinde konumlandırılmasıdır. İslami bankacılığa getirilen en büyük eleştiri onun konvansiyonel bankacılık ürünlerini aynen alıp onu İslam hukukuna uygun hale getirmesi, böylece faiz oranlarına bağımlı, risk paylaşımından ziyade risk transferine dayanan enstrümanların ortaya çıkmasıdır. İslami finansı, bankacılığın ve faiz oranlarının egemenliğinden kurtaracak alternatif bir mekanizma olarak hisse senedi piyasalarının dikkate alınması gerekmektedir. Hisse senedi satın alarak şirket hissesinde pay sahibi olmak, o şirketin kârına ve zararına ortak olarak şirketin riskini paylaşmak anlamına gelmektedir. Mevcut iktisadi düzende en gelişmiş risk paylaşım mekanizması olarak borsa dile getirilebilir. Mevcut haliyle manipülasyona açık olması, küçük yatırımcıların menfaatlerinin korunmaması gibi pek çok nedenle meşru görülmemesi, borsanın özü itibarıyla risk paylaşım mekanizması olduğu gerçeğini değiştirmez. Meşru görülmeyen uygulamalardan arındırılmış, etkin bir borsa bankaların ve borca dayalı finansmanın hakimiyetini azaltabilir (Sheng, 2009).

Bir şirketin finansman talebi açısından risk paylaşımının cazibesi, borçla finansmana nazaran çok yüksek değildir. Çünkü borç ile finansmanın maliyeti daha düşüktür. Borçla finansmanda sermayenin getiri oranı kaldıraç etkisi nedeniyle artar. Faiz giderlerinin vergi matrahından indirilmesi nedeniyle de borçla finansman daha da ucuz hale gelmektedir. Ayrıca sermaye sahiplerinin sahip oldukları hisse oranı borçlanmayla azalmamış olur. Şirketin yaptığı bir yatırım eğer çok kârlı bir yatırımsa, elde edilen kârın tamamı şirkete kalmaktadır. Şirket, aldığı kredinin faiz oranı kadarlık bir kısmını kârından düşecektir. Şirket eğer borç yerine hisse senedi ile finansman yolunu tercih

etseydi elde ettiği kârın daha büyük bir kısmını hissedarlar ile paylaşmak zorunda kalacaktı. Bu nedenlerle, hisse senedi ile finansman, kârını maksimize etmek isteyen bir şirket için cazip görülmemiş, borç ile finansman her zaman daha cazip olmuştur (Bacha ve Mirakhor, 2014:292).

Duruma borç veren açısından bakıldığında borç veren finansal kuruluşun da pek çok avantajı bulunmaktadır. Şirkete kredi veren banka, yapılan yatırım ile ilgili hiçbir riski üzerine almamaktadır. Her halükârda verdiği krediyi faiziyle birlikte geri alacaktır. Banka hiçbir riske girmeden sabit bir getiri elde etmekte ve bu getiri de mevduat sahiplerine ödeyeceği faiz oranından daha yüksek olduğu sürece verdiği krediden her durumda bir kâr elde etmiş olacaktır (Iqbal ve Mirakhor, 2014).

Borç ile finansmanda hem borç veren banka hem de borç alan şirket kazançlı çıkıyor gibi gözükmemektedir. Fakat duruma makro ölçekte bakıldığında aşırı borçlanmanın topluma kayıp olarak döndüğu bir gerçektir. Aşırı borçlanma neticesinde ortaya çıkan krizlerin maliyetini toplumun tamamı karşılamaktadır. Dünya, 2008 küresel finans krizinde aşırı borçlanmanın toplumsal maliyetlerini tecrübe etmiştir. Büyük banka ve finans kurumlarının iflasını devletler sıradan halktan topladıkları vergilerle önlemiştir (Iqbal ve Mirakhor, 2014).

Risk paylaşımına dayalı finansmanda bu tür aşırılıkları önleyecek bir otokontrol mekanizması bulunmaktadır. Finansman sağlayanlar riski paylaşmak zorunda olduklarından bir projeyi finanse ederken daha ihtiyatlı davranacaklardır. Aynı şekilde şirket ortakları da dış finansmana başvururken daha ihtiyatlı davranacaktır. Çünkü risk paylaşımıyla elde edilen finansman gelecekte elde edilecek kârı da paylaşmayı gerektirecektir. Risk paylaşımının topluma faydası ise projelerin daha detaylı incelenmesi ve kârlı projelerin finanse edilmesini sağlamasıdır. Böylece kaynak tahsisini ve ekonomik verimliliği direkt olarak etkileyecek kötü ve gereksiz projeler önlenmiş olacaktır. Ayrıca, risk paylaşımına dayalı finansman aşırı kaldıracı önleyici etkisi bir ekonomide finansal krizlere karşı kırılganlıkları azaltacaktır. Riskler girişimci ve sermayedar arasında paylaşıldığı için ekonomi darboğaza girdiğinde şirket üretimden, borç finansmanında olduğu kadar kısmayacaktır (Stiglitz, 1989:57).

Bireyler ve şirketler pek çok riske maruz kalmaktadır. Bunlardan birisi de likidite riskidir. Hisse senetleri hem bir ortaklık ilişkisini temsil etmekte hem de likidite riskini

önleyici bir özelliği bulunmaktadır. Borsa sayesinde bireyler sahip oldukları hisse senetlerini satarak likidite risklerinden korunabilir. Şirketler de borsalara aktif bir katılım göstererek likidite risklerini azaltabilir. Şirketler ellerinde iyi çeşitlendirilmiş bir hisse senedi portföyü bulundurarak hem likidite risklerini hem de kendi özel durumlarından kaynaklanan risklerini azaltabilirler. Etkin bir borsa yüksek teknolojik uzmanlaşma için de teşvik edici bir mekanizmadır. Şirketler sektörel talep krizi korkusuyla daha derin uzmanlaşmadan kaçmaktadırlar. Borsaların sağladığı risk paylaşım imkanı şirketlerin bu tür derin uzmanlaşmaya daha kolay girmelerine neden olur. Bu da ekonominin genel verimliliğini artırır. Borsaların etkili bir risk paylaşım araçları olmasının bir nedeni de her hissenin kendine özgü bir talebi barındırmasıdır (Pagano, 1993).

Son yıllarda İslam ekonomisi ve finansı çalışmalarında borsalara yönelik ilgi artmakta ve bazı akademisyenler tamamen risk paylaşımına dayalı borsaların geliştirilebilmesi için devlet müdahalesi konusunu gündeme getirmektedir. Etkin bir borsanın hem uluslararası hem de ulusal risk paylaşımını geliştireceği ve bunun da ekonomiyi ve finansal sistemi krizlere karşı daha dirençli hale getireceği dile getirilmektedir (Sheng, 2009).

2.2. Mevcut Borsaların Zayıf Yönleri

Mevcut borsaların pek çok zayıf yönleri bulunmaktadır. Borsalar kısa vadede yüksek kâr elde etmek isteyenlerin başvurduğu bir araç haline gelmiştir. Halbuki olması gereken, bir şirkete uzun vadeli yatırım yaparak şirketin bir ortağı olma vasfının daha baskın olmasını sağlamaktır. Hisse senetlerine kısa vadeli yatırım, şirketlerin altyapı eksiliğine ve ARGE harcamalarının azalmasına neden olmaktadır. Kısa vadediliği önlemek için hisse senetlerinin kısa vadede alınıp satılmasının yüksek oranda vergiye tabi olması gibi önlemler gündeme getirilmektedir. Hisse senetlerinin alım-satımında bu tür bir vergilendirme zaman içerisinde borsaların kültürünü uzun vadeli yatırım kültürüne doğru taşıyacağı düşünülmektedir (Sheng ve Singh, 2013:316-317).

Şirketlerin halka açılmalarına ilişkin prosedür ve masraflar borsaların sadece büyük şirketlerin finansman sağladığı alanlar olmasına yol açmakta, küçük ölçekli şirketlerin hisse senedi ile finansman yolunu kullanamamalarına neden olmaktadır. Ayrıca halka açık borsaların düşük performans göstermesi ve kısa vadediliği içermesi şirketlerin

borsaya kote olmada daha çekingen davranmalarına neden olmaktadır. Borsaların spekülâtif hareketlere açık olması, kurumsal denetim eksikliği, asimetrik bilgi gibi etmenler mevcut borsaların zayıf noktalarını oluşturmaktadır. Özkaynak aleyhine ve borç lehine olan mali ayrımcılık şirketlerin borçla finansmanı tercih etmesine neden olmaktadır. Faiz giderlerinin vergi matrahından indirilmesi kredi ile finansmanı çok daha ucuz hale getirmekte ve şirketler bu seçeneği tercih etmektedir (Sheng ve Singh, 2013:316-317).

İslâm'ın öğrettiği gerçek ticari davranışın gerektirdiği ile şimdiki borsaların gerçekleri arasında bariz eksiklikler vardır. Bilgi edinme, uygulama ve denetimin, yeniden düzenlenmelerin, katılım maliyetlerini azaltan uygulamaların günümüzde uygulanandan daha güçlü ve kapsamlı olması gerekmektedir (İqbal ve Mirakhor, 2014).

2.3. Şirket Açısından Hisse Senedi ile Finansmanın Sonuçları

Şirketler açısından hisse senedi ile finansman borca kıyasla çok cazip görülmemektedir. Çünkü borçla finansmanın pek çok avantajı bulunmaktadır. Şirketlerin borçla finansmanı tercih etmesinin birinci nedeni şirketin kârını başkalarıyla paylaşmayarak daha çok kâr elde etmek istemesidir. Şirket borçla finansman sağladığında sabit bir faiz oranı kadarlık kısmı ödemekte kalan bütün kâr ise şirkete ait olmaktadır. Oysa ki kâr-zarar ortaklığı yoluyla finanse etseydi kârından daha büyük kısmı paylaşmak zorunda kalacaktı. İkinci sebep borçla finansmanın vergiden indirim konusu yapılabilmesi, borcun maliyetini daha da düşürmesidir. Şirketlerin hisse senedi ile finansmanı tercih etmemesinin üçüncü nedeni ise ters sinyal etkisidir. Hisse senedi ihraç etmenin iyi şirketlerin, kalitesiz şirketlermiş gibi algılanmasına neden olmasından çekinilmesi, şirketleri hisse senedi ihraç etmekten alıkoymaktadır (Stiglitz, 1989). Dördüncü neden ise borsalardaki maliyetlerdir. Hisse senedi ihraç etmenin işlem maliyeti, bilgi edinme maliyeti ve borsaların zayıf yönetim yapıları şirketlerin hisse senedi ile finansmanı tercih etmemesine neden olmaktadır. Bu maliyetler yüksek olduğu sürece şirketler hisse senedi ile finansmanı tercih etmeyeceklerdir (Allen & Gale, 2009).

Borçla finansman her ne kadar bir şirketin sermaye maliyeti açısından çok daha cazip gözükse de pek çok dezavantajı da bulunmaktadır. İlk olarak bir şirketin ağırlıklı olarak borçla finansmanı tercih etmesi o şirketin riskini artırmaktadır. Yüksek borçluluğa sahip bir şirketin sistematik riski daha fazla olacaktır. Borç ile finansmanın sabit bir geri

ödemesi olduğundan ileriki dönemlerde şirketin nakit akımını olumsuz yönde etkileyebilir. Ayrıca yüksek borçluluk şirketin esnekliğini azaltmakta, yeni yatırım fırsatlarını değerlendirme ihtimali azalmaktadır. Faiz giderlerinin bir vergi indirim kalemi olma özelliği kaldırılrsa borçlanarak finansman sağlamanın avantajı azalacak, şirketin borçla finansmandan kaynaklanan sermaye maliyeti yükselecektir.

Borcun kullanılmadığı, hisse senedi ile finansmanın tercih edildiği bir ortamda şirketin sermaye maliyeti hisse senedi maliyetine yaklaşacaktır. Bu maliyet de şirketin ticari riskine yansıyacak, bu da pek çok faydayı ortaya çıkaracaktır. Sermayenin değeri şirketin ya da yatırımın riskine bağlı olarak fiyatlanacak ve borçlanmanın neden olduğu riskten etkilenmeyecektir. Borç kullanarak kaldıraçtan yararlanma imkânının ortadan kalkması durumunda şirketin kazançları ve hisse senedi fiyatları daha az dalgalanma gösterecektir. Şirketlerin borcu kullanmaması makro düzeyde de borcu azaltacak, bu da ekonominin kırılganlığını azaltacaktır. Ayrıca, hisse senedi ile finansman şirketlerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (WACC) yükseltecek, fakat bu maliyet şirketlerin ticari riskine ve varlık riskine yansıyacaktır. Bu durumda hisse senedi fiyatları şirketin gerçek ticari riskini yansıtacaktır. Dahası riskler girişimci ve sermayedar arasında paylaşılacağından, ekonomi darboğaza girdiğinde şirket üretimden, borç finansmanında olduğu kadar kısmayacaktır (Iqbal ve Mirakhor, 2014).

2.4. İslami Borsa Anlayışı

Tamamen risk paylaşımına dayanan İslami bir borsanın hangi kurallara tabi olacağı ve nasıl işletileceği kapsamlı çalışılması gereken bir konudur. Önceki bölümde belirtilen İslami bir sermaye piyasasının ilkelerinden hareketle böyle bir borsanın nasıl olması gerektiği hakkında bir kanaat oluşturulabilir. Öncelikle İslami bir borsa kısa vadeli alım satımlarla kazanç elde etme anlayışına son vermeli ve borsa kültürünü uzun vadeli kazanca doğru değiştirmelidir. Borsada iki tip yatırımcı vardır. Birinci tip yatırımcı, yatırım yaptığı şirketin uzun vadede değerini maksimize etmeye çalışır ve aldığı hisse senedini kısa vadede elinden çıkarmaz. İkinci tip yatırımcı ise sadece hisse senedi fiyat hareketleriyle ilgilenir ve kısa vadeli kazanç peşinde koşar. Bu tür yatırımcılar piyasanın psikolojisini takip ederek nasıl kâr elde edileceği üzerinde odaklanırlar. İslami bir borsa birinci tip yatırımcıyı teşvik etmeli ve ikinci tür yatırımcıyı engelleyecek kurallar koymalıdır. Mevcut borsalarda işlem gören hisse senetlerinin alım satımına cevaz veren

bazı İslam hukukçuları bunların kısa vadeli olarak alınıp satılmamasını şart koşmuşlardır (Sheng & Singh, 2013).

İslami bir borsa kurulduğunda bu borsanın hiçbir aksaklık olmadan çalışacağı söylenemez. İslami borsalar diğer borsalardan tamamen bağımsız olarak çalışamayacaklardır. Piyasalar arası arbitraj imkânı olacağından bu imkândan yararlanmak isteyenler elbette ki olacaktır. Mevcut borsadaki kısa vadeli kazanç peşinden koşma sorunu İslami borsalarla kısa vadede çözülemeyecektir. Bu problemin çözümü çok daha uzun bir zamana yayılacaktır. İslami borsa reel sektör ile bütünleşik bir yapıda kurulmalı, reel sektörün aynası olmalıdır. İslami borsanın işleyişi ile ilgili kurallar ve kote edilen şirketlerin fıkha uygunluğu ne kadar detaylı incelenirse İslami borsanın başarılı olma ihtimali o derece yüksek olacaktır (Sheng & Singh, 2013).

Mirakhor ve Bao (2013:50) etkin bir İslami borsa geliştirilebilmesi için gereken özellikleri şu şekilde sıralamaktadır:

- *Hisse senetlerinin borç tabanlı araçlarla adil bir şekilde rekabet edebilmesini sağlayacak politikalar geliştirilmeli, hisse senetlerini dezavantajlı konuma getiren yasal, yönetsel düzenlemeler kaldırılmalıdır.*
- *Hisse senedi yoluyla risk paylaşımını sağlayacak teşvikler getirilmelidir.*
- *Hisse senedine katılımın faydaları hakkında toplumu bilgilendirecek eğitimler düzenleyerek katılım artırılmalıdır.*
- *Banka sisteminin para yaratma kabiliyetini sınırlandıracak tedbirler getirerek, bankacılığın vereceği toplam kredinin payı hisse senetlerine kaydırılmalıdır.*
- *Menkul Kıymetler piyasası için güçlü ve dinamik bir düzenleme ve denetleme sistemi kurulmalıdır.*
- *Aracı kurumları etkin bir denetim altında tutacak araçlar ve düzenlemeler geliştirerek katılımcılara hatalı bildirim veya yanlış yönlendirmelerin önüne geçilmelidir.*
- *Gün içindeki alım ve satımların tamamen şeffaf ve doğru raporlanması sağlanmalıdır.*

- *Azınlık hissedarların haklarını korumak için gerekli yasal düzenlemeler yapılmalıdır.*
- *Şirketlerin giriştiği yatırımlar hakkında azınlık hissedarlarına açık ve şeffaf bir şekilde doğru bilgiyi vermesini sağlamayı garanti edecek düzenlemeler oluşturulmalıdır.*

Risk paylaşım mekanizmasının tabana yayılabilmesi için İslami borsanın öncelikle küçük ölçekli firmaları kote etmesi gerekmektedir. Bu şekilde yerel firmalar İslami borsa sayesinde sermayeye daha kolay erişebilecek, bu da yerel firmaların yeni yatırımlar yapma konusunda daha cesur davranmalarını sağlayacaktır. Sheng ve Singh (2013), 20. yüzyılda İngiltere’de Birmingham ve Manchester gibi şehirlerde bulunan vilayet borsalarının bu şehirlerdeki yerel firmalara sermaye sağlama ve onları destekleme konusunda gayet başarılı örnekler olduğunu ifade etmektedir.

İslami bir borsada işlem gören şirketlerin kârlılık oranları şirketlerin verimliliklerini yansıtan bir gösterge olacaktır. Böyle bir durumda tasarruf sahipleri fonlarını firmanın kâr elde etme potansiyeline göre kullanacaklardır. Bu şekilde fonlar şirketlerin yatırımlarının beklenen getirisine göre tahsis edilecek ve genellikle yüksek getirili projeler finanse edilecektir (İqbal ve Mirakhor, 2014).

İslami bir borsa bireysel yatırımcıların sahip oldukları kendine özgü riski (idiosyncratic risk) azaltabilecek bir araç olabilir. Örneğin kişinin ani bir likidite ihtiyacı olduğunda sahip olduğu hisse senetleri bu likidite sorununa çare olabilir. Aynı şekilde firmalar da borsaya aktif bir katılım sağlayarak likidite risklerini azaltabilir. Ayrıca firmalar, iyi çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturarak kendi faaliyetlerinden elde edecekleri getirinin düşük olması riskine karşı da bir önlem olarak borsayı kullanabilirler (İqbal ve Mirakhor, 2014).

2.5. Borsaların İktisadi Açıdan Önemi

Son yıllarda borsaların yatırım, istihdam ve büyüme üzerindeki olumlu etkileri ampirik çalışmalarla kanıtlanmıştır. Bu çalışmalardan bazıları Müslümov ve Aras (2002), (ASLAN ve Küçükaksoy, 2006), Altıntaş ve Ayırcay (2010), Öztürk vd. (2012), Bozoklu ve Yılcı'nın (2013) yaptığı çalışmalardır.

Etkin bir borsa aracılığıyla risk çok sayıda katılımcı tarafından paylaşıldığında finans sektörü ile reel sektör arasında daha bütünleşik bir yapı oluşur. Reel sektör ve finans sektörünün bütünleşik bir yapıda olması ekonomik büyümeye ve finansal sistemin istikrarına katkı sağlar. Borç araçları aracılığıyla yapılan risk transferi finans sektörü ile reel sektör arasındaki bağı zayıflatır. Bu da finansal istikrar için tehlike oluşturur. Finansal faaliyetlerin büyümesi ile reel sektör faaliyetlerinin büyümesi arasında büyük bir farkın olması finansallaşma denen kavramı ortaya çıkarmaktadır. Finansallaşma yüzünden finans artık reel sektöre bağlı olmaktan çıkar. Bu da finansal istikrarsızlığa ve krizlere neden olur. Dünyada yaşanan krizlerin pek çoğu borç krizleridir ve bu krizlerin atlatılması için büyük devlet müdahaleleri gerekmiştir. Büyük sermaye sahipleri, sonunda finansallaşmaya neden olan risksiz borçlanma araçlarından büyük gelirler elde ederken toplumun büyük kısmı reel sektörü finans sektörünün ortaya çıkardığı bu krizlerden kurtarmaya çalışmanın sıkıntısını çekmektedir. Risk paylaşımına dayalı bir borsa ise borca dayalı finansal ürünlerin olumsuz etkilerini içerisinde barındırmaz. Böyle bir borsa reel sektörden bağımsız olarak hareket etmeyecek, aynı zamanda uzun vadeli yatırımları finanse edecektir (Mirakhor ve Bao, 2014:55).

Etkin çalışan, gelişmiş bir hisse senedi piyasasının genel ekonomi üzerinde pek çok olumlu etkisi olacaktır. Ampirik çalışmalar sağlam menkul kıymetler piyasasına sahip olan ülkelerin hisse senetlerine ve uzun vadeli finansmana daha fazla, bankalara ve kısa vadeli finansmana daha az yaslandığını kanıtlamıştır (Mirakhor ve Bao, 2014:47).

2.6. Borsaların İktisadi İşlevleri

Mevcut borsaların zayıf yönleri onların iktisadi açıdan yararsız kurumlar olması anlamına gelmez. Mevcut haliyle borsaların ekonomi üzerinde pek çok faydaları bulunmaktadır. Borsaların iktisadi işlevleri aşağıdaki gibi sıralanabilir.

2.6.1. Likidite Sağlamak

Aktif bir borsa, yatırımcıların ellerindeki hisse senetlerini hemen paraya çevrilebildiği yerlerdir. Birincil piyasada ilk kez ihraç edilen hisse senetlerinin ikincil piyasada alınıp satılabilmesi bu yatırımın aynı zamanda likit olmasını sağlar. Birincil piyasada hisse senedi ihraç eden şirket bir finansman elde ederken ikincil piyasada bu şirketlerin hisse senetlerinin alım satım fiyatı şirket performansının bir göstergesi olmakta, şirketin bir

sonraki hisse senedi ihracının ne kadar başarılı olacağının göstergesi olmaktadır (Karaman ve Karşlı, 1994:18).

2.6.2. Piyasada Tek Fiyat Oluşturmak

Borsalar bütün alıcı ve satıcıları bir araya getirerek piyasada sadece tek bir fiyat oluşmasını sağlar. Borsada ortaya çıkan fiyatlar pek çok iletişim teknolojisiyle anında yatırımcılara yansıtılmaktadır. Böylece küçük tasarruf sahiplerinin fiyat konusunda aldatılması önlenmiş olmaktadır (Karşlı, 2004:216).

2.6.3. Güvence Sağlamak

Borsalara kote edilen şirketler belli bir incelemeden geçmektedir. Borsaya gelişigüzel her şirket kote edilmemektedir. Belli kriterleri sağlayan şirketler kote edilmekte ve bu şirketler sürekli bir gözetime tabi tutulmaktadır. Borsadaki şirketlerin sürekli bir gözetime tabi olmaları yatırımcılar için bir güvence işlevi görmektedir. (Karaman ve Karşlı, 1994:18)

2.6.4. Ekonomide Barometre İşlevi

Borsada işlem gören bir şirketin hisse senetlerinin fiyat hareketleri o şirketin performansının en önemli göstergesi olarak kabul edilmektedir. Borsalar şirketler açısından bir gösterge olma özelliğinin yanında makro ekonomik gelişmeler açısından da bir göstergedir. Enflasyonun, faiz oranlarının döviz kurunun, siyasi gelişmelerin etkileri anında borsalarda görülür (Karaman ve Karşlı, 1994:19).

2.6.5. Sermaye Hareketliliğini (Mobilité) Sağlamak

Ekonomide bir sektör daha hızlı bir gelişme gösterdiğinde sermaye o alana doğru kaymak isteyecektir. Sermayenin o alana kaymasını borsalar kolaylaştırmaktadır. Sermayesini o sektöre kaydırmak isteyen yatırımcılar ellerindeki hisseleri satacaklar ve likiditeye sahip olacaklar, daha sonra da yatırım yapmak istedikleri sektördeki şirketlere yatırım yapacaklardır. Yatırımcıların elden çıkarmak istediği hisse senetlerini başkalarının neden satın alacağı sorusu ortaya çıkabilmektedir. Elden çıkarılmak istenen hisse senetlerinin değeri düşmekte, temettü verimi yükselmektedir. Gelişmeden çok, yüksek verim isteyen yatırımcılar bu hisse senetlerine talip olmaktadır (Karşlı, 2004:217).

2.6.6. Mülkiyeti Tabana Yaymak

Borsalar, sıradan inşaların da şirketlere ortak olmasını sağlayarak mülkiyeti tabana yayma işlevini görürler (Karşı, 2004:218).

2.7. İslami Borsanın Ekonomiye Sağlayacağı Faydalar

Buraya kadar pek çok mahzurları olmasına rağmen geleneksel borsaların ekonomiye büyük katkılar sağladığı ifade edildi. Tam anlamıyla risk paylaşım mekanizmasının hakim olduğu İslami bir borsanın ekonomi üzerinde yukarıda sayılanların yanında pek çok olumlu etkisi olacaktır. Bunlardan bazıları aşağıdaki gibi sıralanabilir.

2.7.1. Daha İyi Kaynak Tahsisi Sağlamak

Risk paylaşım mekanizmasının etkin olduğu bir borsada şirketin gerçek değeri şirketin riskini yansıtacağı için bu tür borsalar kaynak tahsisinin daha sağlıklı bir biçimde gerçekleşmesini sağlayacaktır. Böylece kaynaklar riskleri yüksek fakat getirileri düşük olan sektörlere gitmeyecektir. Kaynaklar risk-getiri dengesi en uygun olan sektörlere aktarılacaktır. Bu da ekonominin genel verimliliğini artıracaktır. (Bacha ve Mirakhor, 2014:293).

2.7.2. Kırılganlığı Azaltmak

Risk paylaşım mekanizmasının etkin olduğu bir borsa spekülatif sermaye hareketlerine karşı daha dirençli hale gelecektir.

2.7.3. Finansallaşmayı Önlemek

Risk paylaşımına dayalı bir mekanizmanın genel ekonomiye sağladığı bir avantaj da finansallaşmayı önlemesidir. Böyle bir ekonomide varlık balonları oluşmaz. Finansallaşma, finansal enstrümanların gelişmesi ve reel sektörden ayrılması, reel sektörden daha çok büyümesidir. Böyle bir durumda finansal işlemlerin altında her hangi bir reel varlık bulunmaz. Bu da varlık balonlarının oluşmasına neden olur. Finansal ürünleri tasarlayan ve bunları alıp satan küçük bir kesim dışında toplum bundan büyük zarar görmektedir. Ayrıca bu tür finansal araçlar yüksek kâr beklentisiyle tasarrufları spekülatif alanlara yönlendirmektedir (Bacha ve Mirakhor, 2014:294).

2.7.4. Portföyler ve Çeşitlendirme Üzerinde Olumlu Etki Oluşturmak

Portföy çeşitlendirme en önemli risk yönetim araçlarından biridir. Çeşitlendirme hisse senetleri arasındaki korelasyona bağlıdır. Portföy oluşturulurken aralarında güçlü pozitif korelasyon olan hisse senetleri seçilmez. Risk paylaşımına dayalı bir mekanizmada çeşitlendirme daha etkin olacaktır. Çünkü böyle bir sermaye piyasasında hisse senetlerinin riskleri de daha düşüktür. Ulusal piyasada işlem gören hisse senetlerinden oluşan tam çeşitlendirilmiş bir portföy için bile belli riskler bulunmaktadır. Bu riskler sistematik risklerdir. Faiz oranı bir sistematik risktir. Borca dayalı finansmanın hakim olduğu bir mekanizmada şirketler için faiz oranı riski daha yüksek olacaktır. Faiz oranları ekonomi çapında bir değişken olduğundan ve dolayısıyla sistematik olduğundan dolayı bunların riskleri çeşitlendirme yoluyla azaltılamazlar. Bu yüzden şirketlerin ağırlıklı olarak borçla finansmanı tercih ettiği piyasalardan seçilerek tam çeşitlendirilmiş bir portföy her halükarda yüksek betaya sahip olacaktır. Fakat risk paylaşımına dayanan bir piyasadaki seçilmiş aynı portföyün betası daha düşük olacaktır. Zira bu portföyün sistematik riski daha düşüktür. Risk daha düşük olduğundan hisse senetlerinin getirileri de daha düşük olacaktır. Hisse senetlerinin risklerinin azalması sıradan insanların da hisse senedi piyasalarına katılımını artıracaktır. Hisse senedi fiyatlarının çok dalgalı olması sıradan insanların borsalardan uzak durmasına yol açmaktadır (Bacha ve Mirakhor, 2014:295).

Risk paylaşımına dayalı bir piyasa uluslararası portföy çeşitlendirmesi bakımından da cazip bir piyasa olacaktır. Bir ülke piyasalarının çeşitlendirme için cazip olması o ülke piyasalarının diğer ülke piyasalarıyla arasındaki korelasyonun zayıf olmasına bağlıdır. Borca dayalı açık bir ekonomide sermaye piyasaları doğası gereği gelişmiş ülke piyasaları ile yakın ilişki içerisinde olacaktır. Ayrıca ülkeler arasındaki faiz oranlarının farklı olmasından doğan arbitraj imkanı spekülatif sermayenin ülkeler arasında dolaşmasına ve ülke borsaları arasındaki korelasyonun artmasına neden olacaktır. Faiz oranlarına bağımlılığın daha az olduğu risk paylaşımına dayanan bir borsanın birinci faydası spekülatif sermaye hareketlerine duyarlılığı azaltarak genel ekonomik istikrara katkı sağlamasıdır. İkincisi ise hisse senedi getirileri ile reel sektör getirileri arasındaki bağlantıyı sağlayarak farklı getiriler arasındaki korelasyonu azaltması ve böylece çeşitlilik arayışı içerisinde olan yabancı hisse senedi yatırımcısını ülke borsalarına çekmesidir (Bacha ve Mirakhor, 2014:296).

2.8. Borsanın Fıkhi Açıdan Tahlili

Bazı çağdaş İslam hukukçuları borsada işlem gören şirketlerin faaliyetlerine bakılmaksızın borsadan hisse senedi alım satımının kesinlikle caiz olmadığını ileri sürerek bu görüşlerini şu şekilde gerekçelendirirler:

- Mevcut şekliyle sermaye ortaklığı sözleşmesi fıkhen batıl bir akittir. Bundan dolayı batıl bir akitle kurulmuş sermaye şirketinin çıkardığı bütün evraklar da batıldır. Bu yüzden bu şirketlerin çıkardığı hisse senetlerini almak veya satmak caiz değildir (Nebhani, 1990).
- Hisse senedi alım satım akdinde cehalet bulunmaktadır. Hisse senedinin temsil ettiği varlığın içeriği açık ve net değildir. Ayrıca kâr maksadıyla hisse senedi alım satımının topluma bir faydası yoktur, zararı vardır (Dalgın, 2015:202).
- Hisse senedi şirketin hem aynı hem de nakdi varlığını temsil etmektedir. Fakat bu senetler nakit olarak alınıp satılmaktadır. Bu alım satımda aynı varlık transfer edilmemekte sarf kuralları çiğnenmektedir (Bayındır, 2015:76).
- Batıdan alınan şirketler, Batının sömürgeci, kapitalist zihniyetini yansıtmakta ve İslam fıkhnın şirketlerle ilgili formuna ve kurallarına uymamaktadır. Bundan dolayı bu şirketlerle ilgili işlemler batıl olacak ve elde edilen kar da helal olmayacaktır (Nebhani, 1990:270).
- Hisse senedinin piyasa değeri bir çok faktöre bağlı olarak değişmektedir ve şirket varlığından ayrılarak müstakil bir varlık hüviyetini kazanmıştır. Ayrıca şirketin varlığında helal ve haram, faiz ve gayri meşru kazanç iç içedir. Bundan dolayı hisse senedinin alım satımı caiz değildir (Bardakoğlu, 2006:284).
- Borsada kurumlar arası bilgi sızdırmalar, hileli ve spekülâtif davranışlar hisse senetlerinin değerine etki etmektedir. Borsada fiyatlar, tarafların serbest iradeleriyle ortaya çıkmamaktadır. Taraflardan birinin lehine ve diğerinin aleyhine haksız kazançlar söz konusu olmaktadır (Dalgın, 2015:203).
- Borsaların yapısı ve şirketlere ait hukuksal düzenlemeler sıradan insanların paralarını haksız yolla kaybetmesine neden olmaktadır (Bayındır, 1994:101).
- Bir şirketin borsada işlem görmesi için anonim şirket olma zorunluluğu vardır. Anonim şirket bir mülk şirkettir. Anonim şirketin bizatihi kendisi alacaklı ve borçlu olur. Bundan dolayı Anonim şirket ortakları şirket alacaklılarına karşı

sadece malvarlıkları ile sorumludur. İslam fıkına göre ise şirketin bizatihi kendisinin zimmeti olamaz. İslam fıkında alacaklar ve borçlar ortakların zimmetine taalluk eder. Şirketin malvarlığı borçları ödemeye yetmediğinde ortaklar bu borçtan dolayı sorumlu olmalıdır. Oysa Anonim şirkette şirketin bizatihi kendisi alacaklı ve borçlu olmaktadır. Bu da fıkha aykırıdır. (“Borsa Caiz Mi?” 2010)

Hisse senedi alım satımını kural olarak caiz gören fukahanın görüşleri ise şöyledir:

- Şirket sermayesini belli hisselerle ayırmakta ve isteyen bu hisselerle sahip olmaktadır. Hisseler şirkete tabi olarak kâra ve zarara açıktır. Gerekli şer’i şartları taşıdığından bu şekilde hisse senedi satın alarak şirkete ortak olmanın cevazında şüphe yoktur (Bardakoğlu, 2006:284).
- Hisse senetlerinin alım-satımı kâra ve zarara ortak olmayı temsil etmesi sebebiyle kural olarak helaldir. Fakat Şer’i hükmü hisse senedini ihraç eden şirketin ticari işlemlerinin meşru olmasına bağlıdır. İslam konferansı teşkilatına bağlı İslam Fıkıh Akademisinin 1988’de Rabat’ta, 1992’de Cidde’de yaptığı toplantılarda bu şekilde bir karar alınmıştır (Boynukalın, 2005:519).
- Haram ve helal ile karışık olan bir malın çoğu helal ise onu alıp satmakta bir sakınca bulunmamaktadır. Kasani’nin bu hususta söylediği “herhangi bir malın çoğu helal ise onu alıp satmakta bir beis yoktur” ifadesi hisse senetleri için de düşünülebilir. Fakat şirketin parasını meşru olmayan alanlara yatıran ya da şirkete faizli kredi alan kimse kesin olarak mesuldür (Günenç, 1996).
- Borsanın işleyişi ile ilgili olarak pek çok olumsuzluk bulunmasına rağmen haramlığına dair kesin delil bulunmamaktadır. Bu nedenle hisse senedi alım satımına kesin olarak haram denemez. Bu olumsuzluklar nedeniyle mekruh görülebilir (Dalgın, 2015:203).
- Hisse senedinin hem ayni hem de nakdi varlığı temsil etmesine rağmen satışında ise sadece nakdi varlığın satılmasından dolayı caiz görülmemesi doğru değildir. Çünkü şirketin nakdi varlığı ayni varlığına tabidir. Hisse senedinin alım satımında ayni varlık da transfer edilmektedir (Bayındır, 2015:77).

- Hisse senedine dayalı şirket türü klasik doktrinde mudarebe olarak bilinmektedir. Bu ortaklıkta kâra ve zarara ortak olma esası vardır ve mubah kılınmıştır (Dalgın, 2015:204).
- Gerekli Şer'i şartları taşıyan bir şirketin hisse senedini almak caizdir. Batı'nın ticaret hukukundan alınan anonim şirketlerin İslam fıkhrındaki şirket türleri içinde değerlendirilmesinde bir sakınca yoktur. Dinin temel ilke ve kuralları ile çelişmediği müddetçe kamu yararına yönelik olan gelişmelerin alınmasında dini bir sakınca bulunmamaktadır (Hafif:96-97).
- Hisse senedinin bir ortaklık belgesi değil de bağımsız bir mal gibi alınıp satılmasından dolayı hisse senedi satışının caiz olmadığı görüşü doğru değildir. Muamelelerde mubahlık esastır. Kendi başına bir mal haline gelmiş de olsa hisse senedinin cevazını engelleyen güçlü bir gerekçe yoktur (Dalgın, 2015:204).
- Borsada spekülatif müdahalelerle suni olarak fiyat oluşturulması kesinlikle caiz değildir. Spekülasyon pek çok hadisle yasaklanmıştır. Fakat anonim şirketin ve hisse senedinin tabiatıyla ilgili olmayan spekülatif hareketler hisse senedinin cevazını doğrudan etkilemez (Aktan, 1997:219).

Çağdaş fukahanın büyük kısmı ikinci görüşe, yani hisse senedinin alım satımının kural olarak bir ortaklığı temsil etmesinden dolayı caiz olduğu görüşündedir. Muhammed Ebu Zehra, Ali el Hafif, Abdulaziz Hayyad, M.Yusuf Musa, Mahmud Şeltut, Abdulvehhab Hallaf, Abdurrahman Hasan gibi alimler de bu görüşü desteklemektedir Sermaye piyasalarının belirli bir düzene kavuşturulmadığı, spekülatif müdahalelerin ve suni fiyat oluşumlarının meydana geldiği borsalar bir tür kumar görünümü alabilmektedir. Borsada bu tür hareketlerin ne derecede olduğu hisse senedi alım satımının hükmünü etkileyebilir. Fakat bu giderilmesi ve önlem alınması gereken geçici bir durumu teşkil etmekte, hisse senedi alım satımının kural olarak haram hale getirmemektedir (Bardakoğlu, 2006:284-285).

Borsaların ne derecede spekülatif müdahaleye açık olduğu, ne derecede denetlendiği, sıradan insanların haklarını koruyacak düzenlemelerin bulunup bulunmaması gibi faktörler hisse senedinin fıkhi hükmünü etkileyebileceği gibi hisse senedini ihraç eden şirketlerin faaliyetlerinin meşru olup olmaması da hisse senedinin fıkhi hükmünü etkilemektedir. Örneğin faaliyetleri tamamen haram olan şirketlerin hisse senedini alıp

satmak kesinlikle caiz görülmemektedir. Faiz, kumar, sigara, alkollü içecek, uyuşturucu, fuhuş, domuz ürünleri vb. alanlarda faaliyet gösteren şirketler bu kapsamda değerlendirilir. Bu şirketlerin hem kurulması hem de hisse senetlerinin alınıp satılması ittifakla haramdır (Boynukalın, 2005:519).

Bir şirketin faaliyet alanı meşru olmasına rağmen işlemlerinin bir kısmında haram faaliyetler olabilir. Günümüzde pek çok şirket faizli kredi kullanmakta ya da nakit fazlasını bankaların faizli mevduat hesaplarında değerlendirmektedir. Gıda sektöründe faaliyet gösteren bir şirket, çoğu helal ürün olmasına rağmen bunların yanında alkollü içki, domuz ürünleri gibi haram olan gıda maddelerinin de üretimini yapabilmektedir. Çağdaş fukaha şirketin faaliyetlerinin tamamının ya da bir kısmının haram faaliyetleri içermesi durumunda ise bu şirketlerin çıkarttıkları hisse senetlerinin alınıp satılmasını belli şartlarda caiz görmektedirler. Burada çağdaş fukahanın çoğu, helal olmayan işlemleri üçte biri geçmemişse bu şirketlerin hisse senetlerinin alınabileceği fakat haram olan kısmın yoksullara dağıtılması gerektiğini ifade etmişlerdir. Bu görüşte olanlar fetvalarında kaçınılmaz durum, zorluk, sıkıntıyı giderme ve ihtiyaç gibi dayanakları delil göstermişlerdir (Karaman, 2015).

AAOIFI, Racihi Bank, Ürdün İslam Bankası fetva kurulları gibi bazı fetva kurulları bir şirketin hisse senedinin alınabilmesi için şirketin haram faaliyetlerinden elde ettiği gelirin belli bir oranı aşmaması ve faize dayalı kredilerinin veya faize dayalı varlıklarının miktarının şirketin toplam varlıkları içerisindeki payının belli bir oranı geçmemesi şartına bağlamışlardır. Abdullah el-Meni, Yusuf el-Kardavi, Ali Muhyiddin el-Karadağı ve Yusuf eş Şibli gibi fakihler de bu görüştedir. Faaliyetleri helal olmakla birlikte faaliyetlerinde haram olan işlemler bulunan şirketlere yatırım yapılabilmesi fikri İslami endekslerin de çıkış noktalarından birini oluşturmaktadır (Bayındır, 2015:85).

Pek çok İslami endeks, hisse senetlerine yatırım yapılabilmesi için kendi Şer'i kurulları yoluyla standartlar benimsemiştir. Bu konuda en kapsamlı standartları oluşturan İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu'nun (AAOIFI) benimsediği standartlar ise şöyledir:

“Kural olarak ana faaliyet alanı İslami hükümlere 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 yapmak veya bunların ticaretini yapmak) kesinlikle haramdır. Ancak belli şartlar doğrultusunda yapılacak ortaklık veya muameleler (yatırım veya ticaret) bu genel kuraldan istisna edilmiştir” (AAOIFI, 2012:442).

Bu şartlar ise şunlardır:

1. *Şirketin ana sözleşmesinde faiz veya diğer haram olan mal ve hizmetlerin ticareti (içki, domuz vb) gibi işlemlerin bulunacağını ifade eden bir madde bulunmamalıdır.*
2. *Şirketin aldığı faizli kredinin toplamı tüm hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin yüzde 30'unu aşmamalıdır. Burada önemle bilinmesi gereken nokta miktarı ne kadar olursa olsun faizli kredi almanın kesinlikle haram olduğudur.*
3. *Şirketin faiz geliri elde etmek için faizli bankalardaki faizli-vadeli hesaplara yatırdığı kısa-orta veya uzun vadeli paraların toplamı tüm hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin yüzde 30'unu aşmamalıdır. Burada önemle bilinmesi gereken nokta, miktarı ne kadar olursa olsun faizli hesaplara para yatırmanın kesinlikle haram olduğudur.*
4. *Şirketin dinen meşru olmayan (faiz, mahzurlu mal satış vs.) işlemlerden elde ettiği gelir toplam gelirin yüzde 5'ini aşmamalıdır. Bu gelirin haram işlemlerden kaynaklanmasıyla haram malı mülk edinmek yoluyla elde edilmesi arasında ilgili hüküm bakımından bir fark yoktur.*
5. *Şirketin mahzurlu gelirlerinden hisse senedi başına düşen kazancın, mahzurlu gelir esas alınarak aşağıda açıklanan yöntemler doğrultusunda elden çıkarılması gerekir:*
 - a. *İster yatırım yapmak ister ticarete bulunmak yoluyla bu hisse senetlerine sahip olan kimselerin, mali dönem sonunda haram yollarla yapılan faaliyetlerden, haram mülk edinmekten veya faizli gelirden sağlanan mahzurlu kazançtan kurtulması, diğer gelirlerini mahzurlu gelir oranı kadar miktarı elinden çıkarmak suretiyle arındırması gerekir. Mali*

dönem bitmeden önce hisse senedini satan kimsenin böyle bir arındırma işlemi yapmasına gerek yoktur.

b. *Arındırılması gereken kazanç, şirketin mahzurlu gelirlerinden hisse senedi başına düşen miktardır. Bu bakımdan kârların/temettülerin dağıtılmış olup olmaması ve şirketin kâr veya zarar etmiş olması arasında fark yoktur.*

c. *Aracı kuruluşların, vekillerin veya hisse senedi alım satımlarını yönetenlerin aldıkları komisyon veya ücretten bu arındırma işlemini yapmalarına gerek yoktur. Çünkü bunlar yapmış oldukları işin/ vermiş oldukları hizmetin karşılığını almışlardır.*

d. *Hisse senetlerinden arındırılacak mahzurlu kazancın hesaplanma yöntemi şudur: hisse senedi başına düşen mahzurlu kazanç, şirketin mahzurlu geliri esas alınarak bulunur. Bunun için de şirketin toplam mahzurlu kazancı toplam hisse senedi sayısına bölünür. Böylece her hisse senedi başına düşen mahzurlu kazanç tespit edilmiş olur. Bu hisse senedine sahip olanlar veya bunlarla muamelede bulunanlar ellerindeki hisse senedi sayısı ile mahzurlu kazanç miktarını çarparak kurtulmaları, arındırmaları gereken miktarı bulurlar.*

e. *Elde edilen ve arındırılması gereken mahzurlu kazançtan hiçbir şekilde yararlanılamaz; bu tür kazançtan yararlanmak maksadıyla vergi ödemek için bile olsa hileli yöntemler uygulanamaz. (AAOIFI, 2012:442-444)*

AAOIFI bu şartlar gerçekleştiği takdirde ana faaliyeti helal olup faaliyetlerinde bir kısım haram bulunduran şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmanın caiz olduğu kanaatindedir.

BÖLÜM 3: HİSSE SENEDİ PİYASA ENDEKSLERİ VE İSLAMİ ENDEKSLER

3.1. Hisse Senedi Endeksleri

Endeks bir veya daha fazla değişkenin hareketlerinin oransal değişimlerini ölçmeye yarayan bir göstergedir. Hisse senedi endeksleri ise endeks kapsamında yer alan hisse senetlerinin fiyatlarını baz alarak “piyasa performansı” hakkında genel bir bilgi veren göstergelerdir. Hisse senedi endeksleri piyasanın anlık durumunu göstermektedir (BIST, 2016).

Dünyada 1884 yılından itibaren kullanılmaya başlanan hisse senedi endeksleri üç farklı şekilde hesaplanmaktadır. Bunlar aritmetik ortalama, geometrik ortalama ve piyasa değeri ağırlıklı hesaplama yöntemidir. Borsa İstanbul hisse senedi endeksleri, piyasa değeri ağırlıklı hesaplama yöntemini kullanmaktadır. BIST endeksleri borsada işlem gören hisse senetlerinin hem sektörel hem de bütünsel bazda performansını ölçmektedir. Endeksler hem fiyat hem de getiri endeksleri olarak hesaplanır. Fiyat endeksleri sadece hisse senedi fiyatlarındaki değişimleri yansıtmakta iken getiri endeksleri kâr payı ödemelerini de dikkate almaktadır. Fiyat endeksleri genellikle tüm seans süresince hesaplanıp yayınlanmakta, getiri endeksleri ise sadece seans sonunda hesaplanmaktadır (BIST, 2016).

3.1.1. Türkiye’deki Hisse Senedi Piyasa Endeksleri

3.1.1.1. BIST 100

Borsa İstanbul’da temel endeks olarak BIST 100 endeksi kullanılmaktadır. Bu endeksin kapsamında Yıldız Pazar ve Ana Pazarda işlem gören şirketler ile Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı’nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile girişim sermayesi yatırım ortaklıkları yer almaktadır. BIST 100 endeksi BIST30 ve BIST50 endeksinde yer alan payları da kapsamına almaktadır (BIST, 2016).

3.1.1.2. BIST 30

Bu endekste Yıldız Pazar ve Ana Pazar’da işlem gören şirketler ile Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı’nda işlem gören gayrimenkul yatırım

ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları arasından seçilen 30 pay yer almaktadır (BIST, 2016).

3.1.1.3. BIST 50

Bu endekste Yıldız Pazar ve Ana Pazar'da işlem gören şirketler ile Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları arasından seçilen 50 pay yer almaktadır. BIST30 endeksinde yer alan paylar da bu endeksin kapsamındadır (BIST, 2016).

3.1.1.4. BIST 100-30 Endeksi

BIST100 endeksinde olup da BIST30 endeksinde olmayan 70 paydan oluşmaktadır (BIST, 2016).

3.1.1.5. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi

Borsa İstanbul pazarlarında işlem gören ve belirli bir asgari kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan şirketlerin hisse senetlerinden oluşmaktadır (BIST, 2016).

3.1.1.6. BIST Tüm

BIST Tüm endeksi, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları hariç Borsa İstanbul pazarlarında işlem gören bütün şirketlerin hisse senetlerinden oluşmaktadır (BIST, 2016).

3.1.1.7. BIST Tüm-100 Endeksi

BIST Tüm-100 Endeksi, BIST Tüm endeksinde olup BIST100 endeksinde olmayan hisse senetlerinden oluşmaktadır (BIST, 2016).

3.1.1.8. BIST Yıldız Endeksi

BIST Yıldız Endeksi, Borsa İstanbul Yıldız Pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetlerinden oluşmaktadır (BIST, 2016).

3.1.1.9. BIST Ana Endeksi

BIST Ana Endeksi, Borsa İstanbul Ana Pazarda işlem gören şirketlerin hisse senetlerinden oluşmaktadır (BIST, 2016).

3.1.1.10. BIST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Endeksi

BIST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Endeksi, Borsa İstanbul pazarlarında işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden oluşmaktadır (BIST, 2016).

3.1.1.11. BIST Şehir Endeksleri

BIST Şehir Endeksleri, Borsa İstanbul pazarlarında işlem gören, şirket merkezinin bulunduğu şehre göre gruplandırıldığı endekslerdir. Holdingler ile perakende ticaret sektöründe faaliyet gösteren şirketler bu endeksin kapsamı dışında bırakılmıştır (BIST, 2016).

3.1.1.12. BIST Temettü Endeksi

BIST Temettü Endeksi, Yıldız Pazar ve Ana Pazar'da işlem gören şirketler ile Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları arasından son üç yılda nakit temettü dağıtan şirketlerin hisse senetlerinden oluşmaktadır (BIST, 2016).

3.1.1.13. BIST Temettü 25 Endeksi

BIST Temettü 25 Endeksi, BIST Temettü Endeksinde yer alan ve değerlendirme günü itibariyle temettü verimlerine göre yapılan sıralamada fiili dolaşımda bulunan kısmının piyasa değeri en büyük olan 25 hisse senedinden oluşmaktadır (BIST, 2016).

3.1.1.14. BIST Halka Arz Endeksi

BIST Halka Arz Endeksi, Halka arz edilerek, Yıldız Pazar ve Ana Pazar'da işlem görmeye başlayan Şirketler ile Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda işlem görmeye başlayan gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının hisselerinden oluşmaktadır (BIST, 2016).

3.1.1.15. BIST KOBİ Sanayi Endeksi

BIST KOBİ Sanayi Endeksi, Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Gelişen İşletmeler Pazarı'nda işlem gören sanayi şirketlerinden, Bilim Sanayi ve Teknoloji Bakanlığının ilgili yönetmeliğindeki KOBİ tanımında yer alan yıllık net satış hasılatı veya mali bilanço büyüklüğü şartlarından herhangi birisini sağlayanların paylarından oluşmaktadır (BIST, 2016).

3.1.1.16. Sektör Endeksleri ve Alt Sektör Endeksleri

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları hariç olmak üzere, Borsa İstanbul pazarlarında işlem gören şirketlerin sektörlere ve alt sektörlere ayrılarak oluşturulmuş endekslerdir. BIST Banka, BIST Bilişim, BIST Sınai, BIST Mali gibi endeksler bunlardan bazılarıdır (BIST, 2016).

3.1.2. Dünyadaki Büyük Piyasa Endeksleri

3.1.2.1. Dow Jones Sanayi Ortalaması (DJIA)

Dow Jones Sanayi Ortalamaları, New York Borsasında işlem gören en büyük 30 şirketin hisse senedinden oluşmaktadır. Endeks ilk olarak 1886 yılında hesaplanmaya başladığında 12 şirketin hisse senedinden oluşmaktaydı. 1886 yılında hesaplanmaya başlanan endeks 1896 yılında yayınlanmaya başladı. 1928 yılında endeks kapsamındaki şirketlerin sayısı 30'a yükseldi. O tarihten beri bu sayı değişmedi. Bu şirketler New York borsasında işlem gören bütün hisse senetlerinin piyasa değerinin neredeyse beşte birini temsil etmektedir. DJIA fiyat ağırlıklı endekslerin en iyi bilinenidir (DAĞLI, 2000).

3.1.2.2. Standard and Poor's 500 Endeksi

S&P 500 endeksi 1926 yılında oluşturulmuştur. Amerikan hisse senedi piyasasının performansının ölçülmesinde geniş çapta kabul görmektedir. S&P500 endeksinde yer alacak şirketler Standard&Poors endeks komitesi tarafından seçilmektedir. Endeks kapsamındaki şirketler sektörlerin lider şirketleridir. S&P 500 endeksi, her bir hisse senedinin piyasa değerinin ağırlığı dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Bu nedenle piyasa değeri yüksek olan şirketlerin endeks üzerinde daha büyük bir etkisi vardır. S&P 500 endeksi Amerikan para yöneticilerinin ve emeklilik sponsorlarının yüzde 97'si tarafından kıyaslama için kullanılmaktadır (Brigham, 1996:46).

3.1.2.3. Nasdaq Bileşik Endeksi

Nasdaq bileşik endeksi, Nasdaq borsasında işlem gören bütün şirketlerin performansını yansıtmaktadır. Elektronik dealer tabanlı, tezgahüstü bir piyasa olan Nasdaq borsasında yaklaşık 3200 şirketin hisse senedi işlem görmektedir. Nasdaq borsasında işlem gören şirketlerin çoğu teknoloji şirketi olduğundan Nasdaq bileşik endeksi teknoloji sektörünün bir göstergesi olarak kabul edilir. Microsoft, Apple, Google, ve Cisco Systems Nasdaq bileşik endeksinin en büyük dört şirketidir. (Brigham, 1996:46)

3.1.2.4. DAX

Alman ekonomisinin en önemli göstergesi olan Dax endeksi Alman borsasında işlem gören en büyük 30 şirketin hisse senedinden oluşmaktadır. Dax, 1988 yılında Frankfurt kentinde bulunan iş adamları tarafından kurulmuştur. Bir şirketin Dax endeksine girebilmesi için prime standard adı verilen standartlara sahip olması gerekmektedir (Dax, 2016).

3.1.2.5. Nikkei 225

Japonya borsasının performansının en önemli göstergesi Nikkei 225 endeksidir. Endeksin içinde Tokyo Borsasında işlem gören en büyük 225 şirketin hisse senedi yer almaktadır (Nikkei, 2016)

3.1.2.6. Hang Seng Endeksi (HSI)

Hong Kong borsasının performansını gösteren en önemli endeks HSI Hizmet Limited tarafından oluşturulan Hang Seng endeksidir. Endeks kapsamında yer alan 50 şirket Hong Kong borsasının piyasa değerinin yüzde 58'ini temsil etmektedir (HSI, 2016).

3.1.2.7. FTSE 100 Endeksi

FTSE 100 Endeksi, Londra borsasında işlem gören en büyük 100 şirketin hisse senedi performansını yansıtan endekstir. İngiltere ekonomisinin en önemli göstergesidir. FTSE 100 endeksi 1984 yılında oluşturulmuştur (FTSE).

3.1.2.8. Shanghai Composite

Shanghai Composite endeksi, Çin ekonomisinin en önemli göstergelerinden biridir. Shanghai borsasında işlem gören bütün şirketlerin hisse senetlerinin performansını yansıtmaktadır (Shanghai Stock Exchange).

3.1.2.9. BSE Sensex

BSE Sensex endeksi Hindistandaki 22 borsadan en büyüğü olan Bombay borsasında işlem gören en büyük 30 şirketin hisse senetlerinden oluşmaktadır. 1875'te kurulan Bombay borsası Asya'nın en eski borsasıdır. BSE Sensex Bombay borsasının piyasa değerinin yaklaşık beşte birini temsil etmektedir (Brigham, 1996:599).

3.1.2.10. IBEX 35

Madrid borsasının performansını yansıtan en önemli göstergedir. Madrid Borsasında işlem gören en büyük 35 şirketin hisse senedinden oluşmaktadır (Bolsa de Madrid).

3.2. Anahatlarıyla İslami Endeksler

İslami endeks, teknik kurallar yanında İslami kurallara da riayet edilen, İslami kurallara uygunluğunu tespit edecek bir danışma kurulu bulunan endeks olarak tanımlanmaktadır (AAOIFI, 2012:548).

1990'lara kadar İslami hassasiyeti olan pek çok yatırımcı hisse senedi piyasalarından uzak durmuştur. Çünkü o tarihlere kadar hisse senetleri temsil ettikleri şirketlerin faaliyetlerinin meşru olmamasından ve borsaların mahzurlarından dolayı meşru bir yatırım aracı olarak görülmemektedir (Hussein, 2007). 1990'ların başlarında pek çok fıkıh aliminin hisse senedi yatırımlarını, belli şartlar bulunduğu takdirde meşru birer yatırım aracı olarak görmeye başlaması bu araçlara yatırımın önünü açmıştır (Hassan ve Lewis, 2007:256). O tarihten itibaren İslami hisse senedi yatırım fonları kurulmaya başlanmış ve bu fonların sayısı hızlı bir artış göstermiştir. 1996 yılında sadece 29 İslami yatırım fonu bulunurken 2014 yılına gelindiğinde bu fonların sayısı 943'e yükselmiştir. İslami yatırım fonlarının değeri 1996 yılında 800 milyon dolar iken 2014 yılına gelindiğinde bu değer 53,2 milyar dolar değerine ulaşmıştır (Reuters, 2015).

İslami yatırım fonlarının performansını değerlendirecek bir gösterge ihtiyacı İslami endekslerin kurulmasını sağlamıştır. Dow Jones Islamic Market Index, FTSE Global

Islamic Index serileri ve daha sonra Kuala Lumpur Syriah Index gibi güvenilir endekslerin oluşturulması bu fonlar için önemli bir dönüm noktası olmuştur. Bu endeksler fon yatırımcılarına İslami fonlar ile konvansiyonel fonların performansını karşılaştırma imkanı vermiştir (Hassan, 2002).

İslami endekslerin kurulması sermaye piyasalarında İslami hükümlere uygun yatırım yapma arayışı içerisinde olanlara büyük kolaylıklar sağlamıştır. Yatırımcılar hangi şirketlerin İslami açıdan yatırım yapılabilir olduğunu görme imkanına kavuşmuş, aynı zamanda yatırım yapmak istediği şirketlerin performansını kıyaslama imkanı bulmuştur.

Bir şirketin İslami endeks kapsamına alınmasında, belirlenen kriterler ve bu kriterlere göre seçimi yapan kişilerin ehliyetli kişiler olması büyük önem arz etmektedir. İslami endekslere alınacak şirketlerin hangi şartları taşıması gerektiği konusunda fıkıh alimleri arasında küçük farklılıklar dışında bir fikir birliğinin olduğu söylenebilir.

Fıkıh alimlerinin büyük bir kısmı şirketin bütün faaliyetleri içerisinde küçük bir yer ihtiva eden haram işlemlerin bütün faaliyetleri haram hale getirmeyeceği fikrindedirler. Fakat yatırım yapılabilecek hisse senetlerinin belli başlı koşulları sağlaması gerekmektedir. Bu koşullar:

- Yatırım şeriat kurallarını ihlal etmemelidir. Buna göre alkol, kumar, içki, pornografi gibi Şeriat'a uygun olmayan faaliyetler yapan şirketlere yatırım yapılamaz.
- Şirketin ana faaliyet konusu Şeriat'a uygun, fakat şirket faize dayalı bazı işlemler yapıyorsa pay sahipleri bu tür işlemleri onaylamadıklarını her şekilde ifade etmeleri gerekmektedir.
- Kâr payından elde edilen gelirin faize dayalı gelirden arındırılması gerekmektedir. Bunun için kâr payının haram olan faaliyetlerden elde edilen kısmı yardım faaliyetleri için tahsis edilir.
- Şirketin likit olmayan değerleri olması halinde şirket hisseleri üzerinde pazarlık yapılarak fiyat belirlenebilir. Eğer şirketin bütün varlıkları likit varlıklarsa hisseleri sadece nominal değerleri üzerinden alınıp satılabilir.

Yukarıdaki koşullar bir şirketin İslami endekse girebilmesi için belirlenen ilk eleme kriterini oluşturmaktadır. İkinci eleme kriteri ise şirketin finansal oranlarının belli

şartları sağlamasıdır. Bu finansal oran kriteri yatırımcıları faizden elde edilen gelire karşı koruma amacını taşımaktadır. İslami endekslerin çoğu bu iki eleme kriterlerini kullanmaktadır. Örneğin Dow Jones Islamic Market Turkey Index alkol, tütün mamulleri, domuz ve benzeri ürünler, finansal hizmetler, silah, reklam gibi faaliyetlerle iştigal eden şirketleri endekse almamıştır. Ayrıca şirketlerin bu endekse girebilmesi için aşağıdaki rosyolarının yüzde 33'ü geçmemesi gerekmektedir:

- Şirketin toplam borcunun şirketin 12 aylık ortalama piyasa değerine oranı
- Şirketin nakit ve faize dayalı menkul kıymetlerinin şirketin 12 aylık ortalama piyasa değerine oranı
- Şirketin alacaklar hesabının şirketin 12 aylık ortalama piyasa değerine oranı (DJI, 2005)

Fıkıh alimlerinin büyük bir kısmı hisse senedine yatırım yapılarak elde edilen kazancın bir kısmının kirli olmasına müsaade etmektedirler. Ancak bu kirli kısmın hayır, hasenat, sadaka gibi yollarla temizlenmesi gerekmektedir. Örneğin bir şirketin faize dayalı geliri yüzde 10 ise her temettü ödemesinin yüzde 10'luk kısmı yardım olarak başkalarına verilmelidir ki bu hisse senedi kazancı temiz bir kazanç olsun (Hassan ve Lewis, 2007:261).

3.3. İslami Endekslerin Tarihçesi

İslami endeksler ilk olarak 1990'lı yılların sonlarında ortaya çıktı. İlk İslami endeks Nisan 1998'de 2 özel banka (Faisal Finance ve Bank Vontobel) tarafından kurulan ve halka açık en büyük 150 şirketin performansını gösteren DMI 150 (Dar al Mal al-Islami) endeksiydi. Aynı yıl Kasım ayında ikinci İslami endeks yayınlanmaya başladı. Bu endeks 500 Şer'i uyumlu şirketten oluşan SAMI (Socially Avare Muslim Index) endeksiydi (El Khamlichi, Arouri, & Teulon, 2014:2). Bu başlangıçtan sonra bir çok borsa kendi İslami endeksini oluşturdu. Dow Jones Şubat 1999'da kendi İslami endeksi olan Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI)'i kurdu. FTSE Grup Ekim 1999'da Londra Borsasında yayınlanan Global Islamic Index serilerini piyasaya sürdü. Endeks sağlayıcı Standard and Poors Aralık 2006'da Global Benchmark Shariah endekslerini, MSCI Barra Mart 2007'de Global Family of Islamic Indices serilerini oluşturdu (MSCI, 2007; Standard & Poor's, 2007). Stoxx Şirketi 2011 Şubat ayında bir dizi İslami endeks kurdu. Bu endeksteği hisse senetleri Stoxx 600 endeksinden seçilen Şer'i Uyumlu

şirketlerden oluşmaktaydı. Bu endekslerden başka Malezya, Hindistan, Pakistan, Tayvan, Bahreyn, Mısır gibi bazı ülke borsaları da kendi İslami endekslerini oluşturdular (Yanpar, 2014). Türkiye'deki ilk İslami endeks ise 2011 yılında Katılım Endeksi adıyla yayınlanmaya başlandı. (Katılım, 2011)

3.4. Dünyadaki İslami Endeksler

3.4.1. Dow Jones Islamic Market Endeksleri

Dow Jones Islamic Market Index Şubat 1999'da yayınlanmaya başlandı. DJIMI ilk kez yayınlanmaya başladığında 30 ülkedeki 600 şirketten oluşuyordu. Bu endekste Microsoft, Intel, Kimberly-Clark, Gillette, Hewlett-Packard gibi ünlü şirketler de vardı (M. K. Hassan, 2002). Bu endeks serileri şu an 56 ülkedeki 2381 şirketten oluşmaktadır (O. Al-Khazali, Lean, ve Samet, 2014). Dow Jones şu an İslami hükümlere uygun endüstrilerin izlendiği 50'den fazla İslami endeksi bünyesinde barındırmaktadır (Hussein ve Omran, 2005).

DJIMI serileri Şer'i eleme sürecini Ratings Intelligence şirketinden danışmanlık hizmeti olarak yerine getirmektedir. Bu şirket İslami yatırımlar için çözümler sunmakta ve pek çok şirkete danışmanlık yapmaktadır. DJIMI endekslerindeki şirketlerin denetimi bağımsız bir Şer'i denetim Kurulu tarafından yapılmaktadır. Bu kurul İslam hukukunda uzmanlaşmış, aynı zamanda ticari konularda bilgi sahibi olan kişilerden oluşmaktadır (K. Hassan ve Lewis, 2007). Dow Jones Islamic Market Index'in Şer'i Denetim Kurulu Abdul Sattar Abu Ghudda (Suriye), Muhammad Taqi Usmani (Pakistan), Nizam Yaquby (Bahrain), Dr. Momamed A.Elqari (Saudi Arabia), Yusuf Talal DeLorenzo (İngiltere) ve Dr. Mohd Daud Bakar (Malezya) gibi tanınmış alimlerden oluşmaktadır (Dow Jones).

3.4.1.1. Dow Jones Islamic Index Endekse Alınma Kriterleri

Dow Jones Islamic Market Index, endekse alınmak için sektör kriteri ve finansal oran kriteri olmak üzere iki temel kriter belirlemiştir.

3.4.1.1.1 Sektör Kriteri

Bu kritere göre aşağıdaki listedeki sektörlerde faaliyet gösteren şirketler endekse alınamamaktadır:

- Alkol
- Tütün
- Domuz vb. Ürünler
- Konvansiyonel Finans Hizmetleri (bankacılık, sigorta vb.)
- Savunma ve Silah
- Reklam (Otel, Kumarhane, sinema, pornografi, müzik vb.)

3.4.1.1.2. Finansal Oran Kriteri

Sektör kriterinden geçen şirketler ikinci olarak finansal oran kriterine tabi tutulmaktadır. Bu kritere göre bir şirketin endekse girebilmesi için;

- Toplam borç miktarının şirketin 24 aylık ortalama piyasa değerine oranı yüzde 33'ü aşmamalı,
- Şirketin nakit ve faize dayalı menkul kıymetlerinin şirketin 24 aylık ortalama piyasa değerine oranı yüzde 33'ü aşmamalı,
- Şirketin alacaklar hesabının şirketin 24 aylık ortalama piyasa değerine oranı yüzde 33'ü aşmamalı,
- Şirketin haram olan faaliyetlerden elde ettiği gelirin toplam gelire oranı yüzde 5'i aşmamalıdır.

Dow Jones Islamic Market Index, temettü arındırma için şu hesaplamayı kullanmaktadır:

Temettü Miktarı (Yasak olan faaliyetlerden elde edilen gelirler/ Toplam Gelir)*

Hesaplanan bu miktar, şirketin haram olan faaliyetlerinden elde ettiği gelirlerin temettü başına düşen payını vermektedir ve hisse senedi sahiplerinin kullanmaması gerektiği miktardır. Bu miktarın yoksullara, ihtiyaç sahiplerine veya hayır kuruluşlarına karşılık beklemeden verilmesi gerekmektedir (Dow Jones, 2015).

3.4.1.2. Dow Jones Islamic Index Türleri

Dow Jones Islamic Market Index, sektörlere ve bölgelere göre farklı endeksler oluşturmakla birlikte 70 ülkenin her biri için farklı endeksler de oluşturmuştur. İçerisinde Türkiye'nin de bulunduğu bu ülkeler Tablo 2'de listelenmiştir.

Tablo 2: Dow Jones Islamic Index Ülke Endeksleri

Argentina	France	Malta	Singapore
Australia	Germany	Mauritius	Slovenia
Austria	Greece	Mexico	South Africa
Bahrain	Hong Kong	Morocco	South Korea
Belgium	Hungary	Netherlands	Spain
Brazil	Iceland	New Zealand	Sri Lanka
Bulgaria	India	Nigeria	Sweden
Canada	Indonesia	Oman	Switzerland
Chile	Ireland	Pakistan	Taiwan
China	Italy	Peru	Thailand
Colombia	Japan Norway	Philippines	Tunisia
Croatia	Jordan	Poland	Turkey
Czech Republic	Kuwait	Qatar	U.K.
Denmark	Lebanon	Romania	U.S.
Egypt	Lithuania	Russia	UAE
Estonia	Luxembourg	Saudi Arabia	Ukraine
Finland	Malaysia	Serbia	Vietnam

Kaynak: Dow Jones, 2015:5

3.4.1.2.1. Ölçek Endeksleri

Bu endeksler, şirketlerin büyüklüklerine göre oluşturulmuştur. Endekslerdeki ayırım şirketlerin büyük ölçekli, orta ölçekli ve küçük ölçekli olmasına göre yapılmaktadır (Dow Jones, 2015)

3.4.1.2.2. Sektör Endeksleri

Dow Jones hem küresel sektör endeksleri hem de her bir bölge ve ülke için sektör endeksleri oluşturmuştur. Endeksler 10 büyük endüstri, 41 sektör ve 114 alt sektörü içine almaktadır (Dow Jones, 2015).

3.4.1.2.3. Blue-Chip Endeksleri¹

3.4.1.2.3.1. Dow Jones Islamic Market™ CHIME Index

Endeks Çin, Hindistan, Orta Doğu ve Kuzey Afirika (MENA) bölgesinden seçilen ve Şer'i kriterleri sağlayan 100 şirketin hissesinden oluşmaktadır. Bir hissenin bu endekse girebilmesi için günlük ortalama işlem hacmi 500 bin dolar olması gerekmektedir (Dow Jones, 2015:6).

3.4.1.2.3.2. Dow Jones Islamic Market™ China/Hong Kong Titans 30™ Index

Endeksteki şirketler Çin ve Hong Kong'ta faaliyet gösteren ve Şer'i kriterleri sağlayan en büyük 30 şirketin hissesinden oluşmaktadır. Endekse girebilmek için hisse senedinin günlük işlem hacmi en az 5 milyon Hong Kong doları olmalıdır (Dow Jones, 2015:6).

3.4.1.2.3.3. Dow Jones Islamic Market™ International Titans 100 Index

Endeks, Şer'i eleme kriterinden geçen ve ABD dışındaki önde gelen 100 şirketin hisselerinden oluşmaktadır (Dow Jones, 2015:6).

3.4.1.2.3.4. Dow Jones Islamic Market™ Malaysia Titans 25 Index

Endeks, Dow Jones Islamic Market Malaysia endeksindeki en iyi 25 şirket hissesinin performansını yansıtmaktadır (Dow Jones, 2015:6).

3.4.1.2.3.5. Dow Jones Islamic Market™ Titans 100 Index

Endeks, küresel ölçekte faaliyet gösteren en büyük 100 şirketin performansını göstermektedir. Bu endeks, Dow Jones Islamic Market U.S. Titans 50 Index, Dow Jones Islamic Market Europe Titans 25 Index, Dow Jones Islamic Market Asia/Pacific Titans 25 Index olmak üzere 3 farklı alt endekse sahiptir (Dow Jones, 2015:6).

3.4.1.2.4. Strateji ve Tematik İndeksler

3.4.1.2.4.1. Dow Jones Islamic Market BRC Index

Endeks Brezilya, Rusya ve Çin borsalarında işlem gören Şer'i uyumlu şirketlerin hisselerinden oluşmaktadır (Dow Jones, 2015:6).

¹ Blue Chip (Mavi Fiş), borsalarda büyük firmalara ait ve yıllar itibariyle istikrarlı bir seyir izleyen menkul kıymetlere verilen isimdir. Bunlar genelde tanınmış firmaların kâğıtlarından oluşur. Yatırımcı gözüyle bunlara güven tamdır. (Kaynak: https://tr.wikipedia.org/wiki/Blue_Chips)

3.4.1.2.4.2. Dow Jones Islamic Market™ BRIC Equal Weighted Index

Endeks Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin borsalarında işlem gören Şer'i uyumlu şirketlerin hisselerinden oluşmaktadır (Dow Jones, 2015:6).

3.4.1.2.4.3. Dow Jones Islamic Market™ Global Finance & Takaful Index

Endeks tekafül şirketlerinin hisselerinin performansını göstermektedir (Dow Jones, 2015:6).

3.4.1.2.4.4. Dow Jones Islamic Market™ Global Finance & Takaful ex-Saudi Index

Endeks Suudi Arabistan dışındaki tekafül şirketlerinin hisselerinin performansını ölçmektedir (Dow Jones, 2015:6).

3.4.1.2.4.5. Dow Jones Islamic Market Sustainability Index

Endeks, kurumsal sürdürülebilirlik konusunda önde gelen şirketlerden oluşmaktadır. Şirketlerin bu endekste yer alabilmesi için hem Dow Jones Islamic Market Index'te hem de Dow Jones Islamic Market Sustainability Index'te yer alması gerekmektedir (Dow Jones, 2015:6).

3.4.1.2.4.6. Dow Jones Islamic Market Global Select Dividend Index

Endeks gelişmiş ülkelerdeki en fazla temettü dağıtan ve Şer'i eleme kriterlerinden geçen şirketlerden oluşmaktadır (Dow Jones, 2015:7).

3.4.1.2.5. Geniş Piyasa Endeksleri

3.4.1.2.5.1. Dow Jones Islamic Market World Index and Related Sub-Indices

Dow Jones Islamic Market World Index 58 ülkenin endekslerindeki şirketlerden oluşmaktadır (Dow Jones, 2015:9).

3.4.1.2.5.2. Dow Jones Islamic Market ASEAN Index

Endeks, Dow Jones Endonezya, Dow Jones Malezya, Dow Jones Filipinler, Dow Jones Singapur, Dow Jones Tayland ve Dow Jones Vietnam endekslerinden seçilen şirketlerin hisselerinden oluşmaktadır (Dow Jones, 2015:9).

3.4.1.2.5.3. Dow Jones Islamic Market GCC Index

Endeks, Bahrain, Kuveyt, Umman, Katar, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri borsalarında işlem gören şirketlerin hisselerinden oluşmaktadır (Dow Jones, 2015:9).

3.4.1.2.5.4. Dow Jones Islamic Market GCC ex-Saudi Index

Endeks Umman, Katar, ve Birleşik Arap Emirlikleri borsalarında işlem gören şirketlerin hisselerinden oluşmaktadır. Suudi Arabistan yabancı yatırıma açık olmadığı için endeks kapsamına alınmamıştır (Dow Jones, 2015:9).

3.4.1.2.5.5. Dow Jones Islamic Market Greater China Index

Bu endeks kapsamındaki şirketler faaliyetlerinin çoğu Çin’de olan ve Hong Kong ve ABD ile ticaret yapan şirketlerdir (Dow Jones, 2015:9).

3.4.1.2.5.6. Dow Jones Islamic Market MENA Index

Endeks şirketleri Dow Jones MENA Index’ten seçilmektedir. Endeks kapsamında MENA bölgesindeki Bahreyn, Mısır, Ürdün, Kuveyt, Lübnan, Fas, Umman, Katar, Suudi Arabistan, Tunus ve Birleşik Arap Emirlikleri bulunmaktadır (Dow Jones, 2015:9).

3.4.1.2.5.7. Dow Jones Islamic Market Kuwait Index

Endeks şirketleri Dow Jones Kuwait Composite Index’ten seçilmektedir. Merkezi Kuveyt’te olan ve Kuveyt borsasında işlem gören şirketler bu endekse girebilmektedir (Dow Jones, 2015:10).

3.4.1.2.5.8. Dow Jones Islamic Market Pakistan Index

Endeks şirketleri Pakistan borsasında işlem gören şirketlerden seçilmektedir (Dow Jones, 2015:10).

3.4.1.2.5.9. Dow Jones Islamic Market Sri Lanka Index

Endeks şirketleri Dow Jones Islamic Market World Index’teki Sri Lanka’da faaliyet gösteren şirketlerden seçilmektedir (Dow Jones, 2015:10).

3.4.1.2.5.10. Dow Jones Islamic Market Turkey Index

Endeks şirketleri Dow Jones Emerging Europe Index’te yer alan ve aynı zamanda Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerden seçilmektedir. Ülkemizde bu endekse bağlı bir borsa yatırım fonu da oluşturulmuştur. Katılım Endeksini oluşturan Bizim Menkul Değerler A.Ş. bu fonun da kurucusudur. Bu fonda bulunan şirket hisseleri ve oranları Tablo 3’de verilmiştir (Dow Jones, 2015:10).

Tablo 3: DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonundaki Şirketler

Hisse / Stock	Şirket İsmi / Company Name	Lot	Oran
AKCNS	Akcansa Cimento Sanayi ve Ticaret A.S.	154	1,34
AKSA	AKSA	298	2,03
ALBRK	Albaraka Turk Katilim Bankasi A.S.	1.243	1,1
AYGAZ	Aygaz A.S.	345	2,33
BIMAS	BIM Birlesik Magazalar A.S.	853	29,17
CIMSA	Cimsa Cimento Sanayi ve Ticaret A.S.	186	1,86
CCOLA	Dogus Gayrimenkul Yatirim Ortakligi A.S.	292	7,15
ENKAI	Enka Insaat ve Sanayi A.S.	4.605	13,81
FROTO	Ford Otomotiv Sanayii A.S.	282	5,99
GOODY	Goltas Goller Bolgesi Cimento Sanayi ve Ticar	11	0,54
KONYA	Koza Altin Isletmeleri A.S.	3	0,63
KOZAL	Nuh Cimento Sanayi A.S.	175	1,26
NUHCM	Panora Gayrimenkul Yatirim Ortakligi A.S.	230	1,45
PAGYO	Petkim Petrokimya Holding A.S.	190	0,53
PETKM	Pinar Sut Mamulleri Sanayii A.S.	1.496	4,19
PNSUT	Turkcell Iletisim Hizmetleri A.S.	67	0,77
TKNSA	Turk Telekomunikasyon A.S.	101	0,43
TTRAK	Turk Traktor ve Ziraat Makineleri A.S.	51	2,35
EREGL	Eregli Demir Celik	6.749	15,26
ULKER	Ülker Bisküvi Sanayi Aş.	669	8,09
NAKIT/CASH	Nakit Bilesen/Cash Component	-450	-0,28
TOPLAM/TOTAL	Asgari Birim Tutarı/ETF Unit Amount	10.000	100

3.4.2. S&P Shariah Endeksleri

Standard and Poor's 2006 yılında ilk İşlami endeks serilerini piyasaya sürmüştür. İlk olarak S&P'nin en bilinen üç konvansiyonel endeksi olan S&P 500, S&P Europe 350 ve S&P Japan 500 endekslerinin İşlami versiyonlarını oluşturmuştur. S&P 500 Shariah, S&P Europe 350 Shariah ve S&P Japan 500 Shariah endekslerinden sonra Körfez ve Asya bölgesinde bir gösterge olması için 2007 yılında S&P GCC Shariah ve S&P Pan Asia Shariah endekslerini piyasaya sürmüştür. S&P, bu endeksleri oluştururken hisse senetlerinin şeriat kurallarına uygunluğunu belirlemek için Londra ve Kuveyt'te faaliyet gösteren Ratings Intelligence şirketinden danışmanlık hizmeti almaktadır (Standard & Poor's, 2007).

3.4.2.1. Endekse Alınma Kriterleri

3.4.2.1.1. Sektör Kriteri

Bir şirketin endekse girebilmesi için şu faaliyetlerle iştigal etmemesi gerekmektedir:

- Reklamcılık ve Medya: Haber kanalları, spor kanalları, gazeteler ve toplam gelirlerinin yüzde 65'inden fazlasını Körfez ülkelerinden elde eden medya ve reklam şirketleri bu kriterden muaf tutulmaktadır.
- Alkol
- Klonlama
- Finansal Hizmetler: İşlami Bankalar, İşlami Finansal Kurumlar, İşlami Sigorta şirketleri bu kriterden muaf tutulmaktadır.
- Kumar
- Domuz
- Pornografi
- Tütün
- Vadeli altın ve gümüş ticareti

3.4.2.1.2. Finansal Oran Kriteri

İslam Hukukuna aykırı faaliyet gösteren şirketler elendikten sonra ikinci bir eleme gerçekleştirilmektedir. Bu elemelerde şirketlerin finansal oranları önem arz etmektedir. Finansal oran kriterine göre;

- Şirketin toplam borcunun şirket piyasa değerine (36 aylık ortalama) oranı yüzde 33'ten küçük olmalı
- Şirketin alacaklar hesabının şirket piyasa değerine (36 aylık ortalama) oranı yüzde 49'dan küçük olmalı
- Nakit ve faize dayalı menkul kıymetlerinin toplamının şirketin piyasa değerine (36 aylık ortalama) oranı yüzde 33'ten küçük olmalı
- Şirketin faiz dışındaki haram faaliyetlerinden elde edilen gelirin toplam gelirin oranı yüzde 5'ten küçük olmalıdır (Standard & Poor's, 2007:8-10).

S&P ayrıca endeks yatırımcıları için kâr payı arındırma rosyosu da hesaplamaktadır. Bu oran yatırımcıların elde ettikleri temettü ödemelerinden ne kadarlık bir kısmının hayır, hasenat olarak dağıtılması gerektiğini göstermektedir. Zira bu oran şirketin haram olan faaliyetlerinden elde ettiği gelirin her bir hissenin kâr payı ödemelerine düşen payını temsil etmektedir (Standard & Poor's, 2007:8-10).

3.4.2.2. S&P İslami Endeks Türleri

3.4.2.2.1. S&P 500 Shariah

S&P 500 Shariah endeksi, Amerika borsalarında faaliyet gösteren en büyük 500 şirketten oluşan S&P 500 endeksi içerisinde seçilen ve Şer'i eleme kriterlerinden geçen şirketlerden oluşmaktadır (S&P, 2015:4).

3.4.2.2.2. S&P Europe 350 Shariah

Avrupa'daki 17 farklı borsada işlem gören 350 şirketin hisse senetlerinden oluşmaktadır (S&P, 2015:4).

3.4.2.2.3. S&P Japan 500 Shariah

Japonya'daki Tokyo, Osaka ve Jasdak borsalarında işlem gören 500 şirketin hisse senetlerinden oluşmaktadır. Endekste büyük, orta ve küçük ölçekli şirketler yer almaktadır (S&P, 2015:4).

3.4.2.2.4. S&P Global 1200 Shariah

S&P 500 (U.S.), S&P Europe 350, S&P TOPIX 150 (Japan), S&P/TSX 60 (Canada), S&P ASX All Australian 50, S&P Asia 50 and S&P Latin America 40 endekslerinden seçilen 1200 hisse senedinden oluşmaktadır (S&P, 2015:4).

3.4.2.2.5. S&P/TOPIX 150 Shariah

Japon borsalarında işlem gören en büyük 150 şirketin hisse senetlerinden oluşmaktadır. Bu endekste ki şirketler S&P Japan 500 Shariah endeksindeki şirketler arasından seçilmektedir (S&P, 2015:4).

3.4.2.2.6. S&P/TSX 60 Shariah

Bu endeks Kanada borsasında işlem gören Şer'i uyumlu 60 şirketten oluşmaktadır (S&P, 2015:5).

3.4.2.2.7. S&P BRIC Shariah

Endeks BRIC ülkeleri olarak adlandırılan Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'deki şirketler için oluşturulmuş bir endekstir. Bu şirketler aynı zamanda Hong Kong, Londra, Nasdaq ve New York gibi borsalarda işlem görmektedir (S&P, 2015:5).

3.4.2.2.8. S&P Global Healthcare Shariah

Bu endekste ki şirketler S&P 500 Shariah, S&P Europe 350 Shariah ve S&P Japan 500 Shariah endekslerinde işlem gören ve sağlık sektöründe faaliyet gösteren şirketlerden oluşmaktadır. Bu endeks gelişmiş piyasalardaki en büyük ve en likit sağlık şirketlerinden oluşmaktadır (S&P, 2015:5).

3.4.2.2.9. S&P GCC (Gulf Cooperation Council)

Körfez Arap ülkeleri işbirliği konseyindeki ülkeler için oluşturulmuş bir endekstir. Konsey Bahreyn, Kuveyt, Umman, Katar, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirliklerinden oluşmaktadır (S&P, 2015:5).

3.4.2.2.10. S&P GCC Composite Shariah Dividend Index

Bu endeksin S&P GCC endeksinden farkı, endekste yer alacak şirketlerin yıllık temettü büyümesi, temettü sürdürülebilirliği ve likidite kriterlerine göre belirlenmesidir (S&P, 2015:5).

3.4.2.2.11. S&P Pan Asia Index

Endeks S&P Citigroup Global Equity endeksindeki Avustralya, Japonya ve Yeni Zelanda hariç, Asya ülkelerinden seçilen hisselerden oluşmaktadır. Endekse alınan hisselerin piyasa değeri en az 1 milyar dolar olmak zorundadır. Çin, Hindistan, Hong Kong, Malezya, Filipinler, Singapur, Güney Kore, Tayvan ve Tayland borsalarında 1 milyar dolar eşikliğini geçen ve Şer'i eleme kriterlerini sağlayan 15 hisse senedi bu endeksi oluşturmaktadır (S&P, 2015:7).

3.4.2.2.12. S&P Global Property Shariah Index

Endeks gelişen ve gelişmekte olan ülkelerdeki reel varlıklarla ilgili faaliyet gösteren şirketlerden oluşmaktadır (S&P, 2015:7).

3.4.2.2.13. S&P Pan Arab Index

Endeks S&P/IFCG gelişmekte olan piyasalar endeksinde yer alan ve Bahreyn, Mısır, Ürdün, Kuveyt, Lübnan, Fas, Umman, Katar, Suudi Arabistan, Tunus ve Birleşik Arap Emirlikleri borsalarındaki şirketlerden oluşmaktadır (S&P, 2015:6).

3.4.2.2.14. S&P Pan Arab Composite Shariah Dividend Index

Bu endeksin S&P Pan Arab'dan farkı endekste yer alacak şirketlerin yıllık temettü büyümesi, temettü sürdürülebilirliği ve likidite kriterlerine göre belirlenmesidir (S&P, 2015:6).

3.4.2.2.15. S&P/IFCI Large-MidCap Shariah Index

Bu endekste ki şirketler, Arjantin, Brazilya, Şili, Çin, Çek Cumhuriyeti, Mısır, Macaristan, Hindistan, Endonezya, İsrail, Malezya, Meksika, Fas, Peru Filipinler, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Güney Kore, Tayvan, Tayland ve Türkiye borsalarında faaliyet gösteren şirketlerden oluşan S&P IFCI endeksinde yer alan şirketlerden seçilmektedir (S&P, 2015:6).

3.4.2.2.16. S&P Global BMI Shariah Index

Piyasa değeri en az 100 milyon dolar olan ve yıllık işlem hacmi en az 50 milyon dolar olan şirketler bu endekse girebilmektedir. Endekste 10.000’den fazla şirket bulunmaktadır. Bu endekste ki şirketler arasından seçilen çok daha fazla alt endeksler bulunmaktadır. İçerisinde Türkiye’nin de bulunduğu 46 adet Bölgesel Şer’i Endeks, sektörler e göre belirlenmiş Sektör Şer’i Endeksleri, Gelişmekte olan piyasalar Şer’i endeksi bunlardan bazılarıdır (S&P, 2015:6).

3.4.2.2.17. S&P Frontier BMI Shariah Index

37 ülkeden seçilen ve gelişmekte olan piyasalar endeksindeki şirketlerden daha küçük ve daha az likit olan şirketler yer almaktadır (S&P, 2015:8).

3.4.2.2.18. S&P BSE 500 Shariah Index

Bu endekste ki şirketler S&P Bombay Stock Exchange 500 endeksindeki Şirketler arasından seçilmektedir (S&P, 2015:8).

3.4.2.2.19. S&P South Africa Composite Shariah Index

Bu endeks Johannesburg Stock Exchange’de faaliyet gösteren ve piyasa değeri en az 100 milyon dolar olan ve yıllık işlem hacmi en az 50 milyon dolar olan şirketlerin hisse senetlerinden oluşmaktadır (S&P, 2015:9).

3.4.3. FTSE İslami Endeks Serileri

FTSE Shariah Global Equity Index Serileri, FTSE Global Equity Index Serileri içinden İslami endekse alınma kriterlerine uyan büyük ve orta ölçekli şirketlerin hisse senetlerinden oluşmaktadır. Endeksin Şer’i danışmanlığını Yasaar Limited Şirketi

yapmaktadır. Endekse alınmak için sektör ve finansal oran kriteri olmak üzere iki temel kriter bulunmaktadır.

3.4.3.1. Endekse Alınma Kriterleri

3.4.3.1.1. Faaliyet Alanı Kriteri

Bu kritere göre aşağıdaki alanlarda faaliyet gösteren şirketler endekse alınmamaktadır.

- Konvansiyonel finans (bankacılık, finans veya sigorta)
- Alkol
- Domuz vb. helal olmayan ürünler ile ilgili her türlü faaliyet,
- Reklam (gazino, kumar, pornografi)
- Tütün, Silah

3.4.3.1.2. Finansal Oran Kriteri

Şirketlerin endekse alınabilmesi için bazı finansal oranlara sahip olması gerekmektedir. Bunlar:

- Şirketin toplam borcunun toplam varlıklarının yüzde 33'ünü geçmemesi
- Şirketin nakit ve faize dayalı kalemleri toplam varlıklarının yüzde 33'ünü geçmemesi
- Alacaklar hesabı ve nakitlerinin toplamı toplam varlıklarının yüzde 33'ünü geçmemesi

3.4.3.2. FTSE İslami Endeks Türleri

3.4.3.2.1. FTSE Nasdaq Dubai Endeks Serileri

FTSE Grup ve Nasdaq Dubai'nin beraber oluşturdukları bu endeks 2006 yılında Körfez İşbirliği Konseyi için oluşturulmuştur. Birleşik Arap Emirlikleri, Kuveyt, ve Katar'daki Şer'i uyumlu en büyük ve en likit şirketlerden oluşmaktadır (FTSE, 2016).

3.4.3.2.2. FTSE Bursa Malaysia Hirjah Shariah ve EMAS Shariah Endeksleri

Bu endeks serileri Malezya Borsasında faaliyet gösteren ve Malezya Merkezi Danışma Kurulu olan SAC (Shariah Advisory Board)'nin kriterlerini sağlayan şirketlerden oluşmaktadır (FTSE, 2016).

3.4.3.2.3. FTSE SET İslami Endeks Serileri

Tayland borsasında işlem gören ve İslami prensiplere uygun olarak faaliyet gösteren şirketlerden oluşmaktadır (FTSE, 2016).

3.4.3.2.4. FTSE TWSE Taiwan İslami Endeks

Tayvan borsasında işlem gören ve İslami prensiplere uygun olarak faaliyet gösteren büyük ve orta ölçekli şirketlerden oluşmaktadır (FTSE, 2016).

3.4.3.2.5. FTSE/JSE İslami Endeks

Güney Afrika borsasında işlem gören ve İslami prensiplere uygun olarak faaliyet gösteren şirketlerden oluşmaktadır (FTSE, 2016).

3.4.3.2.6. FTSE SGX İslami Endeks

FTSE Grup ile Singapur Borsasının oluşturduğu bu endeks Asya Pasifik bölgesindeki şirketlerin performansını ölçmektedir (FTSE, 2016).

3.4.4. Kuala Lumpur Islamic Index

Malezya'daki İslami finansın gelişiminin bir parçası olarak Kuala Lumpur Islamic Index 17 Nisan 1999 tarihinde İslami prensiplere uyan hisse senetlerinin performansını değerlendirebilecek bir gösterge olarak oluşturuldu. Bu endeksteeki şirketler Kuala Lumpur borsasında işlem gören ve Malezya Şer'i Danışma Kurulu'nun (SAC) Şer'i uyumlu olduğunu onayladığı şirketler arasından seçilmektedir. Kuala Lumpur İslami endeksine alınacak şirketlerin SAC gibi merkezi bir kurul tarafından belirlenmesi onu diğer endekslerden ayıran önemli bir özelliktir. Diğer endekslerde endekse alınacak şirketlerin Şer'i denetimi endeks yapımcıların belirlediği Danışma kurulu tarafından belirlenmektedir (Pok, 2012; Zainudin ve Miskam, 2014).

3.4.4.1. Endekse Alınma Kriterleri

Şirketlerin Kuala Lumpur Islamic Index'e girebilmesi için gereken şartlar şunlardır:

- Şirketin faaliyetlerinin İslam hukukuna uyması gerekmektedir. Şirketin faaliyetleri faiz, kumar, likör, domuz gibi helal olmayan ürün ve faaliyetler olmamalıdır.

- Şirketin faaliyetleri hem İslam hukukuna uygun hem de uygun olmayan faaliyetlerden oluşuyorsa ek kriterler ortaya çıkmaktadır. Buna göre;
 - Kamuoyunun algısı veya şirketin imajı iyi olmalı
 - Şirketin temel faaliyet alanı önemliyse ve Müslüman ümmete fayda sağlıyorsa (maslahat) veya haram unsur çok küçükse ve çok yaygın olduğundan kaçınılması çok zor ise, gelenek haline gelmişse veya İslam'ın kabul ettiği gayrimüslim haklarından ise bu şirket endekse alınabilmektedir.
- Şirketin faaliyetleri içerisindeki alkol, faiz, kumar, domuz ürünleri gibi haram unsurlar yüzde 5'i geçmemeli
- Konvansiyonel bankalardaki mevduatlara ödenen faiz gibi kaçınılması zor olarak kabul edilen faaliyetleri (umum balwa) yüzde 10'u geçmemeli
- Şirketin kiraya verdiği binaları veya diğer menkul ve gayrimenkulleri haram olan faaliyetlerde kullanılıyorsa (kumar, içki satışı vb.) bunlardan elde ettiği kira geliri %20'yi geçmemeli
- Kamunun faydasına (maslahat) olan faaliyetlerin (otel, tatil, hisse senedi ticareti gibi) oranı yüzde 25'i geçmemelidir.
- Bu kriterler dışında diğer endekslerde olduğu gibi şirketin borç oranı ve likit varlıklarının oranını sınırlayan bir kriter bulunmamaktadır. SAC, Bursa Malezya'da işlem gören şirketlerin yaklaşık yüzde 88'inin Şer'i uyumlu olduğunu onaylamıştır (Pok, 2012).

3.4.5. MSCI Barra Global Family of Islamic Indices

MSCI Barra şirketi 2007 yılının Haziran ayında MSCI Global Islamic Index Family'yi piyasaya sürdü. Bu endeksler ilk kurulduğunda 53 ülkeyi kapsamına almaktaydı. MSCI İslami endeksleri, MSCI endeksleri içerisinde Şer'i eleme kriterlerine uyan şirketlerin hisse senetlerini kapsamına almaktadır (MSCI, 2015).

3.4.5.1. Endekse Alınma Kriterleri

Endekse alınmak için iki temel kriter bulunmaktadır. Bunlar faaliyet alanı kriteri ve finansal oran kriteridir (MSCI, 2015).

3.4.5.1.1. Faaliyet Alanı Kriteri

Faaliyet alanı kriterine göre şirketin şu faaliyetlerden elde ettiği geliri toplam gelirlerinin %5'ini aşmamalıdır.

- Alkol; alkollü içki üretimi, dağıtımı ve ticareti, bar ve gazino işletmek
- Tütün; sigara ve diğer tütün mamullerinin üretimi ve dağıtımı
- Domuz ürünleri; domuz ve domuz ürünleri üretimi ve satışı
- Finansal hizmetler; ticari bankacılık, yatırım bankacılığı, mortgage vb. hizmetler, sigorta ve finans şirketleri, kredi acenteler, borsalar, tüketici kredisi sağlayan şirketler, yatırım fonu işletmek, brokerlık
- Savunma/Silah; askeri uçak ve savunma araçları üretmek
- Kumar; kumar, şans oyunları, bahise konu olan oyun hizmetleri
- Müzik; müzik üretimi ve dağıtımı
- Otel; otel işletmek
- Sinema; sinema, tv şovları yapım, dağıtım ve gösterimi yapmak
- Eğlence; yetişkin eğlence hizmetleri

3.4.5.1.2. Finansal Oran Kriteri

Endekse alınmak için belirlenen ikinci kritere göre şirketin faize dayalı gelirlerinin belli bir oranı geçmemesi ve şirketin yüksek kaldıraç oranına sahip olmaması gerekmektedir. Buna göre;

- Şirketin toplam borcunun toplam varlıklarına oranı yüzde 33'ü geçmemeli
- Şirketin nakit ve faize dayalı menkul kıymetlerinin toplam varlıklarına oranı yüzde 33'ü geçmemeli
- Alacaklar hesabının toplam varlıklarına oranı yüzde 70'i geçmemelidir. Alacaklar hesabında böyle bir sınırlama koyulmasının nedeni şirketin borç verdiği ve bu borçlardan faiz ödemesi talep edebileceği ihtimalidir.

Bu iki kriterden geçen şirketler endekse alınmaktadır. Endekste şirketlerin hisse senetlerine yapılan temettü ödemeleri de bir arındırma sürecinden geçmektedir. MSCI “temettü hesaplama faktörü” kullanarak temettü içerisindeki faizli kısmı hesaplamakta ve bu kısmın Şer'i Danışma Kurulu tarafından sadaka gibi hayır faaliyetlerine ayrılması

gerektiğini hisse sahiplerine ifade etmektedir. Faizli kısım şu formülle hesaplanmaktadır: (Toplam kazanç-faiz geliri)/ (Toplam kazanç) (MSCI, 2007:21).

3.4.5.2. MSCI Islamic Index Türleri

3.4.5.2.1. MSCI World Islamic Index

Bu endeks MSCI Provisional World Index'teki Şer'i eleme kriterlerini sağlayan şirketlerden oluşmaktadır. MSCI World Islamic Index, MSCI Provisional World Index'indeki hisse senetlerinin yüzde 45'ini temsil etmektedir. MSCI Provisional World Index'te yer alıp da Islamic endekste yer almayan şirketlerin çoğunluğu bankalar, finans şirketleri ve sigorta şirketleridir. MSCI World Islamic Index'te yer alan şirketler arasında en büyük paya sahip sektör enerji şirketleridir (MSCI, 2007:14).

3.4.5.2.2. MSCI Emerging Market Islamic Index

MSCI Provisional EM Index'teki şirketler içerisinde seçilen ve Şer'i eleme kriterlerine uyan şirketlerden oluşmaktadır. MSCI Provisional EM Index'teki hisse senetlerinin yüzde 46'sını temsil etmektedir. İçerisinde Türkiye'nin de bulunduğu bu endeks Brezilya, Çin, Rusya, Hindistan gibi gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin hisselerinden oluşmaktadır. Konvansiyonel endekste en büyük paya bankalar sahipken İslami endekste bankaların payı sıfırdır. İslami endekste enerji ve malzeme sektörü en büyük paya sahiptir (MSCI, 2007:15).

3.4.5.2.3. MSCI GCC Countries Islamic Index

Bu endeks, Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyindeki ülkeler (Bahreyn, Kuveyt, Umman, Katar, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri) için oluşturulan MSCI GCC Countries International Index'teki şirketler arasından Şer'i eleme kriterlerine uyan şirketlerin hisselerinden oluşmaktadır. Endeks, MSCI GCC Countries International Index'teki hisselerin yüzde 44'ünü temsil etmektedir. Bu endekse yatırım yapmak isteyen yerli olmayan yatırımcılara belli sınırlamalar getirilmektedir. MSCI GCC Countries Islamic Index, MSCI GCC Countries International Index'in yüzde 62'sini temsil etmektedir (MSCI, 2007:16).

3.4.6. Russell-IdealRatings Islamic Global Index Serileri

Russell endeks serileri, global hisse senetleri endekslerinden biridir. Russell endeks serilerinin en bilineni ABD borsalarında işlem gören iki bin küçük ölçekli şirketlerin hisse senetlerinden oluşan Russell2000 endeksidir. İki bin küçük ölçekli şirkete ilaveten bin büyük ölçekli şirketin yer aldığı Russell3000 endeksi ile bin büyük ölçekli şirketin hisse senedinin yer aldığı Russell1000 endeksi diğer popüler endekslerdir. Russell şirketi sadece ABD borsalarında değil küresel ölçekte de pek çok endeks hesaplamaktadır. Global Index, Global Large Cap, Global Midcap and Global Small Cap bunlardan bazılarıdır (Russell, 2015:56-60).

Russell IdeealRatings Islamic Index'teki hisse senetleri Russell Global Index'te yer alan şirketlerden seçilmektedir. Russell IdeealRatings Islamic Index'in kapsamında 44 farklı ülkeden 3600 hisse senedi yer almaktadır. Russell Glabol Index üç ayda bir periyodik olarak gözden geçirilerek bu endekste ki Şer'i uyumlu hisse senetleri tespit edilmekte bu hisse senetleri Russell IdeealRatings Islamic Index'i oluşturmaktadır. Islamic Index'teki bir şirketin artık endekse alınma kriterlerini taşımadığı tespit edilirse endeks müşterilerine bu durum ilan edilerek bu şirket endeksten çıkarılmaktadır (Russell, 2015).

3.4.6.1. Endekse Alınma Kriterleri

3.4.6.1.1. Haram Gelir Kriteri

Bir şirketin Russell-IdealRatings Islamic Index'e girebilmesi için faize dayalı olarak elde edilen gelir ve diğer haram olan faaliyetlerden elde edilen gelirin toplam gelir içindeki payı yüzde 5'i aşmaması gerekmektedir. Yasak olarak kabul edilen faaliyetler şunlardır:

- Konvansiyonel bankacılık ve sigortacılık faaliyetleri
- Alkol üretimi ve dağıtımı
- Tütün üretimi ve dağıtımı
- Domuz ve domuz ürünleri üretimi ve dağıtımı
- Kumarhane ve şans oyunları işletmek
- Genel ev işletmek
- Pornografik filmler ve hizmetler

- Şer'i kurallara uymayan dergi, reklam, tv kanalı, sinema vb. işletmek
- Vadeli altın ve gümüş ticareti
- Silah üretimi
- Kök hücre, insan embriyosu, ve genetik klonlama (araştırma firmaları, terapi klinikleri vb.)

3.4.6.1.2. Finansal Oran Kriteri

Bu kritere göre bir şirketin endekse alınabilmesi için;

- Nakit miktarı, mevduatları ve alacaklarının toplamının son 12 aydaki ortalama toplam piyasa değerine oranı yüzde 70'i aşmaması,
- Faize dayalı borçlarının son 12 aydaki ortalama toplam piyasa değerine oranı yüzde 33'ü aşmaması,
- Nakit, mevduat ve faize dayalı menkul kıymetlerinin toplamının son 12 aydaki ortalama toplam piyasa değerine oranı yüzde 33'ü aşmaması gerekmektedir.

3.4.6.2. Russell IdealRatings Islamic Index Türleri

Russell IdealRatings Islamic Index, şirketlerin büyüklüğüne, ülkesine, bölgesine, sektörüne farklı İslami endeksler oluşturmuştur. Bunlardan en önemlileri şunlardır:

- Russell-IdealRatings Islamic Global
- Russell-IdealRatings Islamic ex-U.S.
- Russell-IdealRatings Islamic Developed
- Russell-IdealRatings Islamic Developed Markets Markets ex-U.S.
- Russell-IdealRatings Islamic Emerging
- Russell-IdealRatings Islamic Europe Markets
- Russell-IdealRatings Islamic Asia Pacific
- Russell-IdealRatings Islamic Asia Pacific ex-Japan
- Russell-IdealRatings Islamic GCC Russell-IdealRatings Islamic MENA

3.4.7. Stoxx İslami Endeksleri

Endeks sağlayıcı STOXX şirketinin 2011 yılında oluşturduğu bu endeks serileri Avrupa ve Euro bölgesini kapsamaktadır. STOXX Europe 600 endeksi içinden bağımsız bir Şer'i kurul tarafından seçilen şirketlerden oluşmaktadır. Bu endekslerden bazıları Stoxx

Europe Islamic, Euro Stoxx Islamic50 ve Stoxx Europe Islamic50 endeksleridir (Stoxx, 2016).

3.4.8. Thomson Reuters/Idealratings Islamic Index

Bu endeksler Thomson Reuters şirketi ile İslami fon yönetim hizmeti veren Idealrating şirketinin ortaklaşa oluşturduğu bu endeksler 18 ülke ve 3 sektörü içinde barındırmaktadır. Endekse alınacak şirketler AAOIFI standartlarına göre belirlenmektedir ve endeksin danışma kurulunda Dr. Mohamed El Gari, Dr. M. Daud Bakar ve Sheikh Yusuf Talal DeLorenzo bulunmaktadır (Reuters, 2012:4)

Endekse alınmak için belirlenen iki kriter bulunmaktadır. Sektör kriteri, şirketin faaliyette bulunduğu sektörün İslami prensiplere uygun olmasını gerektirmektedir. Finansal oran kriterinde ise üç alt kriter bulunmaktadır:

- Şirketin faize dayalı borçlarının son 12 aylık piyasa değerine oranı yüzde 30'u aşmamalı
- Şirketin nakit, mevduat ve faize dayalı yatırımlarının son 12 aylık piyasa değerine oranı yüzde 30'u aşmamalı
- Şirketin nakit, mevduat ve alacaklarının toplam varlıklarına oranı yüzde 67'yi aşmamalıdır (Reuters, 2012:9)

3.4.9. Jakarta Islamic Index (JII)

3 Temmuz 2000 yılında kurulan Jakarta İslami endeksinde Endonezya Borsasında işlem gören 30 şirketin hisse senedi yer almaktadır. Endekse alınmak için ana faaliyet alanının İslami prensiplere uygun olmasının yanında bir de finansal oran kriteri bulunmaktadır. Finansal oran kriteri diğer İslami endekslerden daha esnektir. Örneğin Şirketin faize dayalı menkul kıymetleri/Toplam varlık oranı yüzde 45 gibi diğer İslami endekslerden daha yüksek bir oran belirlenmiştir. Diğer İslami endekslerin çoğunda bu oran yüzde 33 olarak belirlenmiştir Aynı şekilde Şirketin meşru olmayan gelirleri/Toplam Gelir oranı diğer endekslerde genellikle yüzde 5 olarak belirlenmişken JII'de yüzde 10 olarak belirlenmiştir. (Listyaningsih, 2015:8).

3.4.10. KSE Meezan Index (KMI-30)

Pakistan'daki Karachi Borsası ile Al-Meezan Yatırım Bankasının girişimiyle 2008 yılında yayınlanmaya başlayan bu endeks Karachi Borsasında işlem gören Şer'i eleme kriterlerine uyan 30 şirketin hisse senedinden oluşmaktadır (Haider, 2012:52).

3.4.11. Bombay Stocks Exchange Shari'ah 50 Index (BSESI)

Hindistan Borsasında işlem gören 50 şirketten oluşan endeks 2008 yılında yayınlanmaya başlamıştır. Endekse alınacak şirketler Şer'i danışmanlık hizmeti veren TESIS(Taqwaa Advisory and Shariah Investment Solutions) şirketi tarafından belirlenmektedir (BSE TESIS).

3.4.12. Hong Kong Islamic Index (HKII)

Hong Kong İslami endeksi, Arap dünyasının Büyük Çin bölgesi(Çin, Hong Kong, Tayvan ve Makao) ile ticaretini geliştirmek için kurulan Arap Ticaret Konseyi tarafından 2007 yılında oluşturulmuştur. Endekse alınacak şirketlerin Şer'i denetimini Konsey sağlamaktadır. Endekste Hong Kong Borsasında işlem gören 78 şirketin hisse senedi yer almaktadır. Bu şirketlerin yarısı Çin merkezli, yarısı ise Hong Kong merkezli faaliyetlerini sürdürmektedir ("Arab Chamber of Commerce and Industry" 2016).

3.4.13. Borsa İstanbul Katılım Endeksleri

3.4.13.1. Katılım Endekslerinin Oluşturulması

Dünyada ilk örneklerinin 1990'lı yılların sonlarında görülmeye başlandığı İslami endekslerin Türkiye'deki ilk örneği olan Katılım Endeksi, dört katılım bankasının sponsorluğunda 6 Ocak 2011 tarihinde yayınlanmaya başlamıştır. Endeks başlangıç tarihi olarak 31.12.2008 tarihi baz alınmış, endeks başlangıç değeri ise o tarihteki BIST Sınai Endeksinin kapanış değeri olan 19.781,26 seviyesi olarak kabul edilmiştir. 9 Temmuz 2014 tarihinde Katılım50 ve Katılım Model Portföy endeksinin kurulmasıyla Katılım Endeksinin adı Katılım30 olarak değişmiştir. Endeks kurucuları Albaraka Türk, Kuveyt Türk, Bank Asya ve Türkiye Finans katılım bankasıdır. Endeks danışmanlığını Bizim Menkul Değerler A.Ş. ile Türkiye Katılım Bankaları Birliği, endeks hesaplayıcılığını ise Borsa İstanbul yapmaktadır. (Katılım Endeksi, 2011).

3.4.13.2. Endeks Kuralları

Endeksteeki şirketlerin endeks kriterlerine uygunluğu üç aylık periyotlarla takip edilmektedir. Üç aylık periyotlar Ocak-Mart, Nisan-Haziran, Temmuz-Eylül ve Ekim-Aralık şeklinde belirlenmiştir. Endeks kriterlerine uymayan şirketler bir sonraki 3 aylık dönemde endeksten çıkarılmakta, yerine listeye giremeyen şirketlerden piyasa değeri sıralamasında en üstte yer alan şirket endekse alınmaktadır. Katılım Endeksi Borsa İstanbul tarafından her 10 saniyede bir hesaplanmakta ve yayınlanmaktadır. Endekse alınacak şirketler danışma kurulunun onayı alınarak Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından belirlenmektedir (Katılım Endeksi, 2011).

Katılım Endeksi, fiyat endeksi ve getiri endeksi olmak üzere iki şekilde hesaplanmaktadır. Fiyat endeksi ile getiri endeksi arasındaki fark getiri endeksinde paylara ilişkin nakit temettü ödemelerinin dikkate alınmasıdır. Getiri endeksi hesaplanırken kullanılan bölen değerinde paylara ödenen temettünün endeksteeki hisselerle ağırlıkları oranında yatırıldığı varsayılarak düzeltme yapılmaktadır. Fiyat endeksinde ise ödenen temettünün endeksteeki hisselerle yeniden yatırılmadığı varsayılarak, bölen değerinde her hangi bir düzeltme yapılmaz (Katılım Endeksi, 2011).

3.4.13.3. Endeks Hesaplaması

Endeks hesaplaması yapılırken her hissenin piyasa değerlerinin ağırlıkları dikkate alınarak bir hesaplama yapılır. Endeks hesaplanırken şu formül kullanılmaktadır.

$$E_t = \frac{\sum_{i=1}^n F_{it} \times N_{it} \times H_{it} \times K_{it}}{B_t}$$

E_t endeksin t zamandaki değerini, n endekse dahil olan pay (şirket) sayısını, F_{it} 'i'nci payın t zamanındaki fiyatını, N_{it} "i"nci payın t zamanındaki toplam sayısını, H_{it} "i"nci payın t zamanındaki endeks hesaplamasında kullanılan fiili dolaşımda bulunan kısmının toplam pay sayısına oranını, K_{it} "i"nci payın t zamandaki katsayısını, B_t Endeksin t zamandaki bölen değerini ifade etmektedir (Katılım Endeksi, 2011).

3.4.13.4. Endekse Katılım şartları

Şirketlerin Katılım Endeksine girebilmeleri için iki ana kriteri sağlamaları gerekmektedir. Bunlardan birincisi şirketin ana faaliyet alanının İslam'a göre yasak olan faaliyetler olmaması, ikincisi ise şirketin finansal oranlarının belli bir oranı aşmamasıdır. Şirketler ilk olarak faaliyet alanı kriterine tabi tutulur. Bu kriteri sağlayan şirketler finansal oran kriterine tabi tutulur. Her iki kriteri de sağlayan şirketlerden piyasa değeri en yüksek olan ilk 30 şirket Katılım30 endeksine, ilk 50 şirket ise Katılım50 endeksine alınmaktadır. Endeks kurucuları olan Katılım Bankaları (Albaraka Türk, Asya Katılım Bankası, Kuveyt Türk ve Türkiye Finans) bu sıralamaya giremezler ise sıralamada son sıralarda yer alan şirketlerin yerine endekse dahil edilmektedir (Katılım Endeksi, 2011).

3.4.13.4.1. Faaliyet Alanı Kriteri

Şirketlerin Katılım Endeksine alınabilmesi için ilk olarak faaliyet alanı kriterinden geçmeleri gerekmektedir. Bu kritere göre şirketin temel faaliyet alanı İslam'ın yasaklamadığı konular olmalıdır. Şirketin temel faaliyet alanı belirlenirken şirket ana sözleşmesi esas alınmaktadır. Buna göre endekse alınacak şirketlerin temel faaliyet alanı şunlar olmamalıdır:

- Faize dayalı ticaret
- Faize dayalı finans
- Faize dayalı hizmet
- Faize dayalı aracılık (bankacılık, sigorta, finansal kiralama, faktöring vb.)
- Alkollü içki
- Kumar
- Şans oyunu
- Domuz eti ve domuzdan üretilmiş mamuller
- Basın, yayın, reklam
- Turizm, eğlence
- Tütün mamulleri
- Silah
- Vadeli altın, gümüş, döviz ticareti

3.4.13.4.2. Finansal Oran Kriteri

Faaliyet alanı kriterinden geçen şirketler ikinci olarak finansal oran kriterine tabi tutulmaktadır. Buna göre şirketlerin şu oranları tutturması gerekmektedir:

- Toplam faizli krediler/Piyasa değeri yüzde 30'dan küçük olmalı
- Faiz getirili nakit ve menkul kıymetler/Piyasa değeri yüzde 30'dan küçük olmalı
- Yasak olan faaliyetlerden elde edilen gelir/Toplam gelir yüzde 5'den küçük olmalıdır.

Şirketin ortak olduğu veya iştiraki olan diğer şirketlerin faaliyetleri yukarıda belirtilen yasak faaliyetlerden oluşuyorsa şirketin buradan elde ettiği gelir de ortaklığı oranında hesaplamaaya dahil edilmektedir (Katılım Endeksi, 2011).

3.4.13.5. Katılım Endeksi Türleri

3.4.13.5.1. Katılım30 Endeksi

Endekse katılım şartlarını sağlayan şirketlerden piyasa değeri en yüksek olan ilk 30 şirket Katılım30 endeksini oluşturmaktadır. Katılım30 endeksi 06.01.2011 tarihinde yayınlanmaya başlamıştır (Katılım Endeksi, 2011).

3.4.13.5.2. Katılım50 Endeksi

Endekse katılım şartlarını sağlayan şirketlerden piyasa değeri en yüksek olan ilk 50 şirket Katılım50 endeksini oluşturmaktadır. Katılım50 endeksi 09.07.2014 tarihinde yayınlanmaya başlamıştır (Katılım Endeksi, 2011).

3.4.13.5.3. Katılım Model Portföy Endeksi

Katılım Model Portföy endeksinin Katılım30 ve Katılım50 endekslerinden farkı endekse katılım şartlarında bazı ilave kriterlerin bulunmasıdır. Katılım Model Portföy endeksi Katılım50 endeksindeki şirketler arasından seçilen 13 şirketten oluşmaktadır. Endekse alınacak şirketler şu şekilde belirlenir:

- Katılım50 endeksinde yer alan şirketlerden “Araştırma Kredi Derecelendirme Puanı” en düşük olan 5 hisse senedi çıkarılır.

- Kalan hisselerden günlük ortalama işlem hacmi 300.000TL'nin altında olan hisse senetleri çıkarılır.
- Kalan her bir hisse senedinin Fiyat/Kazanç oranı, Firma Değeri/Faiz ve Vergi Öncesi Kâr oranı ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı hesaplanır. Bu üç oranda da en düşük orana sahip olan 13 şirket endekse alınır (Katılım Endeksi, 2011).

3.4.13.6. Endeks Şirketleri

Endeks şirketleri üç aylık dönemler itibariyle gözden geçirilmekte, endekse girme şartlarını kaybeden şirketler endeksten çıkarılmaktadır. Endeks kriterlerine uyan şirketler arasından piyasa değeri en yüksek olan ilk 30 şirket Katılım30 endeksine ilk 50 şirket ise Katılım50 endeksine alınmaktadır. Dönemsel gözden geçirmelerde sıralamaya giremeyen şirketlerden biri piyasa değerini yükselterek sıralamaya girerse o şirket endekse alınmakta son sıradaki şirket ise endeksten çıkarılmaktadır. Katılım30 endeksindeki şirketler Tablo 4'te, Katılım50 endeksindeki şirketler ise Tablo 5'te gösterilmiştir (Katılım Endeksi, 2011).

Tablo 4: Katılım30 Endeks Şirketleri

KOD	HİSSE ADI	KOD	HİSSE ADI
ADANA	Adana Çimento (A)	IZOCM	İzocam
AKCNS	Akçansa	KONYA	Konya Çimento
AKGUV	Akdeniz Güvenlik	KRDMA	Kardemir (A)
AKSUE	Aksu Enerji	KRSTL	Kristal Kola
ALBRK	Albaraka Türk	KUTPO	Kütahya Porselen
ALKIM	Alkim Kimya	LOGO	Logo Yazılım
AYGAZ	Aygaz	MRSHL	Marshall

BFREN	Bosch Fren Sistemleri	NUHCM	Nuh Çimento
BIMAS	Bim Mağazalar	PAGYO	Panora GMYO
BOLUC	Bolu Çimento	PETUN	Pınar Et Ve Un
BUCIM	Bursa Çimento	PKART	Plastikkart
CEMTS	Çemtaş	PNSUT	Pınar Süt
CIMSA	Çimsa	SASA	Sasa Polyester
CMBTN	Çimbeton	SELEC	Selçuk Ecza Deposu
DENCM	Denizli Cam	TATGD	Tat Gıda
EGEEN	Ege Endüstri	THYAO	Türk Hava Yolları
EGSER	Ege Seramik	TKNSA	Teknosa İç ve Dış Ticaret
ENKAI	Enka İnşaat	TMSN	Tümosan Motor ve Traktör
ERBOS	Erbosan	TTRAK	Türk Traktör
EREGL	Ereğli Demir Çelik	TURGG	Türker Proje Gayrimenkul
FROTO	Ford Otosan	ULKER	Ülker Bisküvi
GOODY	Good-Year	ULUSE	Ulusoy Elektrik
HEKTS	Hektaş	UNYEC	Ünye Çimento
HLGYO	Halk GMYO	UYUM	Uyum Gıda
INTEM	İntema	YGGYO	Yeni Gimat GMYO

Kaynak: Katılım30 Endeks Şirketleri,
http://www.katilimendeksi.org/subpage/19/endeks_sirketleri, Erişim Tarihi 18.02.2016

Tablo 5: Katılım50 Endeks Şirketleri

KOD	HİSSE ADI	KOD	HİSSE ADI
ADANA	Adana Çimento (A)	IZOCM	İzocam
AKCNS	Akçansa	KONYA	Konya Çimento
AKGUV	Akdeniz Güvenlik	KRDMA	Kardemir (A)
AKSUE	Aksu Enerji	KRSTL	Kristal Kola
ALBRK	Albaraka Türk	KUTPO	Kütahya Porselen
ALKIM	Alkim Kimya	LOGO	Logo Yazılım
AYGAZ	Aygaz	MRSHL	Marshall
BFREN	Bosch Fren Sistemleri	NUHCM	Nuh Çimento
BIMAS	Bim Mağazalar	PAGYO	Panora GMYO
BOLUC	Bolu Çimento	PETUN	Pınar Et Ve Un
BUCIM	Bursa Çimento	PKART	Plastikkart
CEMTS	Çemtaş	PNSUT	Pınar Süt
CIMSA	Çimsa	SASA	Sasa Polyester
CMBTN	Çimbeton	SELEC	Selçuk Ecza Deposu
DENCM	Denizli Cam	TATGD	Tat Gıda

EGEEN	Ege Endüstri	THYAO	Türk Hava Yolları
EGSER	Ege Seramik	TKNSA	Teknosa İç ve Dış Ticaret
ENKAI	Enka İnşaat	TMSN	Tümosan Motor ve Traktör
ERBOS	Erbosan	TTRAK	Türk Traktör
EREGL	Ereğli Demir Çelik	TURGG	Türker Proje Gayrimenkul
FROTO	Ford Otosan	ULKER	Ülker Bisküvi
GOODY	Good-Year	ULUSE	Ulusoy Elektrik
HEKTS	Hektaş	UNYEC	Ünye Çimento
HLGYO	Halk GMYO	UYUM	Uyum Gıda
INTEM	İntema	YGGYO	Yeni Gimat GMYO

Kaynak: Katılım50 Endeks Şirketleri,

http://www.katilimendeksi.org/subpage/19/endeks_sirketleri, Erişim Tarihi 18.02.2016

Tablo 6: Katılım Model Portföy Endeksi Şirketleri

KODU	HİSSE ADI	KOD	HİSSE ADI
ADANA	Adana Çimento (A)	EREGL	Ereğli Demir Çelik
ALBRK	Albaraka Türk	HEKTS	Hektaş
BOLUC	Bolu Çimento	NUHCM	Nuh Çimento
CIMSA	Çimsa	SASA	Sasa Polyester
EGSER	Ege Seramik	SELEC	Selçuk Ecza Deposu

ENKAI	Enka İnşaat	THYAO	Türk Hava Yolları
ERBOS	Erbosan		

Kaynak: Katılım Model Portföy Endeksi Şirketleri,

http://www.katilimendeksi.org/subpage/15/endeks_sirketleri, Erişim Tarihi 18.02.2016

3.4.13.7. Endeks Danışma Kurulu

Katılım Endeksi danışma kurulu bir başkan bir sekreter ve 8 üyeden oluşmaktadır. Danışma kurulu başkanlığını Türkiye Katılım Bankaları Birliğinden bir temsilci, sekreterliğini ise Bizim Menkul Değerlerden bir temsilci yapmakta, üyeler ise dört katılım bankasının temsilcilerinden oluşmaktadır (Katılım Endeksi, 2011).

3.4.13.8. Katılım Endeksini Baz Alan Borsa Yatırım Fonları

3.4.13.8.1. Katılım30 Borsa Yatırım Fonu

Katılım30 borsa yatırım fonu, Katılım30 endeksindeki hisse senetlerine dayalı bir borsa yatırım fonudur. Fon payları tıpkı hisse senedi gibi Borsa İstanbul'da alınıp satılmaktadır. Katılım30 endeksindeki hisse senetleri endeksteği ağırlıkları oranında Katılım30 borsa yatırım fonu portföyünde bulunmaktadır. Fonun gösterge niteliğindeki net aktif değeri, fon portföyündeki hisse senetleri ve nakitlerin toplam değerinin borsada işlem gördüğü fiyatı temsil etmektedir (Katılım Endeksi, 2011).

Katılım30 BYF portföyünde bulunan Şirketler, temettü dağıttığında bu temettüler portföy içerisinde yeniden değerlendirilmemekte, fon payı sahiplerine dağıtılmaktadır. Bu şekilde fon yatırımcıları fonun elde ettiği kârı, temettülerden ayırabilmekte ve fonun performansını net olarak görebilmektedir (Katılım Endeksi, 2011).

3.4.13.8.2. Katılım Model Portföy Borsa Yatırım Fonu

Katılım Model Portföy BYF, Katılım Model Portföy endeksindeki hisse senetlerinden oluşmaktadır. Katılım Model portföy endeksinin diğer katılım endekslerinden farkı, endekse alınacak şirketlerin farklı bir eleme kriterine daha sahip olmasıdır. Endekse alınacak şirketlerin Fiyat/Kazanç oranı, Firma Değeri/Faiz ve Vergi Öncesi Kâr oranı ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranına bakılarak bir eleme daha yapılmaktadır (Katılım Endeksi, 2011).

BÖLÜM 4: KATILIM ENDEKSİNİN PİYASA FAİZ ORANLARI İLE İLİŞKİSİNİN ÖLÇÜLMESİ VE DİĞER YATIRIM ARAÇLARINA GÖRE PERFORMANSININ ANALİZİ

4.1. Literatür İncelemesi

Bu konudaki ilk çalışmalardan birini yapan Naughton and Naughton (2000) çalışmasında İslami hisse senedi piyasalarının gelişmesindeki zorluklardan bahsetmiştir.

Hassan (2002) DJIMI'in 1996-2000 yılları arasında piyasa etkinliğini ve risk-getiri ilişkisini incelemiş, DJIMI'in etkin olduğunu ve getirilerinin normal dağıldığı sonucuna ulaşmıştır.

Hakim ve Rashidian (2004) DJIMI'i Wilshire 5000 ve 3 aylık hazine bonosu faiz oranları ile ilişkisini araştırmıştır. DJIMI'in W5000 ve Hazine bonosu faiz oranları arasındaki eş bütünleşme ilişkisini test ederek, DJIMI'in ne W5000 ile ne de Hazine bonosu faiz oranları ile herhangi bir eşbütünleşme ilişkisinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Elfakhani ve diğerleri (2004), 46 İslami Fonu bölgelerine ve sektörlerine göre 8 kategoriye ayırarak performanslarını değerlendirmiş ve bu fonları hem İslami endekslerle hem de konvansiyonel endekslerin performansı ile karşılaştırmıştır. Fonların ve fon kategorilerinin performansını değerlendirmek için bir İslami endeks ve bir de konvansiyonel endeks kullanmıştır. Çalışmada performans değerlendirme Sharpe, Treynor, Jensen, Fama, ve Transformed Sharpe yöntemleri kullanılmıştır. Fon kategorileri İslami endekslerle karşılaştırıldığında 8 fon kategorisinden dördü İslami endekslerden daha iyi performans göstermiştir. Konvansiyonel endeksle karşılaştırıldığında yine 4 kategori konvansiyonel endeksten daha iyi performans göstermiştir.

Elfakhani ve diğerleri (2005), Treyno Mazury modelini kullanarak fon yöneticilerinin zamanlama ve menkul kıymet seçim kabiliyetlerini ölçmüştür. Sonuçlar Avrupa, Amerika, Gelişmekte olan piyasalar ve Teknoloji fonlarının pozitif menkul kıymet seçimine sahip olduğunu fakat bunlardan yalnızca gelişmekte olan piyasalar fonunun pozitif seçiciliğinin anlamlı olduğunu göstermiştir. Kalan üç fonun (Küresel, Asya ve Malezya fonları) ise negatif seçiciliğe sahip olduğu bulunmuştur. Ayrıca Asya fonu

anlamalı bir şekilde pozitif piyasa zamanlaması gösterirken diğ er fonlar negatif piyasa zamanlaması göstermiştir.

Girard ve Hassan (2005), Dow Jones Islamic Index ile muadili olan konvansiyonel endeksin performansını Sharpe, Treynor, Fama, Charhart yöntemlerini kullanarak karşılaştırmış, iki endeks arasındaki eşbütünleşme ilişkisini de analiz etmişlerdir. İşlami endeks ile İşlami olmayan endeksin performansı arasında büyük bir fark tespit etmemişlerdir. 1996-2000 döneminde DJIMI konvansiyonel endeksten daha iyi bir performans gösterirken 2001-2005 döneminde konvansiyonel endeks daha iyi bir performans göstermiştir.

Hussein (2004) FTSE Global Islamic Index ile FTSE All World Index'in getiri performanslarını 1996-2002 yılları arasında karşılaştırmış, Boğ  piyasası periyodunda FTSE İşlami endeksinin önemli derecede anormal pozitif getiri performansı gösterdiğini fakat ayı piyasası döneminde FTSE All World endeksinin performansının gerisinde kaldığı sonucuna ulaşmıştır.

Forte ve Miglietta (2007), İşlami fonlarla Sosyal sorumlu fonların karşılaştırmasını yaparak bu fonların benzerliklerini ve farklılıklarını ortaya koymuştur.

Hussein (2007) DJIMI ile FTSE Islamic endeksin getiri performanslarını belirli dönemlere ayırarak analiz etmiştir. 1993-2004 yılları arasını Giriş periyodu, boğ (1) periyodu, ayı periyodu ve boğ  (2) periyodu olmak üzere belirli alt dönemlere ayırarak endekslerin performans karşılaştırmasını yapmış, kullandığı testlerle genel olarak her iki islami endeksin giriş ve boğ  (1) döneminde muadili olan konvansiyonel endeksten daha iyi performans gösterdiğini, ayı ve boğ  (2) döneminde ise daha düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşmıştır.

Yusof ve AbdulMajid (2007), makro ekonomik değişkenlerin İşlami ve konvansiyonel endeks üzerindeki etkisini ölçmüş, İşlami endeksin faiz oranı dışındaki değişkenlere verdiği tepkinin konvansiyonel endeksten farklı olmadığı, faiz oranlarındaki değişmeye ise anlamalı bir tepki vermediği sonucuna ulaşmıştır.

Girard (2008) FTSE Global Index, FTSE Asia Pasific Index, FTSE İşlami Amerika Index, FTSE İşlami Avrupa Index, FTSE İşlami Avrupa indekslerinin performansını Jensen, Sharpe, Treynor, Jensen ve Fama gibi yöntemler kullanarak analiz etmiş ve bu

sonuçları İslami endeksin muadili olan konvansiyonel endeksle karşılaştırmıştır. Ayrıca İslami endeksler ile konvansiyonel endeks arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını da sınamış, FTSE İslami endeks ile konvansiyonel endeksinin eş bütünleşik olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Kok ve diğerleri (2009), İslami endeksler, konvansiyonel endeksler ve sürdürülebilirlik endeksleri² arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Dow Jones İslamic endeks, DJ konvansiyonel endeks, DJ sürdürülebilirlik endeksi, FTSE Islamic endeks, FTSE konvansiyonel endeks ve FTSE4G sürdürülebilirlik endeksinden oluşan 4 farklı portföy oluşturarak bu endeksler arasında risk çeşitlendirme imkanının olup olmadığını Johansen eşbütünleşme testi ile araştırmıştır. Kok ve diğerleri, konvansiyonel endeksin sürdürülebilirlik endeksi ve İslami endekslerle beraber kullanıldığı bir portföy oluşturulduğunda risk çeşitlendirme imkanının olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Abdul Rahim ve Ahmad (2009) Güney Doğu Asya'daki İslami endeksler arasındaki korelasyonu ve bilgi transferini araştırmıştır. Malezya'daki Kuala Lumpur Syariah endeksi ile Jakarta Islamic endeks arasında düşük seviyede bir korelasyon bulmuş, Kuala Lumpur Syariah endeksinden Jakarta Islamic endeksine doğru getiri ve volatilitiyi etkileyen tek yönlü bir bilgi transferinin olduğu sonucuna ulaşmıştır.

El Khamlichi vd. (2014), Dow Jones, FTSE, S&P ve MSCI İslami endeksleri ile muadilleri olan konvansiyonel endeks arasındaki eşbütünleşme ilişkisini test etmiş ve endekslerin etkinliğini analiz etmiştir. FTSE İslami endeksi ile FTSE World endeksi arasında ve MSCI İslami endeksi ile MSCI World endeksi arasında eş bütünleşme ilişkisi tespit etmiş, Dow Jones ve S&P endekslerinin muadili olan konvansiyonel endekslerle arasında her hangi bir eşbütünleşme ilişkisi tespit etmemiştir. Dow Jones İslami endeksinin konvansiyonel endeksin etkinlik seviyesinin aynı olduğu, MSCI ve FTSE İslami endekslerinin ise konvansiyonel endekslerden daha düşük bir etkinlik seviyesine sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. El Khamlichi'nin çalışmasının sonuçlarında dikkat çeken nokta eşbütünleşme ilişkisi tespit edilen Dow Jones ve S&P İslami endekslerinde endekse alınmak için gerekli olan kısıtlamaların daha çok piyasa

²Borsalarda işlem gören ve kurumsal sürdürülebilirlik performansları yüksek olan şirketlerden oluşmaktadır. Endeks yatırımcıların sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk ilkelerini benimseyen şirketleri ayırt ederek bu şirketlere yatırım yapmalarını sağlayacak bir araç olma özelliği göstermektedir.

değerine odaklanması, oysa eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmeyen FTSE ve MSCI endekslerindeki kısıtlamaların daha çok varlık bazlı olmasıdır.

Al-Khazali vd. (2014), stokastik dominance (SD) yaklaşımını kullanarak Dow Jones İslami endeksleri ile Dow Jones konvansiyonel endekslerinin performansını karşılaştırmış, sadece kriz dönemlerinde İslami endekslerin konvansiyonel endekslerden daha iyi performans gösterdiğini diğer dönemlerde ise konvansiyonel endekslerin İslami endekslerden daha iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşmıştır.

Zandi vd. (2014), 2009-2011 Malezya Şer'i Denetleme kurulunun (SAC) kriterleri ile diğer İslami endekslerin (DJIMI, FTSE, MSCI, S&P) kriterlerini karşılaştırarak hangi endeksin daha katı olduğunu, bir başka deyişle hangi endeksin daha İslami olduğunu araştırmıştır. Kuala Lumpur Islamic endeksteeki şirketlere diğer İslami endekslerin kriterlerini uygulayarak kaç şirketin bu endekslere girebildiğini ölçmüştür. Zandi'nin çalışmasına göre Kuala Lumpur Islamic Index'teki şirketlerin yüzde 40'ı DJIMI'e, yüzde 51'i MSCI'e yüzde 51'i FTSE'ye ve yüzde 48'i S&P Islamic endekse girebilmektedir. KLSE'de yer alıp diğer endekslere giremeyen şirketler; yüksek borç, düşük piyasa değeri, düşük toplam varlık, yüksek oranda nakit ve faize dayalı menkul kıymet bulundurma, yüksek alacaklılar hesabına sahip olma gibi faktörlerden dolayı diğer endekslere girememişlerdir. Bu faktörler içerisinde en fazla düşük piyasa değeri faktörü şirketlerin diğer endekslere girememesine neden olmuştur.

Majdoub ve Mansour (2014), ABD hisse senedi piyasası ile beş gelişmekte olan ülkenin(Türkiye, Endonezya, Pakistan, Malezya ve Katar) İslami endeksleri arasındaki korelasyonu araştırmış ve bu piyasalar arasında zayıf bir korelasyon olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Al-Khazali vd (2015), rastgele yürüyüş ve martingale hipotezini kullanarak 9 adet İslami endeksi konvansiyonel endekslerle karşılaştırarak etkinliğini araştırmıştır. 1997-2012 yılları arasını içeren çalışmasında bu dönemi 5 farklı alt döneme ayırarak incelemiş ve 1997-2012 döneminin tamamı için Avrupa, Japonya, İngiltere konvansiyonel endekslerinin etkin olduğu fakat bu dönemde hiçbir İslami endeksin etkin olmadığı, 2000-2002 ayı piyasası döneminde Asya Pasifik, Kanada, Avrupa, Japonya ve İngiltere konvansiyonel endekslerinin etkin olduğu, İslami endekslerde ise

Avrupa dışındaki endekslerin etkin olduğu, 2009-2012 kriz döneminde ise İslami endekslerin konvansiyonel endekslerden daha etkin olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Savaşan vd. (2015) dışsal şokların Türkiye Katılım Endeksi üzerindeki etkisinin kalıcı olup olmadığını doğrusallık ve birim kök testleriyle sınımış ve dışsal şokların Katılım Endeksi üzerindeki etkisinin kalıcı olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Ata ve Buğan (2015), MSCI ve Dow Jones'un Türkiye için oluşturmuş olduğu konvansiyonel ve İslami endekslerin aralarındaki nedensellik ilişkisini araştırmıştır. Farklı periyotlarda konvansiyonel endeksler ile İslami endeksler arasında nedensellik ilişkisi tespit etmiştir (Ata ve Buğan, 2015).

Binti vd. (2016), FTSE Malezya İslami endeksi ile FTSE Malezya konvansiyonel endeksinin faiz oranlarına olan bağımlılığını sınımış ve FTSE Malezya İslami endeksinin faiz oranına olan bağımlılığının konvansiyonel endeksten farklı olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

4.2. Araştırmanın Verileri

Araştırmada 2 yıllık gösterge tahvil faiz oranı, Katılım Endeksi ve BIST100 endeksi verileri günlük frekansta kullanılmıştır. Veriler Foreks veri sağlama programından temin edilmiştir. Veriler 06.01.2011 tarihi ile 01.03.2016 tarihi arasındaki dönemi kapsamaktadır. Araştırmada kullanılan verilerin 06.01.2011 tarihinden başlamasının sebebi Katılım Endeksinin bu tarihte hesaplanmaya başlamasıdır. Analizlerde günlük verilerin kullanılmasının sebebi analiz döneminin kısa olmasından dolayı aylık ya da yıllık verilerin kullanılması durumunda gözlem sayısının az olacak olmasıdır. Gözlem sayısının fazla olması analizlerde kullanılan birim kök, eşbütünleşme ve nedensellik testlerinin daha güçlü sonuçlar vermesine yol açacaktır. Araştırmada 1299 veri kullanılmış, her bir serinin başlangıç tarihi olarak 06.01.2011 tarihi alınmıştır.

Çalışmada veri temin etme aracı olarak ikincil veri türlerinden çok kaynaklı verilerin zaman serisi çalışmaları çeşidinden yararlanılmıştır. Bu kapsamda Katılım Endeksi, BIST100 endeksi ve iki yıl vadeli tahvil faiz oranı verileri foreks veri programından; altın, dolar, euro ve bankaların mevduatlara uyguladığı faiz oranı verileri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (EVDS) temin edilmiştir.

Çalışmada kullanılan veriler Tablo 7’de gösterilmiştir.

Tablo 7: Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları

Değişken	Tanımı	Gözlem Aralığı	Veri Kaynağı
lnKatılım	Logaritması alınmış Katılım Endeksinin günlük kapanış değerleri	06.01.2011- 01.03.2016	Foreks
lnBIST100	Logaritması alınmış BIST100 endeksinin günlük kapanış değerleri	06.01.2011- 01.03.2016	Foreks
lnFaiz	Logaritması alınmış gösterge tahvil faiz oranının günlük kapanış değerleri	06.01.2011- 01.03.2016	Foreks

Yapılan analizlerde E-Views, Rats ve Gauss programlarından faydalanılmıştır. ADF, Philips Perron, Zivot Andrews Birim kök testleri ile Granger nedensellik ve Toda Yamamoto Nedensellik testlerinde E-Views programı, Lumsdaine-Papell ve Lee-Strazicich Birim Kök Testlerinde RATS programı, Maki eşbütünleşme testinde ise Gauss programı kullanılmıştır.

4.3. Araştırmanın Değişkenleri

4.3.1. Katılım Endeksi

Hali hazırda üç farklı Katılım Endeksi bulunmaktadır. Bunlar Katılım30, Katılım50 ve Katılım Model Portföy endeksleridir. Katılım30 endeksi ilk yayınlanan Katılım Endeksidir. 2011 yılında yayınlanmaya başlayan endeks 2014 yılında diğer iki endeksin oluşturulmasına kadar Katılım Endeksi olarak adlandırılıyordu. İki farklı endeks daha kurulunca bu endekse Katılım30 Endeksi adı verilmiştir.

Bu çalışmada kullanılan değişkenlerden biri Katılım30 endeksinin günlük kapanış değerleridir. Çalışmada Katılım30 endeksinin kullanılmasının sebebi çok daha eski bir tarihte yayınlanmış olmasından dolayı daha fazla veri elde edilme imkanı sunmasıdır.

4.3.2. BIST100 Endeksi

BIST100 endeksi, Borsa İstanbul'da temel endeks olarak kullanılmaktadır. Bu çalışmada BIST100 endeksinin günlük kapanış değerleri de bir değişken olarak yer almaktadır. BIST100 endeksinin analiz kapsamına alınmasının sebebi Katılım Endeksi üzerinde uygulanan testlerin sonuçlarını karşılaştırmak için kullanılabilecek bir değişken olmasından dolayıdır. BIST100 endeksinde yer alan şirketler her hangi bir Şer'i eleme kriterine tabi tutulmazken, Katılım Endeksindeki şirketler belli kriterlere tabi tutulmaktadır. Bu nedenle Şer'i eleme kriterlerinin endeks üzerinde etkisi olup olmadığını sınamak için aynı testlerin BIST100 endeksi üzerinde yapılması sonuçların yorumlanmasını kolaylaştıracaktır.

4.3.3. Gösterge Tahvil Faiz Oranı

Çalışmada kullanılan değişkenlerden bir diğeri ise iki yıl vadeli gösterge tahvil faiz oranıdır. Gösterge tahvil faiz oranının bir değişken olarak kullanılmasının sebebi, işlem hacminin yoğunluğu ve sağlıklı fiyat oluşumuna imkan verdiği için piyasa faiz oranlarını en iyi şekilde yansıtmasıdır.

4.4. Araştırmanın Yöntemleri

4.4.1. Korelasyon Analizi

Korelasyon analizi, iki değişken arasındaki doğrusal ilişkiyi test etmek için kullanılan istatistiki bir yöntemdir. Değişkenler arasındaki doğrusal ilişkinin derecesi ve yönünü belirlemek için korelasyon katsayısı (ρ) kullanılmaktadır. Korelasyon katsayısının genel formu aşağıdaki denklemde gösterilmiştir.

$$\rho = \frac{Cov(x, y)}{\sqrt{var(x) var(y)}}$$

Korelasyon katsayısı (ρ), -1 ile +1 arasında bir değer alır. -1 değeri değişkenler arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu gösterirken +1 değeri değişkenler arasında aynı yönlü bir ilişki olduğunu göstermekte, 0 olması ise iki değişken arasında ilişkinin olmadığını göstermektedir (Kemaloğlu ve Babacan, 2016).

4.4.2. ADF Birim Kök Testi

Serilerin durağan olup olmadığını tespit etmek için en yaygın olarak kullanılan yöntemlerden biri ADF (1979) yöntemidir. ADF birim kök testinde üç farklı model kullanılmaktadır. (Telatar & Terzi, 2009:126). Bu modeller şunlardır:

Sabit terimsiz ve trendsiz model:

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \delta_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

Sabit terimli model:

$$\Delta Y_t = \mu + \delta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \delta_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

Sabit terimli ve trendli model:

$$\Delta Y_t = \mu + \beta t + \delta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \delta_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

4.4.2.1. Philips-Perron Birim Kök Testi

Serilerde birim kökün varlığını araştıran yaygın yöntemlerden bir diğeri de Philips-Perron birim kök testidir. Bu test ADF testinde tahmin edilen modelin ardışık bağımlılık ve değişen varyans için modifiye edilmesine dayanmaktadır (Çevik, 2015:22).

4.4.2.2. Zivot-Anreus Birim Kök Testi

ADF (1979) ve PP (1988) testi gibi standart birim kök testlerinin kullanımları yaygın olmakla birlikte, bu testlerde yapısal kırılmalar dikkate alınmaz. Halbuki örnek dönemi içinde önemli olayların gerçekleşmesi değişkenlerin ortalamasında önemli değişmelere yol açabilir. ADF (1979,1981) ve PP (1988) testi gibi standart birim kök testleri bu önemli olayların etkisini dikkate almadan serinin birim köklü olup olmadığını test etmektedir. Bu da gerçekte durağan olan bir serinin durağan olmadığı sonucuna ulaşılmasına neden olabilir.

Zivot ve Andrews'in (1992) geliştirdikleri yöntemde serilerdeki kırılmalar dikkate alınmaktadır. Bu yöntemde tek yapısal kırılma tespit edilmekte ve yapısal kırılma noktası içsel olarak tahmin edilmektedir (Yılcı, 2009:237). Zivot ve Andrews

serilerde yapısal kırılmayla birlikte birim kökün varlığını üç farklı test istatistiği ile araştırmaktadır (Zivot & Andrews, 2002:254).

Model A:

$$y_t = \mu + \beta_t + \delta y_{t-1} + \theta_2 DU(\lambda) + \sum_{i=1}^k \delta_i \Delta y_{t-i} + e_t$$

Model B:

$$y_t = \mu + \beta_t + \delta y_{t-1} + \theta_2 DT(\lambda) + \sum_{i=1}^k \delta_i \Delta y_{t-i} + e_t$$

Model C:

$$y_t = \mu + \beta_t + \delta y_{t-1} + \theta_2 DUT(\lambda) + \theta_1 DU(\lambda) + \sum_{i=1}^k \delta_i \Delta y_{t-i} + e_t$$

Model A sabitte kırılmayı, Model B trendde kırılmayı ve Model C sabitte ve trendde kırılmayı test eder.

4.4.2.3. Lumsdaine-Papell Birim Kök Testi

Zivot ve Adreus serilerde birim kökün varlığını tek kırılmaya izin vererek araştırmaktadır. Fakat serilerde birden fazla kırılma olduğu durumlarda ZA testinin tahmin gücü zayıflamaktadır. Lumsdaine-Papell, ZA testindeki modelleri geliştirerek serilerde iki kırılmaya izin veren modeller geliştirmişlerdir. LP testinde Model AA sadece düzeyde iki kırılmaya izin vererek birim kökün varlığını araştırırken Model CC hem düzeyde hem de eğimde iki kırılmaya izin vererek birim kökün varlığını araştırmaktadır (Yılancı, 2009:328).

$$ModelAA: \Delta y_t = \mu + \beta_t + \alpha y_{t-1} + \theta_1 DU1_t + \phi DT2_t + \sum_{i=1}^k d_i \Delta y_{t-i} + e$$

$$ModelCC: \Delta y_t = \mu + \beta_t + \alpha y_{t-1} + \theta_1 DU1_t + \phi_2 DT1_t + \theta_2 DU2_t + \phi_1 DT2_t + \sum_{i=1}^k d_i \Delta y_{t-i} + e_t$$

4.4.2.4. Lee and Strazicich Birim Kök Testi

ZA ve Lumsdaine-Papell birim kök testlerinin zayıflığı, kritik değerlerin kırılma olmaması varsayımına göre türetilmiş olmasıdır. Bu testlerde temel hipotez yapısal kırılma olmadan serinin birim kök içerdiğini varsaymaktadır. Bu yüzden bu testlerde temel hipotezin reddi birim kök sürecini değil, yapısal kırılmalı birim kök sürecinin reddi anlamına gelmektedir. Lee ve Strazicich (2003) hem temel hipotezde hem de alternatif hipotezde yapısal kırılma olduğunu gösteren birim kök testleri geliştirmişlerdir. Lee ve Strazicich (2003) serilerdeki birim kökün varlığını Model A ve Model C gibi iki farklı modelle araştırmaktadır. Model A serilerin ortalamasında, Model C ise hem ortalama hem de trendde yapısal kırılmanın varlığını araştırmaktadır (Çevik, 2015:18).

Model A:

$$\Delta P_t = \alpha P_{t-1} + \mu + \beta t + \theta DU1_t(\lambda) + \psi DU2_t(\lambda) + \sum_{i=1}^k c_i \Delta P_{t-i} + \varepsilon_t$$

Model C:

$$\Delta P_t = \alpha P_{t-1} + \mu + \beta t + \theta DU1_t(\lambda) + \gamma DT1_t^*(\lambda) + \psi DU2_t(\lambda) + \omega DT2_t^*(\lambda) + \sum_{i=1}^k c_i \Delta P_{t-i} + \varepsilon_t$$

4.4.3. Maki Eşbütünleşme Testi

Maki (2012) seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkisini beş yapısal kırılmayla birlikte tespit eden bir yöntem geliştirmiştir. Bu yöntemde yapısal kırılma sayıları ve tarihleri içsel olarak tespit edilebilmektedir. Yapısal kırılmaların içsel olarak tespit edilmesi ve tespit edilebilen yapısal kırılma sayısının yüksek olması bu testi diğer eşbütünleşme testlerinden güçlü kılmaktadır (Maki, 2012). Zira diğer eşbütünleşme testlerinde yapısal kırılma ya hiç dikkate alınmamakta, ya da yapısal kırılma sayıları daha az olmaktadır. Eğer incelenen seride yapısal kırılma sayısı fazla ise diğer eşbütünleşme testleri güçlü sonuçlar vermeyecektir (Göçer ve Bulut, 2015:14).

Maki eşbütünleşme testi dört farklı model üzerinden yapılabilmektedir. Model0 düzeyde kırılmaya izin veren modeli, Model1 hem düzeyde hem de eğimde kırılmaya izin veren modeli, Model2 hem eğimde hem düzeyde kırılmaya izin veren trendli modeli, Model3 hem düzeyde hem eğimde hem de trendde kırılmaya izin veren modeli temsil etmektedir (Göçer ve Peker, 2014:117).

$$Model0: y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i K_{i,t} + \beta x_t + u_t$$

$$Model1: y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i K_{i,t} + \beta x_t + \sum_{i=1}^k \beta_i x_i K_{i,t} + u_t$$

$$Model2: y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i K_{i,t} + yx + \beta x_t + \sum_{i=1}^k \beta_i x_i K_{i,t} + u_t$$

$$Model3: y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i K_{i,t} + yt + \sum_{i=1}^k y_i t K_{i,t} + \beta x_t + \sum_{i=1}^k \beta_i x_i K_{i,t} + u_t$$

Burada K_i kukla değişkeni, T_B yapısal kırılma tarihlerini ifade etmektedir.

$$K_i = \begin{cases} 1 & t > T_B \text{ iken} \\ 0 & \text{diğer durumlarda} \end{cases}$$

Temel hipotez (H_0) “Yapısal kırılmalar altında seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi yoktur” şeklinde kurulmaktadır. Eşbütünleşme testinin sonuçlarını değerlendirmek için gerekli olan kritik değerler Maki (2012) tarafından Monte Carlo simülasyonu ile hesaplanmış ve tablo halinde verilmiştir. Eğer eşbütünleşme testi hesaplanan test istatistiği tablo değerinden mutlak değer olarak küçükse H_0 temel hipotezi kabul edilmekte, büyükse reddedilmektedir (Göçer ve Peker, 2014:117).

4.4.4. Granger Nedensellik Testi

Nedensellik analizinde bir değişkenin gelecekteki değerini tahmin etmede başka bir değişkenin anlamlı bir bilgi verip vermediği sınanmaktadır. Nedensellik analizi Granger (1969) tarafından geliştirilmiştir. Granger nedensellik analizi aşağıda belirtilen iki denklem kullanılarak yapılmaktadır. Denklemde bağımsız değişkenin katsayılarının grup halinde sıfıra eşit olup olmadığı test edilmektedir (Bozoklu ve Yılancı, 2013:174-175).

$$y_t = \gamma_0 + \sum_{i=1}^k a_{1i} y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} x_{t-1} + e_{1t}$$

$$x_t = \gamma_0 + \sum_{i=1}^k a_{2i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^k \beta_{2i} x_{t-i} + e_{2t}$$

İlk modelde y_t aralarında nedenselliği incelenen bağımlı değişkeni, γ_0 sabit parametreyi, k gecikme sayısını, a_{1i} ve β_{1i} değişkenlerin gecikmeli değerlerinin katsayılarını, y_{t-1} ve x_{t-1} değişkenlerin bir dönem gecikmelerini, e_{1t} sıfır ortalamalı bağımsız ve özdeş bir dağılıma sahip hata terimini ifade etmektedir. Birinci denklemde temel hipotez $H_0 : \beta_{1i} = 0$ şeklinde kurulur ve “x değişkeni y değişkeninin Granger nedeni değildir” şeklinde ifade edilir. Alternatif hipotez ise $H_0 : \beta_{1i} \neq 0$ şeklinde kurulur ve “x değişkeni y değişkeninin Granger nedenidir” şeklinde ifade edilir (Karaca, 2011:250).

4.4.5. Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi

Toda-Yamamoto, Granger nedensellik analizini geliştirerek daha üstün sonuçlar elde etmişlerdir. TY, Granger nedensellik ilişkisini gecikmesi artırılmış VAR ($k+d_{\max}$) yöntemiyle tahmin ederek araştırmaktadır. Toda-Yamamoto yönteminde serilerin bütünleşme dereceleri veya aralarındaki eşbütünleşme ilişkisi bu testin geçerliliğini etkilememektedir. TY için VAR modelin gecikme uzunluğu (k) ve serilerin maksimum bütünleşme dereceleri ($d_{\max}$) önem teşkil etmektedir (Yılancı 2009). Granger nedensellik denkleminde türetilen Toda-Yamamoto nedensellik testinin matematiksel gösterimi şu şekildedir:

$$y_t = \gamma_0 + \sum_{i=1}^{k+d_{\max}} a_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^{k+d_{\max}} \beta_{1i} x_{t-i} + e_{1t}$$

$$x_t = \gamma_0 + \sum_{i=1}^{k+d_{\max}} a_{2i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^{k+d_{\max}} \beta_{2i} x_{t-i} + e_{2t}$$

İlk modelde temel hipotez, $H_0 : a_{2(i+d)} = 0$ olarak belirtilir ve X değişkeninin, Y değişkeninin Granger nedeni olmadığını ifade eder. Alternatif hipotez ise $H_1 : a_{2(i+d)} \neq 0$ olup, X’in Y’nin Granger nedeni olduğunu gösterir (Aydın ve Sari, 2014).

4.5. Uygulamalar ve Araştırma Bulguları

4.5.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi Sonuçları

Tablo 8: Tanımlayıcı İstatistikler

	Gözlem Sayısı	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart Sapma
Katılım	1299	45898,56	85412,80	65645,4853	10160,96659
BIST100	1299	49621,60	93178,56	71666,8453	9824,36212
Faiz	1299	4,79	11,61	8,8046	1,52309

Tablo 9'daki korelasyon analizi sonuçlarına bakıldığında Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasındaki 0,08 olarak bulunan korelasyon katsayısı, BIST100 endeksi ile piyasa faiz oranları arasında -0,34 olarak hesaplanmıştır. Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasında zayıf bir korelasyon ilişkisi bulunmasına karşın BIST100 endeksi ile piyasa faiz oranı arasında daha güçlü bir korelasyon ilişkisi tespit edilmiştir.

Tablo 9: Katılım Endeksi, BIST100 ve Piyasa Faiz Oranı Arasındaki Korelasyon

		Katılım	BIST100	Faiz
Katılım	Pearson Korelasyon	1	0,887**	0,083**
	Gözlem Sayısı	1299	1299	1299
BIST100	Pearson Korelasyon	0,887**	1	-0,348**
	Gözlem Sayısı	1299	1299	1299
Faiz	Pearson Korelasyon	0,083**	-,348**	1
	Gözlem Sayısı	1299	1299	1299

** Korelasyon 0,01 düzeyinde anlamlı

4.5.2. ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Katılım Endeksi, BIST100 endeksi ve Faiz Oranı serileri için ADF birim kök testi sonuçları Tablo 10'da verilmiştir. Tüm serilerin düzey değerleri için bulunan test istatistiklerinin değeri kritik değerlerden küçüktür. Bu nedenle düzey değerlerde birim kökün varlığını iddia eden temel hipotez kabul edilmekte ve serilerin birim köklü

olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Serilerin birinci farkı alındığında ise tüm seriler için test istatistiği kritik değerlerden büyük olduğundan temel hipotez reddedilmekte ve serilerin durağan olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 10: ADF Birim Kök Testi

	Düzey			Birinci Fark		
Değişken	T-istatistiği	Kritik Değer(%5)	Olasılık Değeri*	T-istatistiği	Kritik Değer(%5)	Olasılık Değeri*
LnKatılım	-1.270	-2.8635	0.6452	-13.408	-2.8635	0.00
LnBIST100	-1.924	-2.8635	0.3212	-7.3969	-2.8635	0.00
LnFaiz	-2.264	-2.8635	0.1841	-7.0680	-2.8635	0.00

*MacKinnon (1996) tek taraflı p değerleri.

4.5.3. Philips-Perron Birim Kök Testi Sonuçları

Katılım Endeksi, BIST100 endeksi ve Faiz Oranı serileri için Philips-Perron birim kök testi sonuçları Tablo 11’de verilmiştir. Tüm serilerin düzey değerleri için bulunan test istatistiklerinin değerinin kritik değerlerden küçük olduğu görülmektedir. Bu nedenle düzey değerlerde birim kökün varlığını iddia eden temel hipotez kabul edilmekte ve serilerin birim köklü olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Serilerin birinci farkı alındığında ise tüm seriler için test istatistiği kritik değerlerden büyük olduğundan temel hipotez reddedilmekte ve serilerin durağan olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 11: Philips-Perron Birim Kök Testi

	Düzey			Birinci Fark		
	Düzeltilmiş t istatistiği	Kritik Değerler (%5)	Olasılık Değeri*	Düzeltilmiş t istatistiği	Kritik Değerler (%5)	Olasılık Değeri*
LnKatılım	-1.45008	-2.863559	0.5588	-37.2036	-2.863559	0.0000

LnBIST100	-1.90924	-2.863559	0.3282	-37.2304	-2.863559	0.0000
LnFaiz	-1.99027	-2.863559	0.2913	-34.8997	-2.863559	0.0000

*MacKinnon (1996) tek taraflı p değerleri.

4.5.4. Zivot-Anreus Birim Kök Testi Sonuçları

Katılım Endeksi, BIST100 endeksi ve faiz oranı serileri için Zivot-Anreus birim kök testi sonuçları Tablo 12’de verilmiştir. Tüm serilerin düzey değerleri için bulunan test istatistiklerinin değeri kritik değerlerden küçük olduğu görülmektedir. Bu nedenle düzey değerlerde birim kökün varlığını kabul eden temel hipotez kabul edilmekte ve serilerin birim köklü olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Serilerin birinci farkı alındığında ise tüm seriler için test istatistiği kritik değerlerden büyük olduğundan temel hipotez reddedilmekte ve serilerin durağan olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Katılım Endeksi için yapısal kırılma tarihi 23.11.2012, BIST100 endeksi için yapısal kırılma tarihi 06.01.2012, faiz oranı için yapısal kırılma tarihi 20.5.2013 olarak tespit edilmiştir. Birinci fark alma formunda bütün seriler durağan hale geldikleri için serilerin birinci mertebede durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 12:Zivot Andrews Birim Kök Testi

	Düzy			Birinci Fark		
Model C	Test İstatistiği	Kırılma Tarihleri	Kritik Değeri (%5)	Test İstatistiği	Kritik Değer	Kırılma Tarihleri
LnKatılım	-4.76229	11/23/2012	-5.08	-37.30102	-5.08	25/11/2011
LnBIST100	-3.95389	06/01/2012	-5.08	-24.77661	-5.08	23/5/2013
LnFaiz	-4.38272	5/20/2013	-5.08	-7.585090	-5.08	17/5/2013

Not: Kritik değerler Zivot ve Andrews (1992)’den alınmıştır.

4.5.5. Lumsdaine-Papell Birim Kök Testi Sonuçları

Katılım Endeksi, BIST100 endeksi ve faiz oranı serileri için Lumsdaine-Papell birim kök testi sonuçları Tablo 13'te verilmiştir. Tüm seriler için bulunan test istatistik değerlerinin kritik değerlerden küçük olduğu görülmektedir. Bu nedenle düzey değerlerde birim kökün varlığını kabul eden temel hipotez kabul edilmekte ve serilerin birim köklü olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Katılım Endeksi için yapısal kırılma tarihi 17/10/2014, BIST100 endeksi için yapısal kırılma tarihi 22/05/2013, faiz oranı için yapısal kırılma tarihi 17/05/2013 olarak tespit edilmiştir.

Tablo 13: Lumsdaine-Papell Birim Kök Testi

Model CC	Test İstatistiği	Gecikme Uzunluğu	Birinci Kırılma Tarihi	İkinci Kırılma Tarihi	Kritik Değer (5%)
LnKatılım	-5.2096	9	22/11/2012	17/10/2014	-6.75
LnBIST100	-4.9716	22	11/11/2011	22/05/2013	-6.75
LnFaiz	-5.8302	20	07/12/2011	17/05/2013	-6.75

Not: Kritik Değerler Ben-David, Lumsdaine, & Papell (2003)'den alınmıştır.

4.5.6. Lee and Strazicich Birim Kök Testi Sonuçları

Katılım Endeksi, BIST100 endeksi ve faiz oranı serileri için Lee and Strazicich birim kök testi sonuçları Tablo 14'te verilmiştir. Tüm seriler için bulunan test istatistik değerleri kritik değerlerden küçük olduğu görülmektedir. Bu nedenle düzey değerlerde birim kökün varlığını kabul eden temel hipotez kabul edilmekte ve serilerin birim köklü olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Katılım Endeksi için yapısal kırılma tarihi 24.12.2012, BIST100 endeksi için yapısal kırılma tarihi 21.06.2013, faiz oranı için yapısal kırılma tarihi 19.06.2013 olarak tespit edilmiştir.

Tablo 14: İki Kırılmalı Lee and Strazicich Birim Kök Testi

Model C	Test İstatistiği	Gecikme Uzunluğu	Birinci Kırılma Tarihi	İkinci Kırılma Tarihi	Kritik Değer (5%)
---------	------------------	------------------	------------------------	-----------------------	-------------------

LnKatılım	-4.7454	19	04/08/2011	24/12/2012	-5.59
LnBIST100	-4.1689	3	06/01/2012	21/06/2013	-5.59
LnFaiz	-3.5534	8	18/06/2012	19/06/2013	-5.59

Not: Kritik değerler Lee ve Strazicich (2004)'den alınmıştır. Model C için kritik değerler kırılma tarihinin yerine bağlıdır. Model C için kritik değerlerin konum ($\lambda = T_b / T$) değerleri: Katılım için 0.50 ve 0.40., BIST100 için 0.19 ve 0.48, Faiz için 0.28 ve 0.47'dir.

4.5.7. Maki Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Hem Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasındaki, hem de BIST100 endeksi ile piyasa faiz oranları arasındaki eşbütünleşme ilişkisi Tablo 15'te gösterilmiştir.

Tablo 15: Maki Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Analiz	Test Modeli	Test İstatistiği	Kritik Değerler			Yapısal Kırılma Tarihleri
			1%	5%	10%	
Katılım- Faiz	Model0	-4.4795089	-5.776	-5.230	-4.982	23/03/2013, 09/09/2013, 27/12/2013, 30/10/2015
	Model1	-5.3763131	-6.193	-5.699	-5.449	05/08/2011, 30/04/2012, 24/08/2012, 01/02/2013, 09/09/2013
	Model2	-5.6604362	-6.596	-6.011	-5.723	17/05/2013, 27/12/2013, 14/07/2014, 28/09/2015
	Model3	-6.1766797	-7.553	-7.009	-6.712	09/08/2011, 14/04/2014, 19/12/2014, 14/05/2015
BIST100- Faiz	Model0**	-5.6448871	-5.959	-5.426	-5.131	22/07/2011, 01/08/2014, 02/12/2014, 08/07/2015,
	Model1***	-6.1242052	-5.833	-5.373	-5.106	05/08/2011, 29/08/2012,

						05/06/2015
	Model2*	-6.0960997	-6.915	-6.357	-6.057	22/07/2011, 02/05/2013, 27/12/2013, 02/07/2014, 28/09/2015
	Model3**	-7.7987107	-8.004	-7.414	-7.110	22/03/2012, 15/08/2012, 10/07/2013, 28/02/2014, 01/04/2015

Not: Kritik değerler, Maki (2012) Tablo 1'den alınmıştır. *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyinde seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını ifade etmektedir.

Tablo 15'deki sonuçlar incelendiğinde Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasında hiçbir modelde eşbütünleşme ilişkisine rastlanmazken BIST100 endeksi ile piyasa faiz oranları arasında bütün modellerde en az bir tane eşbütünleşme ilişkisine rastlanmıştır. BIST100 endeksi ile piyasa faiz oranları arasındaki eşbütünleşme testi sonuçları incelendiğinde Model0'da %10 ve %5 anlamlılık düzeyinde; Model1'de %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyinde; Model2'de %10 anlamlılık düzeyinde; Model3'te ise %10 ve %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisine rastlanmıştır.

4.5.8. Granger Nedensellik Analizi Sonuçları

Tablo 16'da piyasa faiz oranları ile hem Katılım Endeksi hem de BIST100 endeksi arasındaki Granger nedensellik analizi sonuçları verilmiştir. Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasındaki nedensellik testinin olasılık değeri yüzde 10'dan büyük olduğundan, nedenselliğin olmadığını öne süren H_0 temel hipotezi kabul edilir ve Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasında her hangi bir nedensellik ilişkisinin olmadığı söylenir. Piyasa faiz oranları ile BIST100 endeksi arasındaki nedensellik sonuçlarına baktığımızda ise elde edilen test istatistiklerinin olasılık değeri yüzde 10'dan küçük olduğundan nedenselliğin olmadığını öne süren H_0 temel hipotezi reddedilir ve bu iki değişken arasında bir nedensellik ilişkisinin söz konusu olduğu söylenir. Burada iki yönlü bir nedensellik ilişkisi söz konusudur. Bir başka deyişle, hem faiz oranlarından BIST100'e doğru hem de BIST100'den faiz oranlarına doğru bir nedensellik ilişkisi mevcuttur.

Tablo 16: Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Temel Hipotez	Gecikme Uzunluğu	χ^2 İstatistiği
$LNFAİZ \not\Rightarrow LNKATILIM$	p=4	3.481232 (0.4807)
$LNKATILIM \not\Rightarrow LNFAİZ$	p=4	6.794832 (0.1471)
$LNFAİZ \Rightarrow LNBIST100$	p=3	8.484925 (0.0370)
$LNBIST100 \Rightarrow LNFAİZ$	p=3	10.65976 (0.0137)

Not: Parantez içindeki değerler, ilgili test istatistiğinin olasılık değerleridir. Uygun VAR modeli için p değeri Akaike Bilgi Kriterine göre belirlenmiştir.

4.5.9. Toda Yamamoto Nedensellik Analizi Sonuçları

Tablo 16’da piyasa faiz oranları ile hem Katılım Endeksi hem de BIST100 endeksi arasındaki Toda-Yamamoto nedensellik analizi sonuçları verilmiştir. Toda Yamamoto testi de Granger nedensellik testiyle benzer sonuçlar vermiştir. Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasında yüzde 10 anlamlılık düzeyinde herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilemezken, BIST100 endeksi ile piyasa faiz oranları arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Tablo 17: Toda-Yamamoto Nedensellik Testi Sonuçları

Temel Hipotez	Gecikme Uzunluğu	χ^2 İstatistiği
$LNFAİZ \not\Rightarrow LNKATILIM$	p=4	3.462472 (0.4836)
$LNKATILIM \not\Rightarrow LNFAİZ$	p=4	5.707404 (0.2221)
$LNFAİZ \Rightarrow LNBIST100$	p=4	9.397637 (0.0519)
$LNBIST100 \Rightarrow LNFAİZ$	p=4	10.68688 (0.0303)

Not: Parantez içindeki değerler, ilgili test istatistiğinin olasılık değerleridir. Uygun VAR modeli için p değeri Akaike Bilgi Kriterine göre belirlenmiştir.

4.6. Katılım Endeksinin Diğer Yatırım Araçlarına Göre Performansının Analizi

4.6.1. Getiri Performanslarının Karşılaştırılması

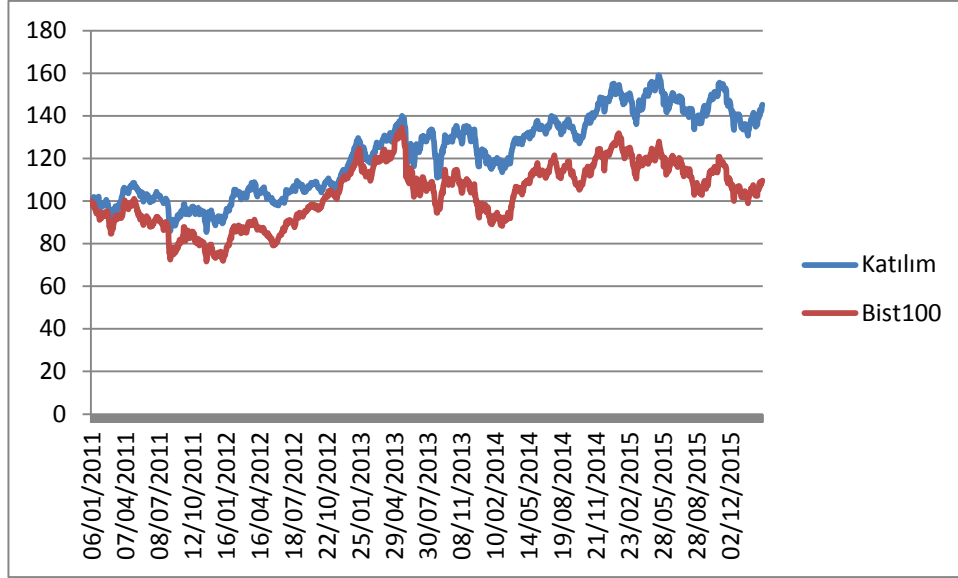
4.6.1.1. Katılım Endeksi ile BIST100 Endeksinin Karşılaştırılması

Katılım Endeksi 2011-2015 yılları arasında yüzde 36,38 değer kazanmasına karşın BIST100 endeksi yüzde 3,49 değer kazanmıştır. Her bir yıl için baktığımızda ise 2011 yılında Katılım Endeksi yüzde 8,74 değer kaybederken, BIST100 endeksinin değer kaybı daha büyük olmuş, BIST100 yüzde 25,93 değer kaybetmiştir. 2012 yılında Katılım Endeksi yüzde 32 değer kazanırken BIST100 yüzde 52 değer kazanmıştır. 2013 yılında Katılım Endeksi yüzde 0,94 değer kazanırken BIST100 yüzde 14 değer kaybetmiştir. 2014 yılında Katılım Endeksi yüzde 22 değer kazanırken BIST100 yüzde 27 değer kazanmıştır. 2015 yılında ise Katılım Endeksi yüzde 8 değer kaybederken BIST100 endeksi yüzde 16 değer kaybetmiştir.

2011-2015 yılları arasında endekslerin yıllık bileşik ortalama büyüme oranı (CAGR)³ incelendiğinde Katılım Endeksinin BIST100 endeksinden daha iyi bir performans gösterdiği görülmektedir. Katılım Endeksinin yıllık bileşik ortalama büyüme oranı %6,40 olurken, aynı dönemde BIST100 endeksinin büyüme oranı %0,69 olarak gerçekleşmiştir.

$$CAGR = \left(\frac{\text{Ending Value}}{\text{Beginning Value}} \right)^{\left(\frac{1}{\# \text{ of years}} \right)} - 1$$

3



Grafik 1 : Katılım Endeksi ile BIST100 Endeksi Performansı

Not: Katılım ve BIST100 endeksinin günlük verilerinden oluşturulmuştur. Daha iyi bir kıyaslama imkanı sağlayacağından her iki endeks verisinin başlangıç değeri 100'e endekslenmiştir.

Ekonominin kötü gittiği dönemlerde BIST100 endeksindeki azalma her zaman Katılım Endeksindeki azalmadan daha yüksek olmuştur. Ekonominin iyi gittiği dönemlerde ise Katılım Endeksindeki artış BIST100'den daha düşük olmuştur. Katılım Endeksindeki artış ve azalış BIST100'e göre daha dar bir aralıkta seyretmektedir.

Tablo 18: Katılım Endeksi ile BIST100 Endeksi Kapanış Değerleri ve Getiri Oranları

Katılım/BIST100		2011	2012	2013	2014	2015
Katılım	Yılsonu Kapanış Değeri	49027	64358	65639	80077	73269
	Yıllık Getiri	-8.74%	32.46%	0.94%	22.56%	-8.50%
BIST100	Yılsonu Kapanış Değeri	51341	78208	67802	85721	71727
	Yıllık Getiri	-25.93%	52.33%	-14.87%	27.97%	-16.07%

Kaynak: Katılım ve BIST100 endeksi günlük verilerinden derlenmiştir.

Sharpe Oranı

Sharpe oranı, portföylerin performansını ölçmek için kullanılan yöntemlerden en bilinenidir. Risksiz orana göre düzeltilmiş fon getirilerinin, getirilerin standart sapmasına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Sharpe oranının genel formu aşağıdaki denklemdeki gibidir.

$$S_p = \frac{(r_p - r_f)}{\sigma_p}$$

Denklemde r_p portföyün getirisini, r_f risksiz faiz oranını ve σ_p toplam portföy riskini ifade etmektedir (Karan, 2011:677).

Treynor Oranı

Treynor oranı da portföy performansını değerlendirmede kullanılan yaygın yöntemlerden biridir. Sharpe oranı portföy performansını toplam riske göre değerlendirirken Treynor oranı, pazar riskine göre değerlendirmektedir. Treynor oranı aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır.

$$T_p = \frac{(r_p - r_f)}{\beta_p}$$

Denklemde r_p portföyün getirisini, r_f risksiz faiz oranını ve β_p portföyün betasını (pazar riski) ifade etmektedir (Karan, 2011:678).

Tablo 19: Sharpe ve Treynor Oranı

	Sharpe Oranı	Treynor Oranı
Katılım	62,20%	37,43%
BIST100	-9,89%	-5,24%

Katılım Endeksi ile BIST100 endeksinin Sharpe ve Treynor oranlarının karşılaştırıldığı Tablo 19’da Katılım Endeksinin hem Sharpe oranında hem de Treynor oranında BIST100 endeksinden daha iyi bir performans gösterdiği görülmektedir. 2011-2015 yılları arasında Katılım Endeksinin Sharpe oranı yüzde 62 iken, BIST100 endeksinin oranı yüzde -9 olarak gerçekleşmiştir. Treynor oranında Katılım Endeksinin değeri

yüzde 37 iken BIST100 endeksi yine negatif bir değer almış ve yüzde -5,24 olarak gerçekleşmiştir. BIST100 endeksinin negatif değer alması incelenen dönemde endeksin getirisinin risksiz faiz oranının getirisinden düşük olmasından kaynaklanmaktadır. Oran hesaplamalarında kullanılan risksiz faiz oranını temsilen incelenen dönemdeki gösterge tahvil faiz oranının günlük verilerinin ortalaması olan yüzde 8,73 alınmıştır.

4.6.1.2. Katılım Endeksi ile Altının Karşılaştırılması

Katılım Endeksi 2011-2015 yılları arasında yüzde 36,38 değer kazanmasına karşın Altın yüzde 40,15 değer kazanmıştır. Her bir yıl için baktığımızda ise 2011 yılında Katılım Endeksi yüzde 8,74 değer kaybederken, Altın yüzde 33,7 değer kazanmıştır. 2012 yılında Katılım Endeksi yüzde 32,46 değer kazanırken altın yüzde 0,05 değer kaybetmiştir. 2013 yılında Katılım Endeksi yüzde 0,94 değer kazanırken altın yüzde 14 değer kaybetmiştir. 2014 yılında Katılım Endeksi yüzde 22 değer kazanırken altın yüzde 4,44 değer kazanmıştır. 2015 yılında ise Katılım Endeksi yüzde 8,5 değer kaybederken altın yüzde 11,98 değer kazanmıştır.

Tablo 20: Katılım Endeksi ile Altın (TL/GR) Yılsonu Kapanış Değerleri ve Getiri Oranları

Yıllar	Dönem	Katılım	Altın (TL/GR)
2011	Yılbaşı	53724	71.35
	Yılsonu	49026.72	95.4
	Getiri	-8.74%	33.71%
2012	Yılbaşı	48585.12	95.75
	Yılsonu	64358.08	95.7
	Getiri	32.46%	-0.05%
2013	Yılbaşı	65026.56	96.425
	Yılsonu	65639.36	82.66
	Getiri	0.94%	-14.28%
2014	Yılbaşı	65338.40	85.6
	Yılsonu	80076.8	89.4
	Getiri	22.56%	4.44%
2015	Yılbaşı	80075.68	89.3

	Yılsonu	73269.12	100
	Getiri	-8.50%	11.98%

Kaynak: Foreks programından elde edilen Katılım Endeksi verileri ile Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sisteminden temin edilen Altın fiyatı verilerinden derlenmiştir.

2011-2015 yılları arasında serilerin yıllık bileşik ortalama büyüme oranı (CAGR) incelendiğinde Katılım Endeksi ile altının birbirine yakın bir büyüme oranı elde ettiği görülmektedir. Katılım Endeksinin yıllık bileşik ortalama büyüme oranı %6,40 olurken, aynı dönemde altının büyüme oranı %6,9 olarak gerçekleşmiştir.

4.6.1.3. Katılım Endeksi ile Katılım Bankaları Kâr Payı Oranlarının Karşılaştırılması

Katılım Endeksi 2011 yılında yüzde 8,74 değer kaybederken Katılım bankalarının 1 yıl vadeli katılım hesaplarına dağıttığı kâr payı oranı ortalama 8,40 olmuştur. 2012 yılında Katılım Endeksi yüzde 32,46 değer kazanırken katılım bankalarının dağıttığı kâr payı oranı ortalama 9,08 olmuştur. 2013 yılında Katılım Endeksi yüzde 0,94 değer kazanırken katılım bankalarını dağıttığı kâr payı oranı ortalama 7,76 olmuştur. 2014 yılında Katılım Endeksi yüzde 22,56 değer kazanırken katılım bankalarını dağıttığı kâr payı oranı ortalama 7,07 olmuştur. 2015 yılında Katılım Endeksi yüzde 8,50 değer kaybederken katılım bankalarının dağıttığı kâr payı oranı ortalama 7,29 olmuştur.

Tablo 21: Katılım Endeksi Getirisi ile Katılım Bankaları 1 Yıl Vadeli Katılım Hesaplarına Ödenen Kârpayı Oranları

Yıllar	Katılım Endeksi	Albaraka	Bankasya	Kuveyttürk	Türkiye Finans
2011	-8.74%	8.15	8	8.75	8.67
2012	32.46%	8.46	9.09	9.77	9.00
2013	0.94%	7.83	7.85	7.91	7.47
2014	22.56%	7.59	7.15	6.49	7.08
2015	-8.50%	8.16*	6.71*	6.81*	7.48*

Kaynak: <http://www.tkbb.org.tr/banka-ve-sektor-bilgileri-kar-paylari>, Erişim Tarihi: 03.03.2016

Not: Katılım Bankalarının 2015 yılı için hesaplanan yıllık ortalama kâr payı oranları Bankasya için ilk 6 ay, diğer bankalar için ilk 5 ayın verilerinden hesaplanmıştır. 2015 yılının kalan aylarının verilerine ulaşılamamıştır.

Katılım bankaları, müşterilerine her yıl yüzde 7 ile yüzde 9 arasında bir getiri sağlamasına karşın Katılım Endeksi yatırımcıları ekonominin kötü gittiği dönemlerde zarar etmiş, iyi gittiği dönemlerde çok daha yüksek getiri elde etmişlerdir. Bu açıdan yaklaşıldığında Katılım Endeksi yatırımcılarının kâr ve zarar elde etmesi İslami finansın mantığına daha uygun düşmektedir. Çünkü bir şirketin her zaman kâr elde etmesi beklenmez. Ekonominin kötüye gittiği dönemlerde şirketlerin de kârlarının olumsuz etkilenmesi muhtemeldir.

4.6.1.4. Katılım Endeksi ile Konvansiyonel Bankaların Faiz Oranlarının Karşılaştırılması

Katılım Endeksi 2011 yılında yüzde 8,74 değer kaybederken Bankaların 1 yıl vadeli mevduat hesabı sahiplerine verdiği faiz oranı ortalama 9,21 olmuştur. 2012 yılında Katılım Endeksi yüzde 32,46 değer kazanırken bankaların faiz oranı ortalama 10,05 olmuştur. 2013 yılında Katılım Endeksi yüzde 0,94 değer kazanırken bankaların faiz oranı ortalama 8,07 olmuştur. 2014 yılında Katılım Endeksi yüzde 22,56 değer kazanırken bankaların faiz oranı ortalama 9,85 olmuştur. 2015 yılında Katılım Endeksi yüzde 8,50 değer kaybederken bankaların faiz oranı ortalama 9,85 olmuştur.

Tablo 22: Katılım Endeksi Getirisi ile Bankalarca Türk Lirası Üzerinden Açılan 1 Yıl Vadeli Mevduat Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları

Yıllar	Katılım Endeksi	Faiz Oranları
2011	-8.74%	9.21
2012	32.46%	10.05
2013	0.94%	8.07
2014	22.56%	9.85
2015	-8.50%	9.85

Kaynak: TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 03.03.2016

4.6.1.5. Katılım Endeksi ile Doların Karşılaştırılması

Katılım Endeksi 2011-2015 yılları arasında yüzde 36,38 değer kazanmasına karşın dolar yüzde 88,81 değer kazanmıştır. Her yıl için ayrı ayrı baktığımızda ise 2011 yılında Katılım Endeksi yüzde 8,74 değer kaybederken, dolar yüzde 23.99% değer kazanmıştır. 2012 yılında Katılım Endeksi yüzde 32,46 değer kazanırken dolar yüzde -5.63% değer kaybetmiştir. 2013 yılında Katılım Endeksi yüzde 0,94 değer kazanırken dolar 19.88%

değer kazanmıştır. 2014 yılında Katılım Endeksi yüzde 22 değer kazanırken dolar 8.84% değer kazanmıştır. 2015 yılında ise Katılım Endeksi yüzde 8,5 değer kaybederken dolar yüzde 24.95% değer kazanmıştır.

2011-2015 yılları arasında serilerin yıllık bileşik ortalama büyüme oranına (CAGR) baktığımızda Katılım Endeksinin yıllık bileşik ortalama büyüme oranı %6,40 olurken, aynı dönemde doların büyüme oranı %13,55 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 23: Katılım Endeksi ile Dolar Fiyatlarının Yılsonu Kapanış Değerleri ve Getiri Oranları

Yıllar	Dönem	Katılım	Dolar
2011	Yılbaşı	53724	1.5413
	Yılsonu	49026.72	1.9111
	Getiri	-8.74%	23.99%
2012	Yılbaşı	48585.12	1.89345
	Yılsonu	64358.08	1.7869
	Getiri	32.46%	-5.63%
2013	Yılbaşı	65026.56	1.7819
	Yılsonu	65639.36	2.1362
	Getiri	0.94%	19.88%
2014	Yılbaşı	65338.40	2.13235
	Yılsonu	80076.8	2.32095
	Getiri	22.56%	8.84%
2015	Yılbaşı	80075.68	2.329
	Yılsonu	73269.12	2.9102
	Getiri	-8.50%	24.95%

Kaynak: TCMB verilerinden derlenmiştir.

Not: Hesaplamalarda doların günlük alış ve satış fiyatlarının ortalaması alınarak hesaplanan değer kullanılmıştır.

4.6.1.6. Katılım Endeksi ile Euronun Karşılaştırılması

Katılım Endeksi 2011-2015 yılları arasında yüzde 36,38 değer kazanmasına karşın euro yüzde 54,38 değer kazanmıştır. Her yıl için ayrı ayrı baktığımızda ise 2011 yılında Katılım Endeksi yüzde 8,74 değer kaybederken, euro yüzde 19.66% değer kazanmıştır.

2012 yılında Katılım Endeksi yüzde 32,46 değer kazanırken euro yüzde 3.20% değer kaybetmiştir. 2013 yılında Katılım Endeksi yüzde 0,94 değer kazanırken euro 25.02% değer kazanmıştır. 2014 yılında Katılım Endeksi yüzde 22 değer kazanırken euro 3.87% değer kaybetmiştir. 2015 yılında ise Katılım Endeksi yüzde 8,5 değer kaybederken euro yüzde 12.39% değer kazanmıştır.

2011-2015 yılları arasında serilerin yıllık bileşik ortalama büyüme oranı (CAGR) incelendiğinde Katılım Endeksinin yıllık bileşik ortalama büyüme oranı %6,40 olurken, aynı dönemde euronun büyüme oranı %9,07 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 24: Katılım Endeksi ile Euro Yılsonu Kapanış Değerleri ve Getiri Oranları

Yıllar		Katılım	Euro
2011	Yılbaşı	53724	2.06005
	Yılsonu	49026.72	2.46515
	Getiri	-8.74%	19.66%
2012	Yılbaşı	48585.12	2.4497
	Yılsonu	64358.08	2.3714
	Getiri	32.46%	-3.20%
2013	Yılbaşı	65026.56	2.35085
	Yılsonu	65639.36	2.93915
	Getiri	0.94%	25.02%
2014	Yılbaşı	65338.40	2.93705
	Yılsonu	80076.8	2.82325
	Getiri	22.56%	-3.87%
2015	Yılbaşı	80075.68	2.82975
	Yılsonu	73269.12	3.18045
	Getiri	-8.50%	12.39%

Kaynak: TCMB verilerinden derlenmiştir.

4.6.2. Volatilitelerinin Karşılaştırılması

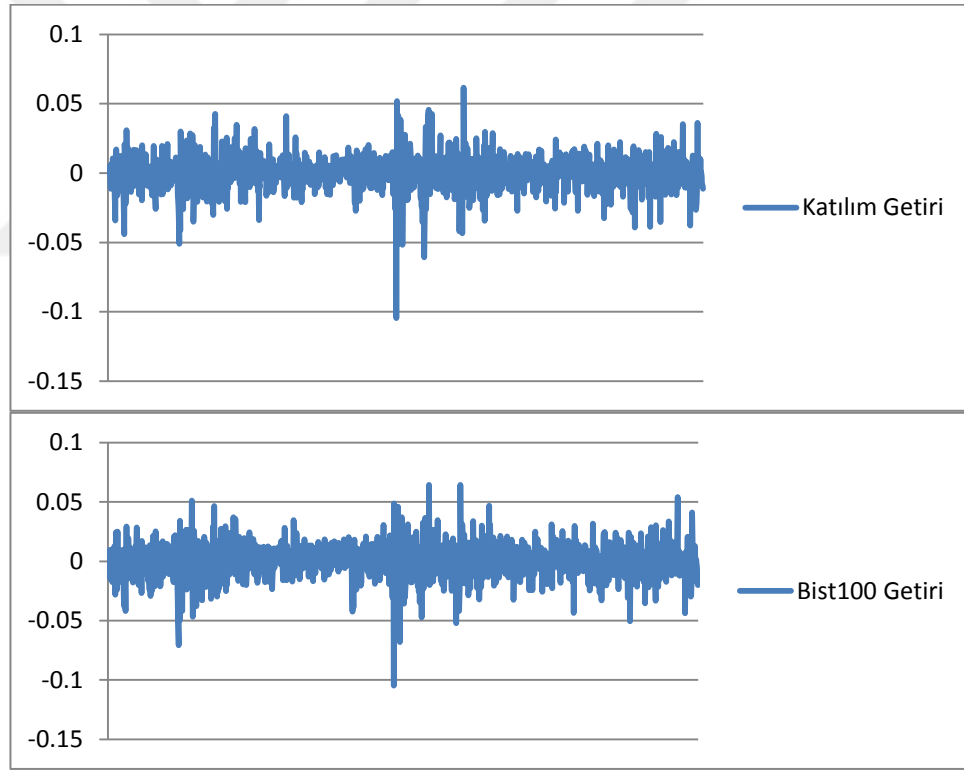
4.6.2.1. Katılım Endeksi ile BIST100 Endeksinin Karşılaştırılması

Katılım Endeksi ile BIST100'ün değişim katsayıları Tablo 25'te verilmiştir.

Tablo 25: Katılım Endeksi ile BIST100'ün Değişim Katsayıları

	Standart Sapma	Ortalama	Değişim Katsayısı
Katılım	1.254%	0.033%	38,45
BIST100	1.495%	0.014%	107,17

Katılım Endeksi ile BIST100 endeksinin değişim katsayıları⁴ karşılaştırıldığında Katılım Endeksinin çok daha düşük bir katsayıya sahip olduğu görülmektedir. 2011-2015 yılları arasında Katılım Endeksinin değişim katsayısı 38,45 iken BIST100 endeksinin 107,17 olmuştur. Bir başka deyişle Katılım Endeksine yatırım yapan bir kişi ortalama 1 TL getiri elde etmek için 38,45TL risk alırken BIST100 yatırımcısı 107,17TL risk almaktadır.



⁴ Değişim Katsayısı: Eğer karşılaştırılan serilerin standart sapmaları ilişkin oldukları serilerin ortalama değerinin bir yüzdesi olarak ifade edilirse, karşılaştırmalarda ölçü birimlerindeki farklılıklar ve gözlem değerlerinin büyüklüğünden oluşan sakıncalar, giderilebilir. Bu yaklaşımla hesaplanan değişkenlik ölçüsüne, değişim katsayısı adı

verilir ve kısaca D.K. ile gösterilir. D.K. (x) = $\frac{\sigma}{\bar{x}} \cdot 100$ olarak formüle edilir. Kaynak: <http://notoku.com/istatistiki-degiskenlik-olculeri/#ixzz45Q2kauJy>, Erişim Tarihi: 03.03.2016

Grafik 2: Katılım-BIST100 Günlük Getiri

Kaynak: Katılım ve BIST100 endeksinin günlük verilerinden yararlanılarak oluşturulmuştur.

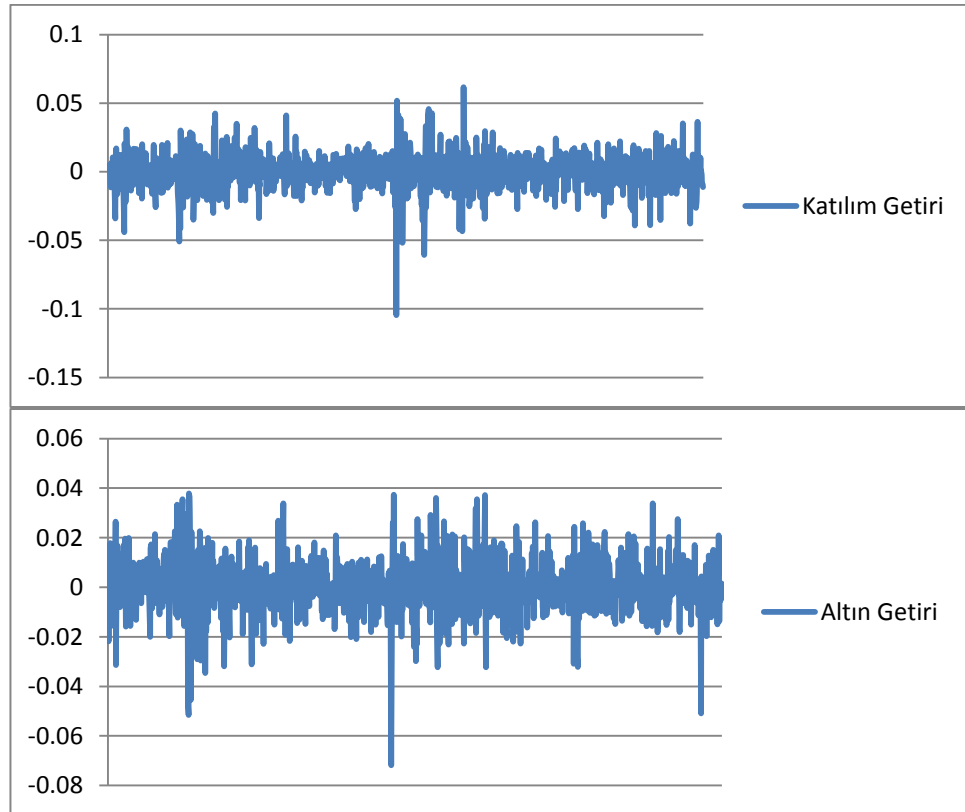
4.6.2.2. Katılım Endeksi ile Altın Fiyatlarının Karşılaştırılması

Katılım Endeksi ile altın fiyatlarının değişim katsayıları Tablo 26’da verilmiştir.

Tablo 26: Katılım Endeksi ile Altın Fiyatlarının Değişim Katsayıları

	Standart Sapma	Ortalama	Değişim Katsayısı
Katılım	1.25%	0.03%	38,45
Altın	1.08%	0.03%	32,85

Katılım Endeksi ile altın fiyatlarının değişim katsayıları karşılaştırıldığında Katılım Endeksinin altına kıyasla daha yüksek katsayıya sahip olduğu görülmektedir. 2011-2015 yılları arasında Katılım Endeksinin değişim katsayısı 38,45 iken altının değişim katsayısı 35,85 olmuştur. Bir başka deyişle Katılım Endeksine yatırım yapan bir kişi ortalama 1TL getiri elde etmek için 38,45TL risk alırken altın yatırımcısı 32,85TL risk almaktadır.



Grafik 3: Katılım-Altın Günlük Getiri

Kaynak: Katılım Endeksi ve altın fiyatlarının günlük verilerinden yararlanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

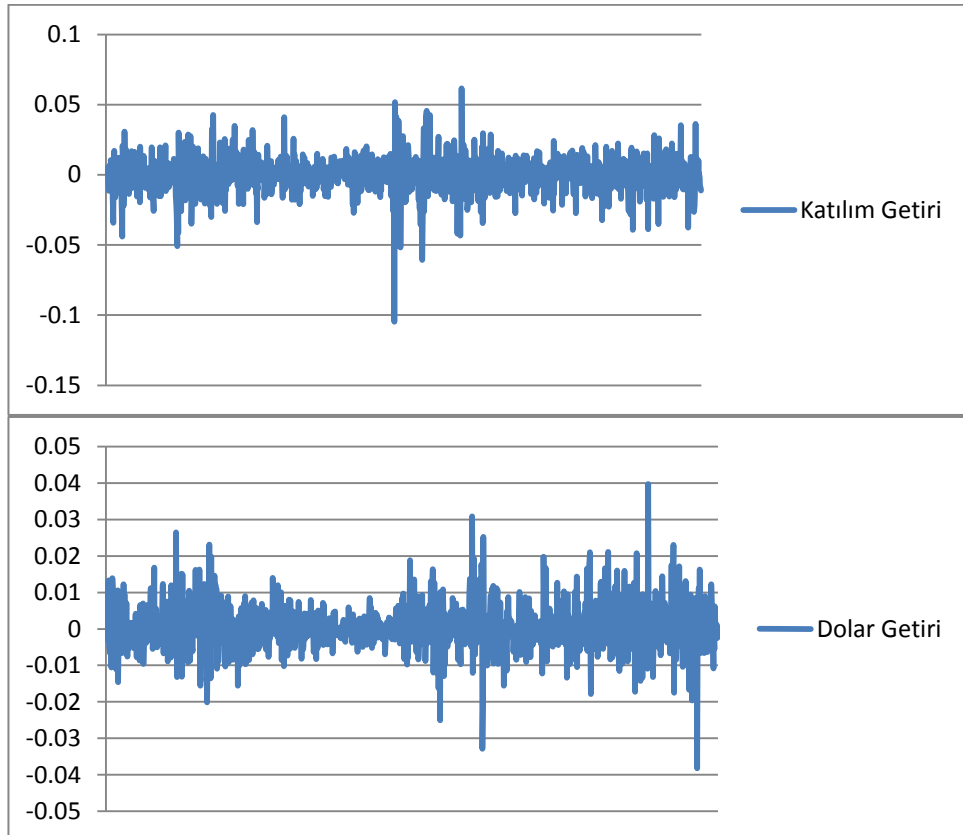
4.6.2.3. Katılım Endeksi ile Doların Karşılaştırılması

Katılım Endeksi ile dolar fiyatlarının değişim katsayıları Tablo 27’de verilmiştir.

Tablo 27: Katılım Endeksi ile Doların Değişim Katsayıları

	Standart Sapma	Ortalama	Değişim Katsayısı
Katılım	1.25%	0.03%	38,45
Dolar	0.65%	0.05%	12.35

Katılım Endeksi ile doların değişim katsayıları karşılaştırıldığında Katılım Endeksinin dolara kıyasla daha yüksek katsayıya sahip olduğu görülmektedir. 2011-2015 yılları arasında Katılım Endeksinin değişim katsayısı 38,45 iken doların değişim katsayısı 12,35’tir. Bir başka deyişle Katılım Endeksine yatırım yapan bir kişi ortalama 1 TL getiri elde etmek için 38,45TL risk alırken dolar yatırımcısı 12,35TL risk almaktadır.



Grafik 4:Katılım-Dolar Günlük Getiri

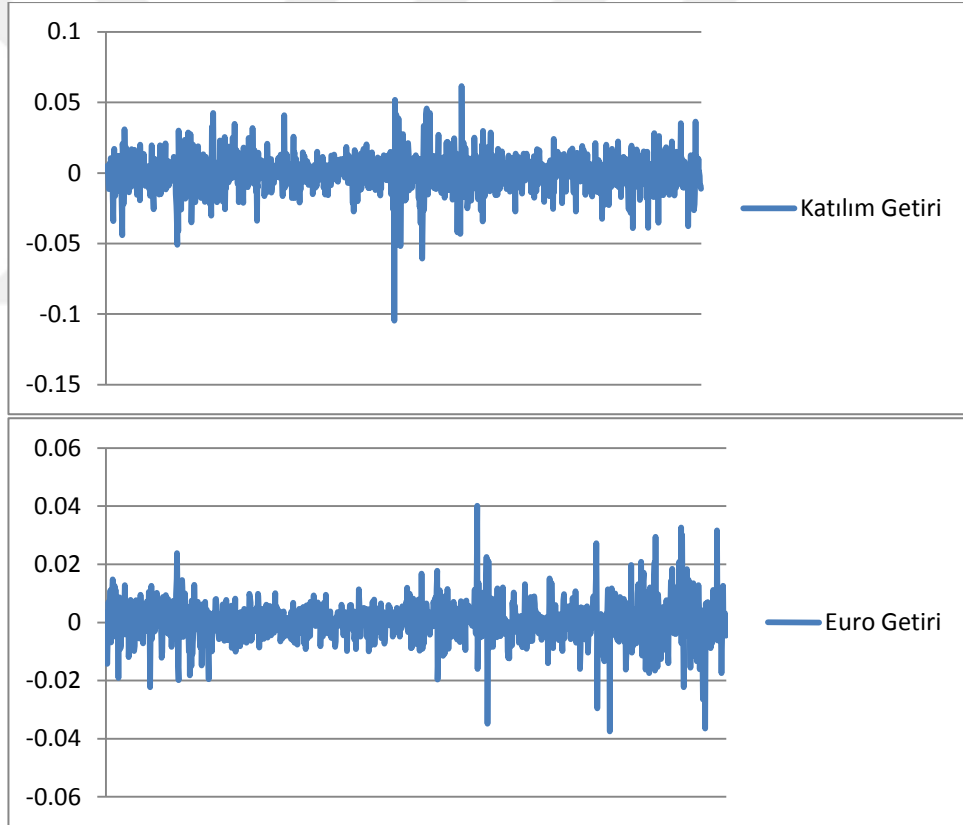
Kaynak: Katılım Endeksi ve dolar fiyatlarının günlük verilerinden yararlanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

4.6.2.4. Katılım Endeksi ile Euronun Karşılaştırılması

Katılım Endeksi ile euro fiyatlarının değişim katsayıları Tablo 28’de verilmiştir.

Tablo 28:Katılım Endeksi ile Euronun Değişim Katsayıları

	Standart Sapma	Ortalama	Değişim Katsayısı
Katılım	1.25%	0.03%	38,45
Euro	0.68%	0.04%	18.41



Grafik 5:Katılım-Euro Günlük Getiri

Kaynak: Katılım Endeksi ve euro fiyatlarının günlük verilerinden yararlanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Katılım Endeksi ile euronun değişim katsayıları karşılaştırıldığında Katılım Endeksinin dolara kıyasla daha yüksek katsayıya sahip olduğu görölmektedir. 2011-2015 yılları arasında Katılım Endeksinin değişim katsayısı 38,45 iken euronun değişim katsayısı 18,41 olmuştur. Bir başka deyişle Katılım Endeksine yatırım yapan bir kişi ortalama 1TL getiri elde etmek için 38,45TL risk alırken euroya yatırım yapan bir kişi 18,41TL risk almaktadır.



SONUÇ VE ÖNERİLER

2011-2015 yılları arasındaki periyodun incelendiği bu çalışmada Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasındaki ilişki analiz edilmiş ve Katılım Endeksinin performansı diğer bazı yatırım araçlarıyla karşılaştırılmıştır. Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasındaki ilişki analiz edilirken korelasyon analizi, birim kök testi, eşbütünleşme testi ve nedensellik testlerinden faydalanılmıştır. Testler ilk olarak Katılım Endeksi üzerine uygulanmış, daha sonra sonuçların daha iyi yorumlanmasını sağlamak amacıyla BIST100 endeksi kontrol değişkeni olarak analize dahil edilerek BIST100 endeksi ile piyasa faiz oranları arasındaki ilişki de incelenmiştir. Yapılan testlerde şu sonuçlara ulaşılmıştır:

- Korelasyon analizi sonucunda Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasında, BIST100 ve piyasa faiz oranları arasındaki korelasyondan daha düşük bir korelasyon tespit edilmiştir. Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasındaki +%8 oranında anlamlı bir korelasyon bulunurken, BIST100 ile piyasa faiz oranları arasında -%34 oranında anlamlı bir korelasyon tespit edilmiştir.
- Birim kök testi sonuçlarına göre her üç değişkenin (Katılım, BIST100, Piyasa Faiz Oranları) düzey değerlerinde birim köklü olduğu, birinci farklarında ise durağan hale geldiği tespit edilmiştir.
- Eşbütünleşme testi sonuçlarına göre Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasında herhangi bir eşbütünleşme ilişkisine rastlanmazken BIST100 endeksi ile piyasa faiz oranları arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir.
- Nedensellik testi sonuçlarına göre Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasında herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmazken BIST100 endeksi ile piyasa faiz oranları arasında nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Bu sonuçlara göre Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasında uzun dönemli bir ilişki olmadığı, piyasa faiz oranlarındaki değişimlerin Katılım Endeksinin değerini etkilemediği söylenebilir. Oysa bunun tam tersi olarak BIST100 endeksi ile piyasa faiz oranları arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu, bu serilerin uzun dönemde beraber hareket ettiği, piyasa faiz oranlarındaki değişimlerin BIST100 endeksinin değerini etkilediği ifade edilebilir.

Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasında uzun dönemli bir ilişki çıkmamasının iki farklı sebebi olabilir. *Birincisi*, endekste ki şirketlerin performansı, *ikincisi* ise endekste ki şirketlere yatırım yapan yatırımcıların algısı ve tutumudur. Katılım Endeksine alınan şirketler faiz oranı kriterine tabi tutulmakta, bu şirketlerin faize dayalı borçları, faize dayalı gelirleri ve faize dayalı menkul kıymetleri belirli oranları geçmemektedir. Böyle bir kriterden geçen şirketlerin piyasa faiz oranlarındaki değişimlerden daha az etkilenmesi beklenir. İkinci sebep ise Katılım Endeksindeki şirketlere yatırım yapan yatırımcılar piyasa faiz oranlarındaki değişimlere göre tutumlarını değiştirmemektedir. Örneğin piyasa faiz oranları arttığında bu yatırımcılar hisse senedine yatırım yapmaktan vazgeçerek faize dayalı menkul kıymetlere yönelmemiş olabilirler.

Normal şartlar altında piyasa faiz oranları ile hisse senedi fiyatları ters yönde hareket eder. Piyasa faiz oranları arttığında hisse senedi fiyatları düşerken, piyasa faiz oranları azaldığında hisse senedi fiyatları yükselmektedir. Bunun sebebi faiz oranı arttığında tahvilin getirisinin artması ve yatırımcıların ellerindeki hisse senetlerini satarak tahvile yönelmesidir. BIST100 endeksi yatırımcılarının böyle bir durumda rasyonel davrandıkları söylenebilirken, Katılım Endeksi yatırımcıları için aynı durum söz konusu değildir. Zira BIST100 ile piyasa faiz oranları arasında negatif yönlü bir korelasyon katsayısı tespit edilmesine karşın Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasında pozitif yönde düşük bir korelasyon tespit edilmiştir.

Çalışmada Katılım Endeksi ile piyasa faiz oranları arasındaki ilişki incelendikten sonra Katılım Endeksinin 2011-2015 yılları arasındaki performansı analiz edilerek hem BIST100 endeksi ile hem de katılım bankaları kâr payı oranları, altın, dolar ve euro gibi diğer yatırım araçlarıyla kıyaslanmıştır. Yapılan analizlerde:

- Katılım Endeksi 5 yıllık periyotta BIST100 endeksinden daha yüksek getiri sağlamıştır. Katılım Endeksi 2015 yılı sonunda yüzde 36 değer kazanırken, BIST100 endeksi yüzde 3 değer kazanmıştır. Portföy performansı ölçme kriterlerinden Sharpe ve Treynor oranına göre bir kıyaslama yapıldığında Katılım Endeksi her iki ölçüte göre de BIST100'den daha başarılı bir performans göstermiştir. Her iki endeksin volatiliteleri karşılaştırıldığında Katılım Endeksinin çok daha düşük volatiliteye sahip olduğu görülmektedir.

Analiz döneminde Katılım Endeksinin değişim katsayısı 38,45 iken BIST100 endeksinin 107,17 olmuştur. Bir başka deyişle Katılım Endeksine yatırım yapan bir kişi ortalama 1TL getiri elde etmek için 38,45TL risk alırken BIST100 yatırımcısı 107,17TL risk almaktadır.

- Katılım Endeksi ile altının getiri performansı karşılaştırıldığında altının Katılım Endeksinden daha yüksek getiri sağladığı görülmektedir. Katılım Endeksi yüzde 36 getiri sağlarken altın yüzde 40 getiri sağlamıştır. Katılım Endeksi ile altının volatiliteleri karşılaştırıldığında Katılım Endeksinin altına kıyasla daha yüksek katsayıya sahip olduğu görülmektedir. Katılım Endeksinin değişim katsayısı 38,45 iken altının değişim katsayısı 35,85 olmuştur.
- Katılım Endeksi ile doların getiri performansı karşılaştırıldığında Katılım Endeksi yüzde 36,38 değer kazanmasına karşın dolar yüzde 88,81 değer kazanmıştır. Katılım Endeksi ile doların volatiliteleri karşılaştırıldığında Katılım Endeksinin dolara kıyasla daha yüksek katsayıya sahip olduğu görülmektedir. Katılım Endeksinin değişim katsayısı 38,45 iken doların değişim katsayısı 12,35 olmuştur.
- Katılım Endeksi ile euro karşılaştırıldığında Katılım Endeksi yüzde 36,38 değer kazanmasına karşın dolar yüzde 54,38 değer kazanmıştır. Katılım Endeksi ile euronun volatiliteleri karşılaştırıldığında Katılım Endeksinin euroya kıyasla daha yüksek katsayıya sahip olduğu görülmektedir. Katılım Endeksinin değişim katsayısı 38,45 iken euronun değişim katsayısı 18,41 olmuştur.

İslami finansın en temel ilkelerinden biri risk paylaşımı ilkesidir. Hakim finans sistemi ise risk paylaşımından ziyade risk transferine, bir başka deyişle borca dayalı enstrümanlara dayanmaktadır. Tıpkı konvansiyonel finasta olduğu gibi İslami finansın da bankacılık üzerinde konumlandırılması, İslami finans uygulamalarının da borca dayalı enstrümanlara dayalı olmasına yol açmıştır. Bugün İslami bankacılığa getirilen en önemli eleştiri onun konvansiyonel bankacılık ürünlerini aynen alıp İslam hukukuna uygun hale getirmesi, böylece faiz oranlarına bağımlı, risk paylaşımından ziyade risk transferine dayanan enstrümanları ortaya çıkarmasıdır. İslami finansı, bankacılığın ve faiz oranlarının egemenliğinden kurtaracak alternatif bir mekanizma olarak hisse senedi piyasalarının dikkate alınması gerekmektedir. Bu çalışmanın ampirik kısmında elde

edilen bulgular hisse senedi piyasalarının İslami finansı faiz oranlarına bağımlılıktan kurtaracak bir mekanizma olarak dikkate alınabileceğini göstermektedir.

İslam'ın öğrettiği gerçek ticari davranışın gerektirdiği ile şimdiki borsaların gerçekleri arasında bariz farklılıklar olduğu bir gerçektir. Mevcut haliyle spekülative hareketlere açık olması, küçük yatırımcıların menfaatlerinin korunmaması, işlem gören şirketlerin faaliyetlerinin meşru olup olmadığının bilinmemesi gibi pek çok eksiklik sayılabilir. Bilgi edinme, uygulama ve denetimin yeniden düzenlemelerin, katılım maliyetlerini azaltan uygulamaların günümüzde uygulanandan daha güçlü ve kapsamlı olması gerekmektedir. Meşru görülmeyen uygulamalardan arındırılmış etkin bir borsa, bankaların ve borca dayalı finansmanın hakimiyetini azaltacak ve risk paylaşımına dayalı bir mekanizmayı tesis etmede önemli bir rol oynayacaktır.

Katılım Endeksi üzerine yaptığımız bu ampirik çalışma İslam Hukukuna göre meşru olmayan uygulamalardan arındırılmış bir borsanın faiz oranlarından bağımsız hareket edebileceğini göstermiştir. Ayrıca rasyonel bir yatırımcı için de Katılım Endeksinin performansının BIST100 endeksinden daha başarılı olduğu görülmektedir. Analiz döneminde Katılım Endeksi, BIST100 endeksinden hem daha yüksek getiri elde etmiş, hem de çok daha düşük bir volatiliteye sahip olmuştur. İslami prensiplere göre yürütülecek bir borsanın krizlere karşı daha dayanıklı ve daha istikrarlı bir ekonomik yapı getireceği söylenebilir. İslami borsanın işleyişi ile ilgili kurallar ve kote edilen şirketlerin fıkha uygunluğu ne kadar detaylı incelenirse İslami borsanın başarılı olma ihtimali o derece yüksek olacaktır.

KAYNAKÇA

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu,

<http://www.spk.gov.tr/apps/Mevzuat/?submenuheader=-1>, Erişim Tarihi:

15.08.2015

AAOIFI. (2012). "Faizsiz Bankacılık Standartları (Shari'a Standards-AAOIFI)"

İstanbul: Türkiye Katılım Bankaları Birliği.

ABDUL RAHİM, 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.

AKTAN, H. (1997) "Borsa Teminat Mektubu, Leasing", I.Uluslararası İslam Ticaret Hukuku Kongresi (Kongre Metinleri), Kombad Yayınları. Konya

ALİ, EL-HAFÎF. "Eş-Şerikât fi'l-fıkhî'l-İslâmî", [baskı yeri ve tarihi yok], s. 97-99.

AL-KHAZALI, O. M., LEDUC, G., ve ALSAYED, M. S. (2015). "A Market Efficiency Comparison of Islamic and Non-Islamic Stock Indices. Emerging Markets Finance and Trade", 1-19.

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.

ALLEN, F., ve GALE, D. (2009). "Understanding financial crises" OUP Oxford.

ALTINTAŞ, H., ve AYRIÇAY, Y. (2010). "Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin sınır testi yaklaşımıyla analizi: 1987–2007".

Arab Chamber of Commerce and Industry. (2016, 22 Nisan). Wikipedia, The Free Encyclopedia içinde. 10 Mayıs 2016 tarihinde https://en.wikipedia.org/wiki/Arab_Chamber_of_Commerce_and_Industry#International_Islamic_Mediation_and_Arbitration_Centre adresinden erişildi.

ARSHAD, S. ve RIZVI. A. R.(2013). "Inferences Between Business Cycles And Stock Markets: A Comparative Analysis Of Islamic Stock Indices".

ASLAN, A. ve KÜÇÜKAKSOY, İ. (2006). "Finansal gelişme ve ekonomik büyüme

ilişkisi: Türkiye ekonomisi üzerine ekonometrik bir uygulama", <http://eidergisi.istanbul.edu.tr/sayi4/ieis4m3.pdf> adresinden erişildi.

ATA, H. ve BUĞAN, M. (2015). "Comparison of the Performances Islamic and Conventional Market Indices and their Causal Relationship" *ijbmer.com*. <http://www.ijbmer.com/docs/volumes/vol6issue6/ijbmer2015060612.pdf> adresinden erişildi.

AYDIN, M. ve SARI, M. (2014). "Relationship Between Gdp And Export In Turkey. *Annals-Economy Series*", 282–288.

AYDIN, N. (2008). "Finansal Yönetim", Anadolu Üniversitesi.

BACHA, O. I., ve MIRAKHOR, A. (2013). "Islamic Capital Markets: A Comparative Approach": John Wiley & Sons.

BACHA, U. ve MIRAKHOR, A. 2014. "İslami Sermaye Piyasaları ve Ekonomik Gelişim." *Ekonomik Gelişim ve İslami Finans içinde* (s.283) der. Iqbal, Z. ve Mirakhor, A.:Borsa İstanbul.

BARDAKOĞLU, Ali. "Hisse Senedi", *İslam'da İnanç, İbadet ve Günlük Yaşayış Ansiklopedisi* (ed. İbrahim Kafi Dönmez). İstanbul 2006, İl, 804-807.

BAŞ, N. K., ve SARIOĞLU: E. (2015). "Tracking Ability and Pricing Efficiency of Exchange Traded Funds: Evidence from Borsa Istanbul. *Business and Economics Research Journal*", 6 (1), 19-33.

BAYINDIR, A. (1994) "Türkiye’de Şirket Yapısı ve Borsacılık, İslam Açısından Borsa", Ensar Neşriyat, İstanbul

BAYINDIR, A. (2007). "Ticaret ve Faiz", Süleymaniye Vakfı.

BAYINDIR, S. (2015). "Fıkhi ve İktisadi Açından İslami Finans", Süleymaniye Vakfı Yayınları.

BEN-DAVID, D., LUMSDAINE, R. L., & PAPELL, D. H. (2003). UNİT ROOTS, POSTWAR slowdowns and long-run growth: evidence from two structural breaks. *Empirical Economics*, 28 (2), 303-319.

BINTI, Y., RAHIM, A. ve MASI, M. (2016). Is Islamic stock index secured against

interest rate risk ? Evidence from Wavelet analysis Is Islamic stock index secured against interest rate risk ? Evidence from Wavelet analysis, (May).

https://www.researchgate.net/profile/Abul_Masih/publication/279186306_Is_Islamic_stock_index_secured_against_interest_rate_risk_Evidence_from_Wavelet_analysis/links/559541b908ae21086d1f9a9b.pdf adresinden erişildi.

BIST. (2016). BIST Pay Endeksleri Temel Kuralları.

<http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/BIST-pay-endeksleri-temel-kurallari.pdf?sfvrsn=10>, Erişim Tarihi: 12.03.2016)

Bolsa de Madrid, <http://www.bolsamadrid.es/ing/aspx/Portada/Portada.aspx>, Erişim Tarihi:03.03.2016

Borsa Caiz Mi?. 2010. <https://www.darusselam.com/sorular-cevaplar/borsa-caizmi.html>. Erişim Tarihi: 09.04.2016

BOZOKLU, Ş. ve YILANCI, V. (2013). Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Gelişmekte Olan Ekonomiler İçin Analiz.

BRIGHAM, E. (1996). Finansal Yönetimin Temelleri. Çev: Özdemir Akmut ve Halil Sariaslan, Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları (206).

BÜYÜKAKIN, F. ve ÖNYILMAZ, O. (2012). Faizsiz finansman bonosu Sukuk ve Türkiye uygulamaları. <http://dspace.marmara.edu.tr/handle/11424/745> adresinden erişildi.

CEYLAN, A., ve KORKMAZ, T. (2010). İşletmelerde Finansal Yönetim. Ekin Kitabevi.

ÇEVİK, E. İ. (2015). Finansal Ekonometri Eğitim Notları, Sakarya Ekonometri Seminerleri

DAĞLI, H. (2000). Hisse Senedi Piyasa Endeksleri ve Türkiye. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 3 (4), 189-206.

DALGIN, N. (2015) “Menkul Kıymetler” Günümüz Fıkıh Problemleri içinde (s.196-214) der. Günay, H.M. Eskişehir: AÖF.

Dax. (2016),

http://deutscheboerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/about_us/30_Services/40_Know_how/10_Stock_Exchange_A_Z?glossaryWord=pi_glos_dax, Erişim Tarihi: 15.03.2016

Dow Jones. (2016), DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonu, <http://www.djimtr.com/icerik/brosur.pdf>

Dow Jones. (2015). Dow Jones Islamic Market Indices Methodology, (July), 1–43.

Dow Jones. <http://www.djindexes.com/islamicmarket>, Erişim Tarihi: 12.03.2016

EL KHAMLI, A., AROURI, M., ve TEULON, F. (2014). "Persistence of Performance Using the Four-Factor Pricing Model: Evidence from Dow Jones Islamic Index", *Journal of Applied Business Research*, 30 (3), 917.

EL KHAMLI, A., SARKAR, K., AROURI, M., ve TEULON, F. (2014). "Are Islamic equity indices more efficient than their conventional counterparts? Evidence from major global index families", *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 30 (4), 1137-1150.

ELFAKHANI, HASSAN, M. K., ve SIDANI, Y. (2005). "Comparative performance of Islamic versus secular mutual funds", Paper presented at the 12th Economic Research Forum Conference in Cairo, Egypt.

ELFAKHANI, SIDANI, Y., ve FAHEL, M. (2004). "An assessment of performance of Islamic mutual funds", *European Journal of Management and Public Policy*, 3 (1), 41-64.

FORTE, G., ve MIGLIETTA, F. (2007). "Islamic mutual funds as faith-based funds in a socially responsible context", Available at SSRN 1012813.

FTSE. (2016). <http://www.londonstockexchange.com/>. Erişim Tarihi:03.03.2016

GHOUL, W., ve KARAM, P. (2007). "MRI and SRI mutual funds: A comparison of christian, islamic (morally responsible investing), and socially responsible investing (SRI) mutual funds", *Journal of Investing*, 16 (2), 96.

GIRARD, E. C., ve HASSAN, M. K. (2008). "Is there a cost to faith-based investing: Evidence from FTSE Islamic indices. *The Journal of Investing*", 17(4), 112-121.

- GIRARD, E., ve HASSAN, M. K. (2005). "Faith-Based Ethical Investing: The Case of Dow Jones Islamic Indexes", FMA papers.
- GÖÇER, İ., ve BULUT, Ş. (2015). "Petrol Fiyatlarındaki Değişimlerin Rusya Ekonomisine Etkileri: Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünleşme ve Simetrik Nedensellik Analizi".
- GÖÇER, İ., ve PEKER, O. (2014). "Yabancı Doğrudan Yatırımların İstihdam Üzerindeki Etkisi: Türkiye, Çin ve Hindistan Örneğinde Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünleşme Analizi", Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 21 (1), 107-123.
- GÜNENÇ, H. 1996. "Faiz, Finans ve Borsa ile İlgili Bazı Meseleler" I. Uluslararası İslâm Ticaret Hukukunun Günümüzdeki Meseleleri Kongresi" içinde(s. 257-270) der. BAYYİĞİT, Mehmet: Kombad Yayınları.
- HAIDER S. A., R., A. ve M., R. (2012). "Analysis of KMI-30 Islamic Market Index of Pakistan : Enter or Exit Decisions of Shariah Advisory Board Shariah Screening Criteria of KMI – 30", 2(2), 51–59.
- HAKIM, S. ve RASHIDIAN, M. (2004). "Risk And Return Of Islamic Market Indexes", Makalah Seminar Di Malaysia.
- HARON S., ve AZMI, N. W. (2009). "Islamic Finance Banking System", McGraw-Hill Singapore-Professional.
- HASSAN, K. ve LEWIS, M. (2007). "Handbook of Islamic banking", Edward Elgar Publishing.
- HASSAN, M. K. (2001). "Nuances of Islamic mutual funds", Islamic Horizons, 30 (3), 16-18.
- HASSAN, M. K. (2002). "Risk, return and volatility of faith-based investing: the case of Dow Jones Islamic Index", Paper presented at the paper in Proceedings of 5th Harvard University Forum on Islamic Finance, Harvard University.
- HSI (2016). <http://www.hsi.com.hk/HSI-Net/HSI-Net>. Erişim Tarihi:03.03.2016
- HUSSEIN, K. (2004). "Ethical investment: empirical evidence from FTSE Islamic

- index", Islamic Economic Studies, 12(1), 21-40.
- HUSSEIN, K. A. (2007). "Islamic investment: evidence from Dow Jones and FTSE indices", Islamic Economics and Finance, 387.
- IQBAL, M., ve LLEWELLYN, D. T. (2002). "Islamic banking and finance: new perspectives on profit sharing and risk": Edward Elgar Publishing.
- IQBAL, Z. ve MIRAKHOR, A. (2014). "Ekonomik Gelişim ve İslami Finans", Borsa İstanbul.
- IQBAL, Z. ve MIRAKHOR, A. (2011). "An introduction to Islamic finance: Theory and practice" (C. 687). John Wiley & Sons.
- IQBAL, Z., ve MIRAKHOR, A. (2013). "Economic Development and Islamic Finance": World Bank Publications.
- ISMAIL, A. G. (2010). "Money, Islamic banks and the real economy".
- İMKB Endeksleri, www.borsaistanbul.com, Erişim Tarihi: 12.03.2016
- KAP, <https://www.kap.gov.tr/yatirim-fonlari/faal-yatirim-fonlari/detay.aspx?fId=2527> Erişim Tarihi: 31.03.2016)
- KAP, <https://www.kap.gov.tr/yatirim-fonlari/faal-yatirim-fonlari/detay.aspx?fId=529> Erişim Tarihi: 31.03.2016)
- KAP, <https://www.kap.gov.tr/yatirim-fonlari/faal-yatirim-fonlari/detay.aspx?fId=104> Erişim Tarihi: 31.03.2016)
- KAP, <https://www.kap.gov.tr/yatirim-fonlari/faal-yatirim-fonlari/detay.aspx?fId=422> Erişim Tarihi: 31.03.2016)
- KARACA, O. (2011). "Türkiye'de enflasyon-büyüme ilişkisi: zaman serisi analizi", Doğu Üniversitesi Dergisi, 4 (2), 247-255.
- KARAMAN, H., ÖZEK, A., DÖNMEZ, İ.K., ÇAĞIRICI, M., GÜMÜŞ, Ş. ve TURGUT, A. (2002). "Kur'an-ı Kerim ve Açıklamalı Meali".
- KARAMAN, H. KARSLI, M. (1994). "İslam Açısından Borsa", Ensar Neşriyat.

KARAN, M. B. (2011). "Yatırım analizi ve portföy yönetimi", Gazi Kitabevi.

KARSLI, M. (2004). "Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler", Alfa.

Katılım Endeksi, Endeks Bilgileri,

http://www.katilimendeksi.org/subpage/20/endeks_bilgileri, Erişim Tarihi: 20.02.2016

Katılım Endeksi, Endeks Kuralları,

http://www.katilimendeksi.org/subpage/17/endeks_kurallari Erişim Tarihi: 23 Aralık 2015).

Katılım Endeksi, Katılım30 Borsa Yatırım Fonu,

http://www.katilimendeksi.org/page/10/katilim_30_byf, Erişim Tarihi: 20.02.2016

KEMALOĞLU, S. ve BABACAN, E.(2016). Korelasyon Analizi.

http://acikders.ankara.edu.tr/pluginfile.php/804/mod_resource/content/2/Korelasyon%20Analizi.pdf Erişim Tarihi: 03.03.2016

KOK:, 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), 398-408.

LEE, J., ve STRAZICICH, M. C. (2003). "Minimum Lagrange multiplier unit root test with two structural breaks", Review of Economics and Statistics, 85 (4), 1082-1089.

LISTYANINGSIH, E. (2015). "Investment performance of Jakarta Islamic Index (JII) stocks", <http://eprints.usq.edu.au/27840/> adresinden erişildi.

MACKINNON, J. G. (1996). "Numerical distribution functions for unit root and cointegration tests", Journal of applied econometrics, 11 (6), 601-618.

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.

MAKI, D. (2012). "Tests for cointegration allowing for an unknown number of breaks", Economic Modelling, 29 (5), 2011-2015.

Mecelletü Mecma'i'l-fıkhî'l-İslâmî, IV/3, Mekke 1408/1988, s. 1809-1998; a.e., IX/2, Cidde 1417/1996, s. 5-175

MIRAKHOR, A. ve BAO, W.Y. 2014. "İslami ve Klasik Finans Sistemlerinin Epistemolojik Temelleri." Ekonomik Gelişim ve İslami Finans içinde (s.283) der. Iqbal, Z. ve Mirakhor, A.:Borsa İstanbul.

MIRAKHOR, A., ve BAO, W. Y. (2013). "Epistemological Foundation of Finance: Islamic and Conventional". Economic Development and Islamic Finance, 25.

MSCI. (2007). MSCI Global Islamic Indices Initial Index Construction Summary

MSCI. (2015). Msci Islamic Index Series Methodology.

NAUGHTON, S., ve NAUGHTON, T. (2000). "Religion, ethics and stock trading: The case of an Islamic equities market", Journal of Business Ethics, 23(2), 145-159.

NEBHANİ, T. (1990). "İslami İktisat Nizamı". Dar-ul Ummah Basın-Yayın-Dağıtım Beyrut-Lübnan

NIKKEI (2016). <http://indexes.nikkei.co.jp/en/nkave/license>, Erişim Tarihi: 03.03.2016

NORLITA Z., SURİANOM M., SULAIMAN, M. (2014). "Revised Shariah Screening Methodology for Shariah-Compliant Securities: New Standard To Meet Global Expectation", Conference on Management and Muamalah 2014 (CoMM 2014) Proceeding, 76–86.

ÖZTÜRK, N., BARIŞIK, S. ve DARICI, H. (2012). "Gelişmekte Olan Piyasalarda Finansal Derinleşme ve Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi", Uluslararası Yönetim İktisat ve <http://194.27.40.129/index.php/zkesbe/article/view/228> adresinden erişildi.

PAGANO, M. (1993). "Financial markets and growth: an overview", European economic review. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/001429219390051B> adresinden erişildi.

POK, W. (2012). "Analysis of Syariah quantitative screening norms among Malaysia Syariah-compliant stocks. Investment Management and Financial"

http://businessperspectives.org/journals_free/imfi/2012/imfi_en_2012_02_Pok.pdf
adresinden erişildi.

REUTERS. (2015). <http://www.reuters.com/article/islam-financing-funds-idUSL5N0YA04I20150519>, Haber Tarihi 19 Mayıs 2015, Erişim Tarihi: 14 Ocak 2016)

RIDZWAN, N. ve ISMAIL, A. (2006). "Malaysia: Islamic money market instruments", The Business Review, Cambridge.
<http://www.academia.edu/download/29764651/no16.pdf> adresinden erişildi.

Russell Global Index Series Construction and methodology,
<http://www.ftse.com/products/downloads/Russell-global-indexes.pdf?458:56-60>

S&P Dow Jones Islamic Market Indices Methodology, 5

SANUSI, M. M. (2010). "Critical Issues on İslamic Banking, Finance and Takaful", Kuala Lumpur: INCEIF.

SARAÇ, M. (2012). "Finansal Yönetim". Sakarya Kitabevi, Sakarya, 1.

SAVAŞAN, F., YARDIMOĞLU, F. ve BEŞEL, F. (2015). "The Effect of Exogenous Shocks on Participation Index of Borsa İstanbul : Permanent or Temporary ?" International Journal of Islamic Economics and Finance Studies, 1 (1), 81–92.

SAYILGAN, G. (2008). "Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı", 3. Bası, Turhan Kitabevi, Ankara.

Shangai Stock Exchange, <http://english.sse.com.cn/> Erişim Tarihi: 03.03.2016

SHENG, A. (2009). "From Asian to global financial crisis", Indian Council for Research

SHENG, A. ve SINGH, A. (2013). "Islamic stock markets in a global context", Economic Development and Islamic Finance, 275.

SIRMA, İ. (2015). "Sermaye Piyasası Araçlarının İslami Finans Açısından Değerlendirilmesi", Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi.

SPK, (2014). "Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği Hakkında Basın

Duyurusu",

<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20140109&subid=0&ct=c>, Erişim

Tarihi:02.02.2016

SPK, (2016). "Borsa Yatırım Fonları Tanıtım Rehberi",

<http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=823&submenuheader=0>, Erişim

Tarihi:02.02.2016

SPK, (2016). "Borsa Yatırım Fonları Tanıtım Rehberi",

<http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=823&submenuheader=0>, Erişim

Tarihi:02.02.2016

SPK,

(2016).<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=16&pid=2>, Erişim Tarihi:02.02.2016

SPK, Yatırım Fonları Tanıtım

Rehberi,<http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=253&submenuheader=null>

Erişim Tarihi: 14 Ocak 2016,

Standard & Poor's. (2007). S & P Emerging Markets Index, (November), 6–7.

Standard & Poor's. (2015). Dow Jones Islamic Market Indices Methodology, (July), 1–43.

Standard & Poor's. (2015). S&P Shariah Indices Methodology, (October), 1–33.

STIGLITZ, J. E. (1989). "Financial markets and development", Oxford Review of Economic Policy, 5 (4), 55-68.

STOXX. 2016. Stoxx Index Methodology Guide (Portfolio Based

Indices.https://www.stoxx.com/document/Indices/Common/Indexguide/stoxx_index_guide.pdf, Erişim Tarihi: 13.04.2016

TELATAR, O. M., ve TERZİ, H. (2009). "Türkiye'de Ekonomik Büyüme ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisi". Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 23 (2).

THOMSON REUTERS, (2012). Thomson Reuters IdealRatings Islamic Indices Index

Methodology, (March), 1-16.

TOK, A. (2009). "İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları", Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler.Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi Yeterlik Etüdü.

Türkiye'nin İlk Gayrimenkul Yatırım Fonu Kuruldu,
<http://www.borsagundem.com/haber/turkiyenin-ilk-gayrimenkul-yatirim-fonu/245199>, Erişim Tarihi: 31.03.2016)

ÜNSAL, E. M. (1998). "Mikro iktisat": Kutsan Ofset Matbaacılık.

VALPEY, F. (2001). "Structuring Islamic equity funds: Shari'a portfolio management and performance", Paper presented at the 4th Annual Harvard Forum on Islamic Finance, Harvard University.

YANPAR, A. (2014). "İslami Finans: İlkeler, Amaçlar ve Kurumlar": Scala Yayıncılık.

YILANCI, V. (2009). "Yapısal kırılmalar altında Türkiye için işsizlik histerisinin sınanması".

YUSOF, R. M. ve ABDULMAJID: (2007). "Stock market volatility transmission in Malaysia: Islamic versus conventional stock market", Islamic Economics, 20 (2).

ZANDI, G., RAZAK, D. A., ve HUSSIN, N. H. (2014). "Stock Market Screening: An Analogical Study on Conventional and Shariah-Compliant Stock Markets". Asian Social Science, 10 (22), p270.

ZIVOT, E., ve ANDREWS, D. W. K. (2002). "Further evidence on the great crash, the oil-price shock, and the unit-root hypothesis", Journal of business & economic statistics, 20 (1), 25-44.

ÖZGEÇMİŞ

23.10.1989 tarihinde Sakarya'nın Karasu ilçesinde doğan Salih ÜLEV, ilk ve orta öğrenimini Karasu'da tamamladı. 2011 yılında Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Bölümünden mezun oldu. 2012-2014 yılları arasında Maliye Bakanlığı Bilecik Defterdarlığında Gelir Uzman Yardımcısı olarak görev yaptı. 2014 yılından itibaren Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde Araştırma görevlisi olarak meslek hayatına devam etmektedir.

