



T.C.

**BOLU ABANT İZZET BAYSAL ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI
BANKACILIK VE FİNANSBİLİM DALI**

**TÜRKİYE’DE 2011-2020 DÖNEMİNE İLİŞKİN KATILIM
ENDEKSLERİNİN PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRMALI
ANALİZİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan

Demet AKKAN ÇETİNDAS

Danışman

Prof. Dr. Kadir Murat ALTINTAŞ

BOLU 2020

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE,

Demet AKKAN ÇETİNDAS’a ait “TÜRKİYE’DE 2011-2020 DÖNEMİNE İLİŞKİN KATILIM ENDEKSLERİNİN PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ” adlı çalışma jürimiz tarafından Bankacılık ve Finans Anabilim Dalında Yüksek Lisans olarak oy birliğiyle / oy çokluğuyla kabul edilmiştir.

28.08.2020

Unvan, Adı, Soyadı

İmza

Üye (Tez Danışmanı):

Prof. Dr. Kadir Murat ALTINTAŞ

.....

Üye:

Prof. Dr. Kadir GÜRDAL

.....

Üye:

Doç. Dr. Ahmet Emre BİBER

.....

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Onayı

Prof. Dr. Osman GÖRÜR
Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Müdürü

ETİK UYGUNLUK BEYANI

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum, **“TÜRKİYE’DE 2011-2020 DÖNEMİNE İLİŞKİN KATILIM ENDEKSLERİNİN PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ”** başlıklı çalışmanın yazılmasında, bilimsel ve etik kurallara uyulduğunu, başvurulacak kaynaklardan yapılan alıntılarının adlarının bilimsel kurallara uygun olarak metin içinde, dipnotlarda ve kaynaklarda gösterildiğini, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin tamamının ya da bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitede bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

Demet AKKAN ÇETİNDAS
28.08.2020



Canım Aileme...

ÖN SÖZ

Tez çalışmamın yazılma aşamasında her türlü bilgi ve deneyimini benimle paylaşan, çalışmama ışık tutan değerli danışman hocam Prof. Dr. Kadir Murat ALTINTAŞ'a yardımlarından ötürü şükranlarımı sunarım...

Lisans eğitimimden, yüksek lisans eğitimime kadar geçen süreçte yardımlarını esirgemeyen kıymetli hocalarım Prof. Dr. Ferudun KAYA, Doç. Dr. Ahmet Emre BİBER ve Dr. Öğr. Üyesi Oya ERU'ya teşekkür ederim.

Ve hayatım boyunca olduğu gibi bu çalışmanın da her aşamasında yanımda olan, bana sonsuz desteklerini hissettiren canım ailem, kıymetli eşim ve çok değerli dostlarıma teşekkürü borç bilirim...

Demet AKKAN ÇETİNDAS

20.08.2020

ÖZET

TÜRKİYE’DE 2015-2018 DÖNEMİNE İLİŞKİN İSLAMİ ENDEKS PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Demet AKKAN ÇETİNDAS

Yüksek Lisans Tezi

Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Kadir Murat ALTINTAŞ

Ağustos 2020, 133 + xx Sayfa

Yıllardır süregelen mevcut bankacılık ve finans sistemine alternatif bir sistem olarak geliştirilen İslami bankacılık ve finans sistemi sayesinde dini hassasiyeti yüksek olan yatırımcıların ekonomik sisteme katılmaları sağlanmıştır. Risk paylaşımına dayalı ve insan odaklı bu yeni sistem yakın bir geçmişe sahip olsa da hızla büyümüş hem Müslüman hem de Müslüman olmayan bireyleri kendine çekmeyi başarmıştır. Faizsizlik prensibini esas alan İslami finans sistemi dini hassasiyeti yüksek yatırımcılar için birçok sermaye piyasası araçları geliştirmeyi başarmıştır. Bunlardan birisi belli sınırları ve kuralları olan İslami endekslerdir.

Dünya üzerinde ilk İslami endekslerin kurulmasıyla yatırımcılara büyük kolaylıklar sağlamak amaçlanmıştır. Belli bazı büyük endeks sağlayıcıları tarafından oluşturulan Dow Jones İslami Piyasa Endeksleri, FTSE Küresel İslami Endeks Serileri ve Kuala Lumpur Şeriat Endeksi bu sistemin dönüm noktası olmuştur.

Ülkemizde ise ilk örneği dört katılım bankasının sponsorluğu ile 2011 yılında İslami kriterlere uygun olarak geliştirilen Katılım 30 Endeksidir. 2014 yılına gelindiğinde Katılım 50 ve Model Portföy Endeksleri oluşturulmuştur. Günümüzde BIST’te işlem gören üç İslami endeks bulunmaktadır.

Araştırmada İslami endeks ile konvansiyonel endekslerin risk ve getirilerinin ayı ve boğa piyasaları açısından karşılaştırılması amaçlanmıştır. Çalışmanın diğer bir amacı ise iki endeks türü arasındaki nedensellik ilişkisini ve risk yayılımını ortaya koymaktır. Buna yönelik olarak çalışmada Katılım 30, Katılım 50 ve BIST 100 endeksinin

performansları Sharpe Rasyo, Minimum Kabul Edilebilir Risk ve Sortino performans ölçütleri kullanılarak karşılaştırılmıştır. Endekslerin getiri performansının karşılaştırılmasında MS-ARMA modelinden, risk performansının karşılaştırılmasında ise MS-GARCH modelinden yararlanılmıştır. Ayrıca endeksler arasındaki nedensellik analizi için geleneksel nedensellik testlerinden ve varyansta nedensellik testinden yararlanılmıştır.

Elde edilen bulgulara göre Katılım Endeksleri, BIST 100 endeksinden daha düşük riske sahiptir ve daha yüksek getiri sağlamaktadır. Araştırmanın sonucunda Katılım Endeksinin, BIST 100 endeksinden daha iyi performans gösterdiği bulgusuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: İslami Endeksler, BIST, Katılım Endeksleri

ABSTRACT

A COMPARATIVE ANALYSIS OF THE ISLAMIC INDEX PERFORMANCE IN TURKEY BETWEEN THE YEARS 2015-2018

Demet AKKAN ÇETİNDAS

Master Thesis

Banking of Finance Department

Advisor: Prof. Dr. Kadir Murat ALTINTAS

August 2020, 133 + xx Pages

Developed as an alternative to the current banking and finance system that has been in use for years, Islamic banking and finance system enabled investors with high religious sensitivity to participate in the economy. Notwithstanding its relatively short history, this human-oriented new system based on risk-sharing has grown rapidly and managed to attract both Muslim and non-Muslim individuals. Predicating itself on the principle of interest-free banking, Islamic finance system has successfully developed various capital market instruments for investors with high religious sensitivity, one of which is the Islamic Index, which has certain limitations and rules.

Islamic Indices first appeared across the world with the intention of providing convenience to investors. The creation of Dow Jones Islamic Market Index, FTSE Global Islamic Index Series, and Kuala Lumpur Shariah Index by prominent index providers was the turning point for this system.

The first instance of Islamic Index in Turkey was the Participation 30 Index that was formed according to Islamic criteria under the sponsorship of four participation banks. By 2014, the Participation 50 and Model Portfolio Indices were formed. Currently, there are three Islamic Indices that operate within Istanbul Stock Exchange (BIST).

The present study aimed to compare risks and returns of Islamic indices and conventional indices in terms of bear and bull markets, and to reveal causal relationships between the two kinds of indices as well as risk spillovers. To this end, the performances of Participation 30, Participation 50, and BIST 100 indices were

compared through performance measures of the Sharpe Ratio, Minimum Acceptable Risk, and the Sortino Ratio. The return performances of the indices were compared through the MS-ARMA model, whereas the MS-GARCH model was used to compare the risk performances. In addition, conventional causality tests and causality in variance tests were used to detect any causal relationships among the indices.

The findings showed that Participation indices had lower risk and greater returns than the BIST 100 Index. Hence, it could be suggested that Participation Indices perform better than the BIST 100 Index.

Keywords: Islamic Indices, BIST, Participation Indices



İÇİNDEKİLER

ETİK UYGUNLUK BEYANI.....	iii
ÖN SÖZ	v
ÖZET	vi
ABSTRACT.....	viii
İÇİNDEKİLER	x
TABLolar LİSTESİ	xiv
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xvi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xviii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xix

GİRİŞ	1
--------------------	----------

I. BÖLÜM

1. FAİZSİZ FİNANS SİSTEMİ.....	3
1.1.Faizsiz Finans Sisteminin Tanımı ve Felsefesi	3
1.2. Faizsiz Finans Sisteminin Temel İlkeleri ve Önemli Yasakları	5
1.2.1. Riba.....	5
1.2.2. Garar (Belirsizlik)	7
1.2.3. Maysir	8
1.3. Faizsiz Finans Sisteminin Dünyadaki Gelişimi	8
1.4. Faizsiz Finans Sisteminin Türkiye’deki Gelişimi ve Katılım Bankacılığı	11
1.4.1.Katılım Bankacılığı Tanımı ve Felsefesi	12
1.4.2. Katılım Bankacılığında Fon Toplama Yöntemleri	14
1.4.3. Katılım Bankacılığında Fon Toplandırma Yöntemleri	15
1.4.3.1. Murabaha	15
1.4.3.2. Muradebe	18
1.4.3.3. Muşareke.....	19
1.4.3.4. İcara	21
1.4.3.5. Selem	22
1.4.3.6. İstisna	23
1.4.3.7. Sukuk	23
1.4.3.8. Karz-ı Hasen	24

1.4.3.9. Teverruk.....	25
1.4.3.10. Tekafül	26

II. BÖLÜM

2. İSLAMİ SERMAYE PİYASALARI.....	29
2.1. İslami Sermaye Piyasalarının Tarihsel Gelişimi.....	32
2.2. İslami Hisse Senedi Piyasaları	33
2.3. Yatırım Fonları	38
2.3.1. Yatırım Fonları ve Yatırımcı Arasında Yapılan Sözleşmeler.....	40
2.3.1.1. Mudare Sözleşmeleri	40
2.3.1.2. Müşareke Sözleşmeleri	40
2.3.1.3. Vekâlet Sözleşmeleri	40

III.BÖLÜM

3. İSLAMİ ENDEKSLER	41
3.1. Dünyadaki Başlıca İslami Endeksler	43
3.1.1. Dow Jones İslami Endeksi ve Endeks Türleri	43
3.1.1.1. Ölçme Endeksleri (Size-Segment Indices)	47
3.1.1.2. Sektör Endeksleri (Sector Indices)	48
3.1.1.3. Blue-Chip Endeksleri.....	48
3.1.1.4. Stratejik ve Tematik İndeksler	49
3.1.1.5. Geniş Pazar Endeksleri (Broad-Market Indices)	49
3.1.2.S&P Shariah Endeksleri ve Endeks Türleri	52
3.1.2.1. S&P 500 Shariah Index.....	54
3.1.2.2. S&P BRIC Shariah Index	54
3.1.2.3. S&P Global 1200 Shariah Index.....	55
3.1.2.4. S&P Japan 500 Shariah Index	55
3.1.2.5. S&P Global BMI Shariah Index	56
3.1.2.6. S&P Europe 350 Shariah Index	56
3.1.2.7. S&P Pan Africa Shariah Index	57
3.1.2.8. S&P/TOPIX 150 Shariah Index.....	58
3.1.2.9. S&P Global Healthcare Shariah Index	58
3.1.2.10. S&P Pan Asia Shariah Index	59
3.1.2.11. S&P/TSX 60 Shariah Index	59
3.1.2.12. S&P China Large-MidCap Shariah 10% Capped Index.....	60
3.1.2.13.S&P Global Property Shariah Index	60
3.1.2.14. S&P Global REIT Shariah Index.....	61

3.1.2.15. S&P GCC Composite Shariah Dividend Index	61
3.1.2.16. S&P BSE 500 Shariah	62
3.1.2.17. S&P United States Large-Cap Shariah Index	62
3.1.2.18. S&P/IFCI Composite Large-Mid Cap Shariah Index	63
3.1.2.19. S&P South Africa Composite Shariah Index	63
3.1.2.20. S&P Pan Arab Composite Shariah Index	64
3.1.2.21. S&P Frontier BMI Shariah Index	64
3.1.3. FTSE İslami Endeksleri ve Endeks Türleri	65
3.1.3.1. FTSE Bursa Malaysia Index Series	66
3.1.3.2. FTSE Japan 100 Shariah Index	66
3.1.3.3. FTSE Greater China Shariah Index	67
3.1.3.4. FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index	67
3.1.3.5. FTSE SET Shariah Index	68
3.1.3.6. FTSE Hong Kong and China Shariah Indices	68
3.1.3.7. FTSE SGX Asia Shariah 100 Index	69
3.1.3.8. FTSE Bursa Malaysia MidS Cap Shariah Index	69
3.1.3.9. FTSE/JSE Shariah All Share Index	70
3.1.3.10. FTSE Global Equity Shariah Index Series	70
3.1.3.11. FTSE USA Shariah Index	71
3.1.4. Kuala Lumpur Islamic Index	72
3.1.5. MSCI Barra Global Family of Islamic Indices	72
3.1.6. Russell-Ideal Ratings Islamic Index	73
3.1.7. Stoxx Islamic Index	74
3.1.8. Jakarta Islamic Index	74
3.1.9. Thomson Reuters/IdealRatings Islamic Index	74
3.1.10. Hong Kong Islamic Index (HKII)	74
3.1.11. KSE Meezan Index (KMI-30)	75

IV.BÖLÜM

4. TÜRKİYE'DEKİ İSLAMİ ENDEKSLER ve BIST 100 ENDEKSİ	76
4.1. Katılım Endeksleri Tanımı ve Kriterleri	76
4.2. Katılım 30 Endeksi	77
4.3. Katılım 50 Endeksi	78
4.4. Katılım Model Portföy Endeksi	78
4.5. BIST 100 Endeksi	79

V.BÖLÜM

5. TÜRKİYE’DE 2011-2020 DÖNEMİNE İLİŞKİN İSLAMİ ENDEKS PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ	81
5.1. Literatür Taraması.....	81
5.2. Araştırmanın Amacı.....	86
5.3. Veri Seti	86
5.4. Türkiye’de 2011-2020 Dönemine İlişkin İslami Endeks Performanslarının Karşılaştırmalı Analizi	89
5.4.1. Araştırmanın Metodolojisi.....	89
5.4.1.1. ARMA Modeli	89
5.4.1.2. Otoregresif Koşullu Değişen Varyans Modelleri	92
5.4.1.3. Markov Rejim Değişim Modeli	93
5.4.1.4. Performans Değerlendirme Ölçütleri	94
5.4.2. Ampirik Bulgular	96
5.4.2.1. Katılım Endeksleri ve BIST 100 Endeksine İlişkin Risk Analizi.....	96
5.4.2.2. Katılım Endeksleri ve BIST 100 Endeksine İlişkin Performans Analiz.....	106
5.4.2.3. Katılım Endeksleri ile BIST 100 Endeksi Arasındaki Nedensellik Analizi	115

VI. BÖLÜM

6. SONUÇ VE ÖNERİLER.....	118
----------------------------------	------------

KAYNAKLAR	121
------------------------	------------

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1: Faizsiz Finans Sisteminin Zaman İçerisindeki Gelişimi	4
Tablo 1.2: 2019 Yılı Dünyanın En İyi Finans Kurumları	10
Tablo 1.3: Türkiye’de Katılım Bankalarının Durumu (Kasım 2019) (Mio TL)	13
Tablo 1.4: BDDK Türkiye’de Bankacılık Sektörü Raporu Eylül 2019 Milyar TL	17
Tablo 1.5: Tekafül ve Sigortanın Karşılaştırılması	27
Tablo 2.1: En yüksek piyasa değerine sahip menkul kıymet borsaları	31
Tablo 3.1: Dow Jones Islamic Index Ülke Endeksleri	46
Tablo 3.2: DJIM bünyesindeki TOP 10 ülkeler	46
Tablo 3.3: Endekslerde kullanılan para birimleri	47
Tablo 3.4: FTSE Bursa Malezya Endeks Serisi	66
Tablo 4.1: Katılım 30 Endeksinde Yer Alan Hisse Senetleri	77
Tablo 4.2: Katılım 50 Endeksinde Yer Alan Hisse Senetleri	78
Tablo 4.3: Katılım Model Portföy Endeksinde Yer Alan Hisse Senetleri	79
Tablo 5.1: Değişkenlere İlişkin Açıklamalar	87
Tablo 5.2: Tanımlayıcı İstatistikler	87
Tablo 5.3: BIST100 Endeksine İlişkin ARMA(2,2) Model Tahmin Sonucu	97
Tablo 5.4: Katılım 30 Endeksine İlişkin ARMA(2,1) Model Tahmin Sonucu	98
Tablo 5.5: Katılım 50 Endeksine İlişkin ARMA(2,2) Model Tahmin Sonucu	98
Tablo 5.6: BIST 100 Endeksine İlişkin ARMA(2,2)-GARCH(1,1) Model Tahmin Sonuçları	99
Tablo 5.7: Katılım 30 Endeksine İlişkin ARMA(2,2)-GARCH(1,1) Model Tahmin Sonuçları	100
Tablo 5.8: Katılım 50 Endeksine İlişkin ARMA(2,2)-GARCH(1,1) Model Tahmin Sonuçları	101
Tablo 5.9: BIST 100 Endeksine İlişkin MS-GARCH Model Tahmin Sonuçları	104
Tablo 5.10: Katılım 30 Endeksine İlişkin MS-GARCH Model Tahmin Sonuçları	105
Tablo 5.11: Katılım 50 Endeksine İlişkin MS-GARCH Model Tahmin Sonuçları	106
Tablo 5.12: BIST100 Endeksine İlişkin MS-Dynamic Model Tahmin Sonuçları	107
Tablo 5.13: Katılım 30 Endeksine İlişkin MS-Dynamic Model Tahmin Sonuçları	108
Tablo 5.14: Katılım 50 Endeksine İlişkin MS-Dynamic Model Tahmin Sonuçları	109

Tablo 5.15: BIST 100, Katılım 30 ve Katılım 50 Endekslerine İlişkin Performans Ölçütleri	111
Tablo 5.16: ADF ve Phillips-Perron Birim Kök Test Sonuçları.....	115
Tablo 5.17: Granger Nedensellik Test Sonuçları.....	116
Tablo 5.18: Hafner ve Herwarzt Varyansta Nedensellik Test Sonuçları.....	117



GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1.1: İslami Finans Piyasasının En Büyükleri 2015 (%)	9
Grafik 3.1: DJIM Endeksi Performans Grafiği	44
Grafik 3.2: DJIM Endeksi Sektörel Dağılım Grafiği	45
Grafik 3.3: Dow Jones Islamic Market GCC Index Performansı.....	50
Grafik 3.4: Dow Jones Islamic Market Greater China Index Performansı	51
Grafik 3.5: Dow Jones Islamic Market Sri Lanka Index Performans Grafiği.....	52
Grafik 3.6: Dow Jones Islamic Market Turkey Index Performans Grafiği.....	52
Grafik 3.7: S&P 500 Shariah Index Performans Grafiği.....	54
Grafik 3.8: S&P BRIC Shariah endeksindeki şirketlerin sektörel dağılımı	55
Grafik 3.9: S&P Japan 500 Shariah Performans Grafiği.....	56
Grafik 3.10: S&P Global BMI Shariah Index Performans Grafiği	56
Grafik 3.11: S&P Europe 350 Shariah Index Performans Grafiği	57
Grafik 3.12: S&P Pan Africa Shariah Index	57
Grafik 3.13: S&P/TOPIX 150 Shariah Index Performans Grafiği.....	58
Grafik 3.14: S&P Global Healthcare Shariah Index Performans Grafiği	58
Grafik 3.15: S&P Pan Asia Shariah Index Performans Grafiği	59
Grafik 3.16: S&P/TSX 60 Shariah Index Performans Grafiği	59
Grafik 3.17: S&P China Large-MidCap Shariah 10% Capped Index Performans	60
Grafik 3.18: S&P Global Property Shariah Index Performans Grafiği	60
Grafik 3.19: S&P Global REIT Shariah Index Performans Grafiği.....	61
Grafik 3.20: S&P GCC Composite Shariah Dividend Index Performans Grafiği	61
Grafik 3.21: S&P BSE 500 Shariah Performans Grafiği	62
Grafik 3.22: S&P United States Large-Cap Shariah Index Performans Grafiği	62
Grafik 3.23: S&P/IFCIComposite Large-Mid Cap Shariah Index Performans	63
Grafik 3.24: S&P South Africa Composite Shariah Index Performans Grafiği.....	63
Grafik 3.25: S&P Pan Arab Composite Shariah Index Performans Grafiği	64
Grafik 3.26: S&P Frontier BMI Shariah Index Performans Grafiği	64
Grafik 3.27: FTSE Japan 100 Shariah Index Performans Grafiği.....	67
Grafik 3.28: FTSE Greater China Shariah Index Performans Grafiği	67
Grafik 3.29: FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index Performans Grafiği.....	68
Grafik 3.30: FTSE SET Shariah Index Performans Grafiği.....	68

Grafik 3.31: FTSE Hong Kong and China Shariah Indices Performans Grafiği	69
Grafik 3.32: FTSE SGX Asia Shariah 100 Index Performans Grafiği.....	69
Grafik 3.33: FTSE Bursa Malaysia MidS Cap Shariah Index Performans Grafiği.....	70
Grafik 3.34: FTSE/JSE Shariah All Share Index Getiri Grafiği	70
Grafik 3.35: FTSE Global Equity Shariah Index Series Getiri Grafiği.....	71
Grafik 3.36: FTSE USA Shariah Index Getiri Grafiği	71
Grafik 3.37: Hong Kong Islamic Index Getiri Grafiği	75



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Murabaha Mekanizması	16
Şekil 1.2: Mudarebe Mekanizması	19
Şekil 1.3: Müşareke Finansmanı	20
Şekil 1.4: Sukuk İşlem Akışı	24
Şekil 2.1: İslami Sermaye Piyasası Enstrümanları	32
Şekil 5.1: BIST 100, Katılım 30 ve Katılım 50 Endekslerine İlişkin Grafikler	88
Şekil 5.2: BIST100, Katılım 30 ve Katılım 50 Endekslerine İlişkin Oluşturulan GARCH Modellerinden Elde Edilen Artık Kareler ve Riske Maruz Değer Grafikleri	103
Şekil 5.3: Yumuşatılmış Geçiş Olasılıkları Grafikler	110
Şekil 5.4: BIST 100, Katılım 30 ve Katılım 50 Endekslerine İlişkin Riske Maruz Değer Grafikleri	112
Şekil 5.5: BIST 100, Katılım 30 ve Katılım 50 Endekslerine İlişkin Kümülatif Getiri, Aylık Ortalama ve Aşağı Yönlü Risk Grafikleri	113
Şekil 5.6: BIST 100, Katılım 30 ve Katılım 50 Endekslerine İlişkin Yıllıklandırılmış Getiri, Standart Sapma ve Yıllıklandırılmış Sharpe Rasyo ve Aşağı Yönlü Risk Grafikleri.....	114

KISALTMALAR LİSTESİ

A.Ş	: Anonim Şirketi
AAOIFI	: İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ATM	: Automatic Teller Machine
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIST	: Borsa İstanbul
BYF	: Borsa Yatırım Fonu
CAPM	: Capital Assets Pricing Model
DJ	: Dow Jones
DJIMI	: Dow Jones Islamic Market Index
DMI	: Dar al Mal al-İslami
EUR	: Euro
FTSE	: Financial Times Stock Exchange
GBSI	: Global Benchmark Shariah Index
GFII	: Global Family of Islamic Indices
GIIS	: Global Islamic Index Series
HKII	: Hong Kong Islamic Index
ISRA	: International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance
İFA	: İslami Fıkıh Akademisi
KLSI	: Kuala Lumpur Shariah Index
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş
MSCI	: Morgan Stanley Capital International
MSCI	: Morgan Stanley Capital International
OPEC	: Organization of Petroleum Exporting Countries
ÖFK	: Özel Finans Kurumları
QIB	: Qatar Islamic Bank
RI	: Ratings Intelligence Partners
S&P	: Standard & Poor's
SAC	: Shariah Advisory Council
SAMI	: Socially Aware Muslim Index
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu

TL	: Türk Lirası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
UAE	: Birleşik Arap Emirlikleri
USD	: Amerikan Doları



GİRİŞ

İslami finans, İslam dininin gerektirdiği kurallar çerçevesinde insanların ekonomik faaliyetlerini gerçekleştirdiği sistemdir. Şeffaflığın esas olduğu bu sistemde sınırlar ve yasaklar yine İslam dinine bağlı olarak belirlenmektedir. Buna rağmen bu finans sistemi içerisinde Müslüman olanlar kadar Müslüman olmayan bireylerde yer almaktadır. Faizsiz finans, kar-zarar ortaklığına dayalı olarak uzun vadede risk paylaşımını esas alan işleyişe sahiptir. Modern anlamdaki uygulamaları yakın bir geçmişte sahip olsa da günümüzde hızla ilerlemektedir.

Günümüzde daha çok katılım bankacılığı adıyla karşımıza çıkan bu sistem ayrıca sigortacılık ve sermaye piyasalarından da oluşmaktadır. İslami sermaye piyasalarında işleyiş ve yatırım araçları İslami prensipler doğrultusunda şekillenmektedir. Öncesinde bazı insanlar dini hassasiyetlerinden dolayı gerek hisse senetlerinden gerekse diğer yatırım araçlarından uzak durmaktaydı. Fakat yaşanan bazı olumlu gelişmeler ve alınan kararlar son dönemlerde bu bireylerinde İslami sermaye piyasasına ve yatırım araçlarına olan ilgisini oldukça artırdı. İslami Sermaye Piyasalarında pay senedi, Sukuk ve İslam’a uygun yatırım fonları işlem görmektedir.

Son yıllarda İslami sermaye piyasasında yaşanan bu hızlı gelişmeler neticesinde yatırımcılar tarafından oldukça ilgi gören İslami endeksler oluşturuldu. Bu endeksler oluşturulurken şeriata uygunluğu esas alınarak bazı sınırlamalar ve kurallar konuldu. Örneğin; faaliyet alanı şans oyunları ve kumar, alkol, tütün, eğlence, turizm, silah domuz eti vb. üzerine olan şirketler bu endekse kesinlikle dâhil edilemez. İkinci aşamada ise daha çok şirketlerin finansal tablolarına, faizle olan ilişkilerine ve borçluluk oranlarına bakılmaktadır.

İlk İslami endeks Faisal Finans ve Votebel Bank tarafından 1988 yılında kurulan DMI 150 endeksidir. 150 halka açık şirketten oluşmuştur. İlerleyen süreç içerisinde İslami endeksler büyük ilgi görmüş ve gelişimi hızla devam etmiştir. Büyük endeks sağlayıcı şirketler tarafından oluşturulan İslami endeksler bu ilerlemede büyük rol oynamışlardır. Ülkemizde ilk İslami endeks örneği Katılım Endeksi adıyla 2011 yılında oluşturulmuştur. 2014 yılına gelindiğinde Katılım50 ve Katılım Model Portföy

adıylı iki endeks daha oluşturulmuştur. Endekse dâhil olacak olan şirketler, Bizim Menkul Değerler A.ř tarafından seçilmektedir. Endeks sũreklilięinin sağlanması, hesaplanması ve verilerin sunulmasına dair işlemler Borsa İstanbul tarafından geręekleřtirilmektedir.

Bu alışmada Katılım Endeksleri ile BIST 100 endeksinin risk ve getiri açısından performanslarının karşılaştırılması amaçlanmıştır. Buna yœnelik olarak 2011-2020 dœnemine ilişkin endekslerin gũnlũk kapanış değerleri dikkate alınmıştır. Ayrıca Katılım Endeksleri ile BIST 100 endeksinin arasındaki nedensellik ilişkisine bakılmıştır.

Çalışma altı bœlũmden oluşmaktadır. İlk bœlũmde faizsiz finans sistemi, ortaya çıkışı ve prensipleri ele alınmıştır. İkinci bœlũmde İslami sermaye piyasası detaylı bir şekilde incelenmiş, ũũncũ bœlũmde de dũnya ũzerindeki bazı bũyũk İslami endeksler anlatılmış ve performanslarına yœnelik grafiklere yer verilmiştir. Dœrdũncũ bœlũmde ũlkemizdeki İslami endeksler tanıtılmış ve BIST 100 endeksinden bahsedilmiştir. Beşinci bœlũmde ise Katılım 30, Katılım 50 ve BIST 100 endekslerinin risk ve getiri açısından performansları karşılaştırılmış, ũ endeks arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmıştır. Çalışmanın son bœlũmũne bakıldığında ise sonuç ve œneriler kısmı yer verilmiştir.

I. BÖLÜM

1. FAİZSİZ FİNANS SİSTEMİ

1.1. Faizsiz Finans Sisteminin Tanımı ve Felsefesi

İslam hukuku ve şeriatın prensiplerine uygunluğuyla geleneksel finanstan ayrılan İslami finans, 1970'lerin sonunda bazı Arap ülkelerinde küçük bir ev sanayisi olarak başladı. Faaliyet gösterdiği ülke sayısı ve girişim yaptığı finans alanları açısından hızlı bir büyüme gösterdi ve dünya geneline yayıldı (El-Gamal, 2006: 2).

Faizi kabul etmeyen bu ekonomi modelini diğer ekonomi modellerinden ayıran asıl unsur, İslam'ın insana ve hayata bakışında gizlidir. İnsan, bu dünyaya Allah'a kulluk etmek için gelmiştir ve iktisadi faaliyetlerinde de kulluğun gereklerini gözetmek durumundadır. İnsan halife sıfatıyla yeryüzünü imar etmekle ve iyi insan olmakla sorumludur. Bu bağlamda sadece bireysel değil ama toplumsal huzur ve barışında tesisi, refahın paylaşımı, yardımlaşma ve adaletin korunması gibi amaçlar ekonomik düşünce ve davranışlara yol göstermelidir (Tunç, 2016: 66).

Faiz bazlı işlemlerin yasaklanmasından dolayı İslam, ticari faaliyetleri adil ve meşru kar elde etmeye teşvik eder. İslami finasta, bu nedenle, finansal akış ve verimlilik arasında her zaman yakın bir bağlantı vardır. İslami finansın bu temel mülkiyeti, aşırı kaldıraç ve spekülasyon finansal faaliyetlerden kaynaklanan potansiyel risklerden izole edilmesine katkıda bulunmaktadır. İslami finansın bir diğer temel prensibi, İslami finans işlemlerinin risk ve kar paylaşım özelliğidir. İslami finans işlemlerinin bu kar ve risk paylaşma özelliği, İslami finans sisteminde yüksek düzeyde bir açıklama ve şeffaflığa neden olur (Ahmed, 2010: 306-320).

Adaletli bir paylaşımı hedefleyen, kaynakların israfını önüne geçilmesini ilke edinen ve tüm iktisadi faaliyetlerin merkezine insanı koyan İslami finans, işsizliğin azaltılmasına yönelik çözümleri içeren bir iktisadi sistemin kuruluş ilkelerini kapsamaktadır. Bu sebeple İslami finans insan merkezli doğal (fitri) bir disiplindir. Geleneksel finans sistemi sermaye merkezli, sosyalist finans ise, devlet merkezli iktisadi disiplinlerdir. Kapitalist sistemde geliştirilen iktisadi teoriler sermayedarların

sosyalist sistemde ise, devletin menfaatini öncelikli tutan iktisadi faaliyetler tanzim edilir. Bundan dolayı doğal iktisat sisteminin ilkelerine ters düşen bu iki sistem bazı konularda yararlı çözümler üretmiş olsalar bile, beşerî açılardan sürekli olarak sorunlara yol açmışlardır. Savaş ve çatışmalara yol açmışlar, gezegenimiz kaynaklarının israf edilmesine neden olmuşlardır. Faizsiz finans zihniyetine göre bir iktisat sisteminde esas olan çalışma ve yaşama arasında dengenin sağlanmasıdır. Üretim odaklı olan bu sistemde insana çalışarak üretme imkânı sağlanmıştır (Ersoy & Hazıroğlu, 2017: 43).

İslami finansın temel kavramları alım satım ve ticareti desteklemeyi hedeflerken aynı zamanda dürüstlük ve sosyal adaleti de destekler. Bu temel öğelerden birisi Arapçada riba olarak bilinen faizin (tefecilik) yasaklanmasıdır. Müslümanların faiz ödemesi veya alması yasak olmasına rağmen, kar elde etmek için iş faaliyetleri desteklenir. Şeriat ve fıkhıta ekonomik faaliyetler sınırlandırılmamış bunun yerine bir bütün olarak topluma fayda sağlayacak sorumlu faaliyetlere yönlendirilmiştir. Diğer bir deyişle İslam arz ve talebin hükümet tarafından değil piyasa tarafından belirlendiği serbest pazar ekonomisine izin verir. Aynı zamanda spesifik yasalar ve etik ilkeleri uygulayarak piyasa mekanizmasının işleyişini yönetir ve sistemin herkesin yarasına sorunsuz işlemesine yardım eder (Alrifai, 2017: 149-150).

Tablo 1.1: Faizsiz Finans Sisteminin Zaman İçerisindeki Gelişimi

	1960-1970	1970-1980	1980-1990	1990-2000	2000-
Kurumlar	-Tasarruf Bankaları	-Ticari Bankalar	-Ticari Bankalar -Sigorta Şirketleri -Yatırım Kurumları	-Ticari Bankalar -Sigorta Şirketleri -Yatırım Kurumları -Portföy Yönetim Şirketleri -Aracı Kurumlar	-Ticari Bankalar -Sigorta Şirketleri -Yatırım Kurumları -Portföy Yönetim Şirketleri -Aracı Kurumlar -E-ticaret
Ürünler	-Tasarruf Bankaları Ürünleri: Quard Hasan, Murabaha, Muşaraka	-Ticari Banka Ürünleri: Quard Hasan, Mudaraba, Muşaraka, Murabaha, Salam	-Ticari Banka Ürünleri -İslami Sigortacılık Ürünleri -Genel ve Aile Takafül	-Ticari Banka Ürünleri -İslami Sigortacılık Ürünleri -Yatırım Fonları -İslami Bonolar -Hisse Senetleri	-Ticari Banka Ürünleri -İslami Sigortacılık Ürünleri -Yatırım Fonları -İslami Bonolar -Hisse Senetleri -Yapılandırılmış Ürünler
Bölge	-Körfez Arap Ülkeleri -Orta Doğu	-Körfez Arap Ülkeleri -Orta Doğu	-Körfez Arap Ülkeleri -Orta Doğu -Asya-Pasifik	-Körfez Arap Ülkeleri -Orta Doğu -Asya-Pasifik	-Körfez Arap Ülkeleri -Orta Doğu -Asya-Pasifik -Avrupa-Amerika

Kaynak: Altaş, Gökben (2008). *İslami Finans Sistemi*. Sermaye Piyasasında Gündem, 19.

İslami finans enstrümanları, 1970’den itibaren toplamda yaklaşık 75 ülkede kullanılmaktadır. İlk başlarda bu enstrümanlar çoğunlukla Güneydoğu Asya ve Orta Doğu’da görülürken, günümüzde Almanya, İngiltere, ABD gibi büyük batı ülkelerinde de hızla yayılmaktadır. Faizsiz finans kurumları yatırımcılara risk yönetimi, döviz işlemleri, fon temini ve riskten korunma gibi birçok hizmet sunmaktadır. (Yıldırım, 2011: 105).

1.2. Faizsiz Finans Sisteminin Temel İlkeleri ve Önemli Yasakları

Günümüzde hızla gelişmeye devam eden İslami finansı, geleneksel finanstan ayıran en önemli özelliği faizsizlik prensibi üzerine kurulu olmasıdır. Ancak bunun yanında bu sistemin içinde bulunan önemli sınırlamalar ve prensipler mevcuttur. Bu sınırlamalar; Kuran ayetleri, Hadisler ve Şeriata uygunluğa göre belirlenmiştir.

1.2.1. Riba

Türkçede faiz olarak bilenen Arapça ribâ kelimesi sözlükte “fazlalık, artma, çoğalma; yükseğe çıkma” gibi anlamlara gelmektedir. Riba sözlük anlamı ile hem bir şeyin kendi içinde var olan hem de iki şey arasındaki karşılaştırmadan doğan fazlalığı ifade etmektedir. Kuran’da riba sözcüğü iki anlam içerisinde kullanılmaktadır. İlki üzerine yağmur yağan toprağın kabarması anlamına gelen “rebet” sözcüğü ile, ikincisi ise iki toplumdan birinin diğerine göre mal veya değer konusunda daha üstün olması anlamında kullanılan “erbâ” kelimesi ile ifade edilmektedir. Fıkıh literatüründeysen riba, borç olarak verilmiş olan bir malı ya da parayı belirli bir süre sonunda önceden belirlenmiş oranda fazlalıkla veya borç ilişkisinden dolayı oluşan ve süresinde ödenmemiş bir alacağa ek süre tanıyıp söz konusu süreye karşılık alınan fazlalığın adıdır. Türkçede kullanılışı ile faiz kelimesi Arapça kökenlidir ve riba ile eş anlamlı olarak kabul edilmektedir (Özsoy, 1995: 110).

Faiz yasağı sosyal adalet, eşitlik ve mülkiyet hakları argümanlarına dayanmaktadır. İslam anlayışında ticaret kara ve zarara ortak olmak demektir. Ancak burada faiz bu ticari işlemin sonucuna bakılmaksızın önceden belirlenmiş oranda tahakkuk eden bir maliyettir. Sosyal adalet, borç alanların ve borç verenlerin, kazançlarının yanı sıra, adil bir şekilde zararları da paylaşmalarını ve ekonomide servet birikimi ve dağıtımını sürecinin adil ve gerçek üretkenliği temsil etmesini talep eder (İqbal, 1997: 42).

Kuran-ı Kerimde yer alan faizle ilgili bazı ayetler şu şekildedir;

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

“Allah faizi tüketir (Faiz karışan malın bereketini giderir), sadakaları ise bereketlendirir. Allah küfürde ve günahıta ısrar eden hiç kimseyi sevmez” (Bakara:276).

“Ey iman edenler! Allah’tan korkun. Eğer gerçekten inanıyorsanız mevcut faiz alacaklarınızı terkedin. Şayet (faiz hakkında söylenenleri) yapmazsanız, Allah ve Resulü tarafından (faizcilere karşı) açılan savaştan haberiniz olsun. Eğer tövbe edip vazgeçerseniz, sermayeniz sizindir ne haksızlık etmiş ne de haksızlığa uğramış olursunuz” (Bakara: 278-279).

“Ey iman edenler! Kat kat artırılmış olarak faiz yemeyin. Allah’tan sakının ki kurtuluşa eresiniz” (Al-i İmran: 130).

“İnsanların mallarında artış olsun diye verdiğiniz herhangi bir faiz, Allah katında artmaz. Allah’ın rızasını isteyerek verdiğiniz zekâta gelince, işte zekâtı veren o kimseler, evet onlar (sevaplarını ve mallarını) kat kat artıracaklardır” (Rum: 39).

“Yahudilerin zulmü sebebiyle, bir de çok kimseyi Allah yolundan çevirmeleri, men edildikleri halde faizi almaları ve haksız (yollar) ile insanların mallarını yemeleri yüzünden kendilerine (daha önce) helal kılınmış bulunan temiz ve iyi şeyleri onlara haram kıldık ve içlerinden inkâra sapanlara acı bir gazap hazırladık” (Nisa: 160-161).

Faiz sadece İslam dininde değil büyük dinlerde de yasaklanmıştır.

İslam dini faizi ve içinde faiz bulunan ticari işlemleri kesin bir dille yasaklamıştır. Bu yasağın insanlığın yararına olduğunu ifade eden İslam bilginleri, faizin zararının sadece birey üzerinde kalmayıp tüm topluma yansıdığını ifade etmiştir. Faiz herhangi bir uğraş gerektirmeden, emek harcanmadan elde edildiği için haksız bir kazançtır. İnsanları tembelliğe, çalışmadan kazanmaya iter. Dolayısıyla toplumda tembellik artar, üretim ve iş gücü azalır. Faiz zaten zor durumda olduğu için borç alan kişiyi daha büyük bir yük altına sokar. Kısacası fakiri daha da fakir eder. Fakirden

zengine doğru bir para akışı başlar. Bu İslam dinine göre ters bir akıştır. Doğru olan zenginden fakire nakit akışıdır. Bu da zekât yolu ile sağlanmalıdır (Özsoy Ş. , 2012: 111).

1.2.2. Garar (Belirsizlik)

İslami hukukta garar bir tür belirsizlik olarak tanımlanmıştır. Kelimenin tam anlamıyla belirsizlik, risk veya tehlike anlamına gelir (Al-Saati, 2003:6).

Burada bahsedilen belirsizlik sıradan bir risk belirsizliği değildir. Alınıp-satılacak malın ticaret sonucunda elde edilecek neticenin bilinmemesi durumunda ortaya çıkan belirsizliktir. Garar bu belirsizlik ve bilgisizlik sonucunda ortaya çıkan risk türüdür. Alıcı ve satıcının mağdur olmaması açısından kesinlikle yasaklanmıştır. İslam'a göre her ticari işlem sonucu yapılan sözleşmeler şeffaf olmalı, şüpheye yer bırakmamalıdır (Tunç, 2016: 123-124).

İslami finasta garar karar önemli yasaklarda biridir. Ticari işlemlerde gararı ortadan kaldırmak için söz konusu malın cinsinin, miktarının, özelliklerinin her iki tarafa açıkça belirtilmesi gerekir.

Daha iyi anlaşılması için bir örnek verecek olursak;

- Cinsin bilinmemesi: A, B'ye 7 TL'ye portakal satarken bir garar söz konusu olmaması açısından cinsini mutlaka belirtmelidir.
- Türünün bilinmemesi: A, B'ye bir hayvanı 5000 TL'ye satarken türünü mutlaka belirtmelidir, aksi halde garar söz konusudur.
- Özelliklerinin bilinmemesi: A, B'ye arabasını 70000 TL'ye satarken modelini, yaşını, markasını mutlaka belirtmelidir.
- Niceliğinin Bilinmemesi: A, B'ye 30 TL'ye bir miktar domates satması durumunda da garar söz konusudur. Mutlaka miktarının önceden belirlenmesi gerekir.
- Fiyatının Bilinmemesi: A'nın, B'ye 6 aylık maaşı karşılığında bir malı satması durumunda maaşın bilinmemesi de garara sebep olur.
- Malın Belirleyici Özelliklerinin Bilinmesi: A, B'ye bir arsayı satarken arsanın alanı, yerini mutlaka belirtmesi gerekir.
- Vadeli Satışlarda Ödeme Zamanının Belirsizliği: A, B'ye bir arabayı 100000'ye vadeli olarak satması durumunda eğer vade zamanı önceden belirlenmezse garar söz konusu olur.

- Malın Teslimine Muktedir Olamama: A'nın B'ye satmaya gücü ve yetkisi olmayan bir malı satması. (ağaçtaki kuş)
- Mevcut Olmayan Malın Satışı: A'nın, B'ye henüz anne karnında olan sağlıklı doğup doğmayacağı belli olmayan ineği satması.
- İnceleme İmkânı Olmayan Ürün Satışı: A'nın, B'ye kapalı bir kutu içinde 70 TL'ye ürün satması.
- Herhangi Biri Özellikle Seçilmediği Halde Birden Fazla Seçenek Olması Durumu: A'nın B'ye evini 300000 TL'ye satması veya tarlasını 200000 TL'ye satması durumunda A hangisini tercih ettiğini açıkça belirtmezse garar söz konusudur (Çürük, 2013: 23-24).

1.2.3. Maysir

Maysir sözlükte “kolay olmak” anlamına gelen yesr kökünden türemiştir. İslam öncesi zamanlarda Arap topluluklarında bir talih oyunu çeşidi olan kumarı ifade etmektedir. Maysir terim anlamı itibariyle, hem çaba sarf etmeden bir malı kolaylıkla eşe geçirmeyi hem de maddi olarak kazanç sağlamayı ifade ettiği için sözlük anlamıyla paralellik göstermektedir (Fehd, 2004: 509).

Bakıldığında maysir, kelimenin tam anlamıyla kumar demektir. İslamiyet tüm kumar türlerini yasaklamıştır. Aynı yasak ve ilkeler İslam ekonomisi içinde geçerlidir. Maysir, servetini, bir diğerrinin hakkından mahrum olsun ya da olmasın, şans eseri kolayca elde edilmesini ifade eder (İbrahim, 2009).

1.3. Faizsiz Finans Sisteminin Dünyadaki Gelişimi

İslami finans ilk olarak bankacılık sektöründe ortaya çıkmıştır. İlk olarak İslami bankalar kurulmuş sonrasında sermaye piyasalarında da bu İslami ilkeleri esas alan oluşumlar başlamıştır.

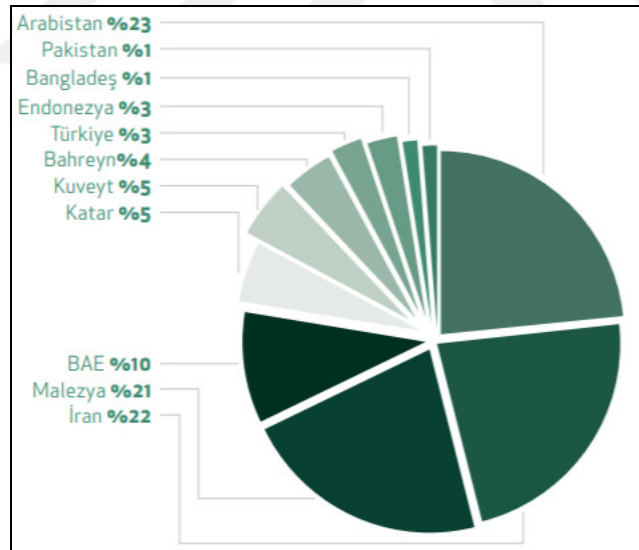
Dünyada İslami Finans ilk olarak 1960'lı yıllarda Mısır'da ortaya çıkmıştır. İlk İslami banka 1963 yılında Ahmed en-Naccar tarafından kurulmuştur. Sonrasında 1971 yılında devlet desteğiyle kurulan “Nasr Sosyal Bankası” ve 1975'te kurulan İslami Kalkınma Bankasıyla gelişimi devam etmiştir (Odabaşı, 2011: 6). Hindistan'ın bazı Müslüman toplumlarında görülen kooperatif bankacılık faaliyetleri de ilk faizsiz finans faaliyetlerine örnek olarak gösterilebilir. İslami Kalkınma Bankası, İslam ülkelerinin kendilerine finansman desteği sağlaması amacıyla örgütlenmesiyle 1975'te Cidde'de kuruldu. Birçok projeye önemli oranda finansman sağladı ancak yine de yeterli olamadı.

Bunun sonucunda ileri gelen birçok Müslümanın katkısıyla 1981’de "Dar Al-Maal Al-İslami” şirketi İsviçre’de kuruldu (Sümer & Onan, 2016: 299).

Günümüzde başta Müslüman ülkeler olmak üzere birçok Avrupa ülkesinde de İslami finans ve İslami bankacılık faaliyetleri hızlı bir büyüme ve gelişme göstermektedir. Bunun birçok sebebi vardır. Başta faizin sadece İslam dini içerisinde değil diğer büyük dinlerde de yasaklanması gelir. Bununla birlikte yaşanan büyük krizlerde geleneksel finans piyasalarının, İslami finans piyasalarına oranla daha fazla etkilenmesi ve zarar görmesi, geleneksel sistemdeki eksiklerden dolayı alternatif sistem arayışı da başlıca sebeplerdendir.

İslami finans ve İslami bankacılığın, geleneksel bankacılığa göre bilinirliği daha az olmasına rağmen çok daha hızlı bir gelişme göstermiş ve toplam aktifleri yaklaşık 2 trilyon dolara ulaşmıştır. İslami finans yaklaşık yıllık %10’luk bir büyüme içerisinde. Böyle giderse 2020 yılı içerisinde 4 trilyon dolarlık bir büyüklüğe sahip olacağı düşünülmektedir (Uppal & Magla, 2014: 4).

Grafik 1.1: İslami Finans Piyasasının En Büyükleri 2015 (%)



Kaynak: Görmüş, Ş. & Yabancı, A. (2019). *Yaşayan ve Gelişen Katılım Bankacılığı*. TKBB Yayınları, 109

1970’den sonra İslami finans İslam ülkelerine hızla yayılmış, farklı formlarda ve uygulamalarda kendini göstermiştir. Bu uygulamalar temelde ortak şeriat kurallarına dayansa da kültürel ve mezhepsel farklılıklardan dolayı ülkeden ülkeye, bölgeden bölgeye farklılık göstermiştir. Malezya’da İslami finans devlet tarafından hibe ve teşviklerle desteklenirken, körfez ülkelerinde devlet sadece denetleyici ve gözlemci konumdadır. Bugün 92 ülkede 360’den fazla faizsiz finans kuruluşu, 350’den fazla da

İslami bankacılık penceresi adı altında işlem yapan konvansiyonel banka bulunmaktadır. İngiltere, Güney Afrika, Lüksemburg ve Hong Kong gibi Müslüman olmayan ülkelerde de İslami finans hızlı yayılım göstermiştir. Dünya üzerinde başlıca İslami finans merkezleri olarak Malezya eksenli Güneydoğu Asya, Körfez Bölgesi (Gulf Cooperation Council) ve Londra kabul edilmiştir (Dünyada ve Türkiye’de Faizsiz Finans 2018, <https://www.katilimfinans.com.tr/dunyada-ve-turkiyede-faizsiz-finans/>, 21 Şubat 2020’de erişildi).

Tablo 1.2: 2019 Yılı Dünyanın En İyi Finans Kurumları

Afghanistan	Afghanistan International Bank	Nigeria	Jaiz Bank
Algeria	Banque Al Baraka D’Algérie	Oman	Bank Nizwa
Bahrain	Al Salam Bank	Pakistan	Meezan Bank
Bangladesh	Standard Chartered Saadiq Bangladesh	Palestine	Palestine Islamic Bank
Brunei Darussalam	Bank Islam Brunei Darussalam	Qatar	Qatar Islamic Bank
Egypt	Abu Dhabi Islamic Bank Egypt	Saudi Arabia	Al Rajhi Bank
Indonesia	Bank Muamalat Indonesia	Singapore	Maybank Islamic Berhad
Iraq	Iraqi Islamic Bank for Investment & Development	South Africa	HBZ Bank
Jordan	Jordan Islamic Bank	Sri Lanka	Amana Bank
Kazakhstan	Al Hilal Bank	Sudan	QIB Sudan
Kuwait	Boubyan Bank	Tunisia	Banque Zitouna
Lebanon	Al Baraka Bank	Turkey	Kuveyt Türk Katılım Bankası
Malaysia	Maybank Islamic Berhad	UAE	Abu Dhabi Islamic Bank
Morocco	Dar Assafaa		

Kaynak: *Global Finance Magazine*, <https://www.gfmag.com/topics/islamic-finance/>. Erişim Tarihi: 20 Aralık 2019

Bankacılık ile başlayan İslami finans süreci ilerleyen zamanlarda sermaye piyasalarına kadar uzanmıştır. Bununla birlikte bankacılık ürünlerinin yanı sıra yatırım fonları, hisse senetleri, bonolar ve hisse senetleri oluşturulmuştur. 1970’lerde Sudan, Mısır, Suudi Arabistan, Ürdün, Kuveyt, Birleşik Arap Emirlikleri, Bahreyn ve Filipinler’de; 1980’lerde Türkiye, Malezya, Senegal, Katar, Gine, Güney Afrika, İsviçre, Bangladeş’te; 1990’larda Cezayir, Yemen, Nijerya, Sri Lanka, Arnavutluk, Endonezya, Rusya’da; 2000’lerde Tunus, Almanya, Azerbaycan, Suriye, İngiltere,

Singapur, Lübnan, Tayland ve Kazakistan’da birçoğu İslami bankacılık sektörü üzerine olan ilk finansal kurumlar kurulmaya başlanmıştır (Çürük, 2013: 78).

1.4. Faizsiz Finans Sisteminin Türkiye’deki Gelişimi ve Katılım Bankacılığı

Türkiye’de faizsiz finans sistemi ilk olarak 1983 yılında çıkarılan 16.12.1983 tarih ve 83/7506 sayılı kararname ile kurulan Özel Finans Kurumu ile ortaya çıkmıştır. Bu kurumun kurulmasında ki en büyük amaç faiz hassasiyeti olan muhafazakâr kesimin yastık altında saklandığı tasarruflarını ekonomiye kazandırmaktı. Bu süreçte ilk olarak 1984 yılında Albaraka Özel Finans Kurumu kurulmuş ve 1985’te Faisal Finans Kurumu ile aynı yıl faaliyete geçmiştir. 1989 yılında Kuveyt Türk Özel Finans Kurumu, 1991 yılında Anadolu Özel Finans Kurumu, 1995 yılında İhlas Finans Kurumu ve Özel Finans Kurumları Birliği vakfı, 1996 yılında Asya Özel Finans Kurumu kurulmuştur. Özel Finans Kurumlarının kuruluşundan sonraki ilk süreçte gelişimleri oldukça yavaş olmuştur. Bu sorunun başlıca sebepleri aşağıdaki gibidir:

- Yasal dayanağın eksik olması, mevzuatın yetersizliği,
- Şube sayısının yetersizliği,
- Alt yapı eksikliği,
- Bilinirlik, farkındalık eksikliği,
- Personel eksikliğinin giderilmesinde yaşanan sorunlar,
- Ülke ekonomisindeki genel sorunlar,
- Yüksek enflasyon.

15 yıldan uzun süredir kanun hükmünde kararnameye ve bu kararname bağlı olarak çıkarılan tebliğlere göre işleyen özel finans kurumları, 1999 yılına gelindiğinde artık 4491 sayılı kanun ile 4389 sayılı Bankalar Kanunu kapsamına dahil edilmiştir. Bu önemli gelişme sayesinde Özel Finans Kurumları sağlam bir yasal zemine oturtulmuştur (Tunç, 2016: 180).

2001 yılına gelindiği zaman İhlas Finans Kurumu’nun faaliyeti BDDK tarafından durdurulmuş ve bankacılık ruhsatı iptal edilmiştir. Faisal Finans Kurumu, Family Finansa dönüşmüştür. 2005 yılında ise 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ile bu kuruluşların unvanı artık Özel Finans Kurumları değil Katılım Bankası olarak belirlenmiştir. Özel Finans Kurumları Birliğinin adı ise Türkiye Katılım Bankaları Birliği olarak değiştirilmiştir. Anadolu Finans ve Family Finans bir araya gelerek Türkiye Finans adı altında birleşmişlerdir. ÖFK’ nın güvence fonu TMSF’ye devredilmiştir. 2007’de Albaraka Türk Katılım Bankasının halka arz olmuştur. 2009’da ilk tekafül şirketi Neova kurulmuştur. 2011 yılında Kuveyt Türk ilk özel sektör kira

sertifikasını, 2012’de ise Hazine Müsteşarlığı ilk kamu kira sertifikasını ihraç etmiştir. Diğer bazı önemli gelişmeler olarak, 2013 yılında ilk faizsiz emeklilik şirketi kurulmuş, 2014’te ise Katılım Endeksine Dayalı Borsa Yatırım Fonu kurulmuştur. 2015’te ilk kamu katılım bankası olarak Ziraat Katılım, 2015’te ikinci kamu katılım bankası olarak Vakıf Katılım ve 2019’da üçüncü katılım bankası olarak Emlak Katılım faaliyete geçmiştir (Görmüş & Yabanlı, 2019: 124).

1.4.1.Katılım Bankacılığı Tanımı ve Felsefesi

Katılım bankacılığı, faizsizlik prensiplerine göre işleyen, bu prensiplere uygun olarak tüm bankacılık faaliyetlerini yerine getiren, kâr ve zarara katılma esasına dayanarak fon toplayan ticaret, ortaklık, finansal kiralama gibi yöntemlerle fon kullandıran bankacılık türüdür. Bankaların adlarının içerisinde geçen “katılım” kelimesi bu bankacılık türünün kâr ve zarara katılma esasına dayalı bir bankacılık türü olduğunu belirtmek için kullanılır. Bu bankalar, mevduat sahiplerinden aldıkları fonları, faizsiz finansman prensibine piyasa içerisinde kullanarak, ortaya çıkan kâr ve zararı tasarruf sahipleriyle paylaşırlar. TL, USD ve EUR olarak vadeli hesaplara alınan fonlar, kurumlar için finansman desteği, bireyler için finansman desteği, finansal kiralama ve kâr ve zarar ortaklığı olarak değerlendirilir. Ticaretin ve sanayinin ihtiyacı olan her türlü hammadde, yarı mamul ve mamul madde, gayrimenkul, makine ve teçhizatın sağlanması, bu yöntemler kullanılarak sağlanır. Bu bankalardaki tüm bankacılık işlemlerinde faiz ve belirsizlik gösteren, aşırı riskli veya spekülasyon içeren işlemlere izin verilmez. Alkollü içecek, silah, tütünleri ürünleri ve şans oyunları gibi birey için haram sayılan zararlı konularda bankacılık işlemi yapılamaz. Katılım bankalarının asıl varlık nedeni ve en önemli kuralı faizsizlik prensibidir (Katılım Bankacılığı Nedir? Nasıl Çalışır? <https://tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/TKBB-Katilim-Bankaciligi-Nedir-Brosur.pdf>, 27Aralık 2019’da erişildi).

Faizsiz bankacılık veya katılım bankacılığı, dini hassasiyetten dolayı faizden uzak durmak için geleneksel bankalara yatırılmayan fonların şeriata uygun faizsiz yöntemlerle toplanması sonrasında bu fonların fon ihtiyacı olan kişilere yine faizsiz yöntemlerle kullandırılması olarak ortaya çıkan ihtiyacı karşılamak üzere oluşturulan kurumlardır. Yani katılım bankalarının başlıca faydaları; bazı insanların faiz hassasiyeti nedeniyle atıl duran ve ekonomiye dahil edilemeyen fonlarını finansal sisteme kazandırmasıdır. Bahsi geçen bu ihtiyacın en çarpıcı örneği 1970’lerde ortaya çıkmıştır. 1970’li yıllarda birçoğunda ağırlıklı olarak Müslüman insanların yaşadığı OPEC ülkelerinin petrol gelirlerinde büyük bir artış yaşanmıştır. Bu ülkelerin gelir

düzeylerindeki artış beraberinde bu gelirleri nasıl değerlendirecekleri sorununu doğurmuştur; öte yandan bu ödemeleri yapan petrol alıcısı ülkeler için ödenen paraların geri döndürülmesi sorununu ortaya çıkarmıştı (Akın, 1986: 258). Yaşanan bu sorunlar sonrasında yatırımcı yönünü katılım bankalarına çevirmiştir.

Bankalar, yurtiçi ve yurtdışı piyasalardan topladıkları fonları ihtiyaç sahiplerine belli bir getiri karşılığı kullandıran finansal kurumlardır. Toplanan fonların reel ekonominin finansmanı amacı ile kullanılması bankaların en önemli görevidir. Fakat bu fonların reel ekonomi içerisinde kullanımı yasalarla zorunlu hale getirilmediği için bu amaç geleneksel bankalar tarafından bazı zamanlar yerine getirilmemektedir. Bu aşamada katılım bankalarının önemi ortaya çıkmaktadır. Katılım bankaları, topladıkları fonları doğrudan ya da direkt olarak reel ekonomi içerisinde kullanmak zorundadırlar. Bu sebeple finans piyasalarında katılım bankalarının payının artması ekonomik büyümeye büyük oranda katkı sağlayacaktır (Özsoy, Görmez ve Mekik, 2013: 188).

Tablo 1.3: Türkiye’de Katılım Bankalarının Durumu (Kasım 2019) (Mio TL)

Finansal Başlıklar		Katılım Bankaları			Bankacılık Sektörü		
		Kas.2019	Ara.2018	Değişim(%)	Kas.2019	Ara.2018	Değişim(%)
TOPLANAN FONLAR **	TP	82.060	60.626	35,4	1.203.710	1.054.572	14,1
	YP	102.320	67.790	50,9	1.182.496	954.893	23,8
	YP-MADEN	18.823	8.804	113,8	79.003	41.701	89,5
	TOPLAM	203.203	137.220	48,1	2.465.209	2.051.166	20,2
KULLANDIRILAN FONLAR ***		144.935	124.562	16,4	2.688.709	2.465.582	9,0
TAKİPTEKİ ALACAKLAR (BRÜT)		7.600	5.050	50,5	143.567	96.611	48,6
TOPLAM AKTİF		267.663	206.806	29,4	4.355.069	3.867.135	12,6
ÖZ VARLIK		21.091	16.780	25,7	481.566	421.185	14,3
NET KAR ****		2.346	2.218	5,8	46.611	50.695	-8,1
PERSONEL SAYISI		15.975	15.654	2,1	204.256	207.716	-1,7
ŞUBE SAYISI	YURTIÇİ	1.164	1.120	3,9	11.361	11.493	-1,1
	YURTDIŞI	3	2	50,0	74	72	2,8
	TOPLAM	1.167	1.122	4,0	11.435	11.565	-1,1

Kaynak: Mukayeseli Tablolar, <https://www.tkbb.org.tr/mukayeseli-tablolar>. Erişim Tarihi: 28 Aralık 2019

Katılım bankaları, faizli işlem yapan geleneksel bankaların sunmuş oldukları kredi kartı, kiralık kasa ATM gibi bireysel bankacılık hizmetlerini; leasing, akreditif ticari finansman gibi ticari bankacılık hizmetlerini; hisse senedi, sermaye piyasası

araçları, işletmelere danışmanlık, bireysel emeklilik gibi yatırım bankacılığı hizmetlerini sunmaktadır. Katılım bankalarının bu bankalardan en temel farkı fon toplama ve fon kullandırma usullerinde görülmektedir (Yanpar, 2015).

Katılım bankalarının birçok faydası bulunmaktadır;

- Katılım bankalarını faizsizlik anlayışına göre fon toplayıp kullandırması yeni finansman metotlarını bankacılık sektörüne kazandırmıştır.
- Faiz hassasiyeti olan bireylerin de yatırımlarını finansal sektörde değerlendirmesini sağlayarak bankalara da yeni müşteriler kazandırmıştır.
- Topladıkları fonları bireylere proje bazında kullandırarak kaynakların daha verimli kullanılmasını sağlamıştır.
- Ayrıca fonlar üretim ve ticaret dışında herhangi bir spekülatif alanda kullandırılmadığından geri ödenmeme riski, diğer geleneksel bankada kullandırılan kredilerin geri ödenmeme riskinden oldukça düşüktür (Aras & Öztürk, 2011:172).

Katılım bankacılığı felsefesi, İslami finans felsefesi ile aynı doğrultudadır. Katılım bankacılığının özünde de insana öncelik verilmiştir. Esas olan bireyin ihtiyaçlarının karşılanması, insanın huzuru, verilen nimetlerin eşit olarak dağıtılmasıdır. Felsefesiz bir katılım bankacılığı faaliyeti doğru sonuçlar doğurmayacaktır. Bu sistemi anlamak; onun çalışma prensiplerini, uygulamalarını, gözettiği değerleri bilmek ve tarihine inerek inceleme yapmakla mümkündür. Ancak böylelikle birey bu sistemden daha fazla istifade edecektir. Sistemin açık ve net bir şekilde anlaşılamaması beraberinde bazı sorunları getirecektir. Bu sistemden istifade edecek, yatırımları değerlendirecek ve hatta bu sistemi geliştirebilecek nitelikte insanlar önyargıları sebebi ile bu sistemden uzak kalacaktır (Tunç, 2016: 239). Bu yüzden farkındalık yaratılmalı, bireylerin katılım bankacılığı algısı yükseltilmelidir.

1.4.2. Katılım Bankacılığında Fon Toplama Yöntemleri

Cari Hesaplar: Katılım bankalarını en yaygın fon toplama yöntemi cari hesaplardır. Geleneksel bankalardaki vadesiz hesaplar gibi herhangi bir getirisi ya da vade şartı bulunmadan, istenilen zamanda çekilmek üzere banka bünyesine yatırılan mevduatlardır. Cari hesaplarda geleneksel bankalardaki mevduat hesapları gibi TMSF güvencesi altındadır.

Katılım bankaları bireylerin yatırdıkları bu paraları kendilerine verilen bir borç olarak görmekte, müşterisine bu hesaplar karşısında herhangi fayda sağlamamaktadır.

Ancak katılım bankaları mudileri için bir taraftan müşterinin yatırdığı mevduatı, diğer taraftan da çektiği miktarı kapsayan bir cari hesap açabilirler. Faizsiz banka cari hesapları bir emanet olarak gördükleri için müşterinin izni olmadan asla bu mevduatları kullanmazlar. Ancak müşterinin iznini ve yetkisini alarak bu parayı kullanılabilirler. Cari hesaplar üzerindeki diğer bir görüş ise karz-ı hasendir. Bu görüşe göre bu paralar bankaya verilmiş faizsiz borçlardır. Banka bu parayı gerektiğinde kullanabilir. Müşterisine anaparayı vermekle yükümlüdür. Eğer zarar etme söz konusu ise müşteri bu zarardan etkilenmez (Ahmad, 1995: 15).

Katılım Hesapları: Yapısı bakımından geleneksel bankalardaki vadeli hesaplara benzemektedir. Ancak diğer ticari bankalardaki gibi herhangi bir faiz ödeme garantisi söz konusu değildir. Katılım bankası ve müşteri arasındaki ilişki kar ve zarara dayalıdır. Belli bir vade sonunda banka, zarar ettiyse zararını, kar ettiyse karını önceden belirlenen oranda müşterinin hesabına yansıtır (Brown, Hassan ve Skully, 2007).

Katılım hesabının işleyişi şu şekildedir; ilk olarak müşteri ile banka arasında mudaraba mukavelesi yapılır. Bu anlaşmada hesabın bağlı olduğu şartlar ile kar ve zarara katılma oranı belirlenmektedir. Hesap açılırken vadede belirlenmektedir. Genellikle 3 ay, 6 ay, 1 yıl veya daha uzun bir vade ile hesap açılır. Müşteri kara hak kazanabilmek için vade sonuna kadar parayı hesapta tutmak zorundadır (Ahmad, 1995: 16).

1.4.3. Katılım Bankacılığında Fon Toplandırma Yöntemleri

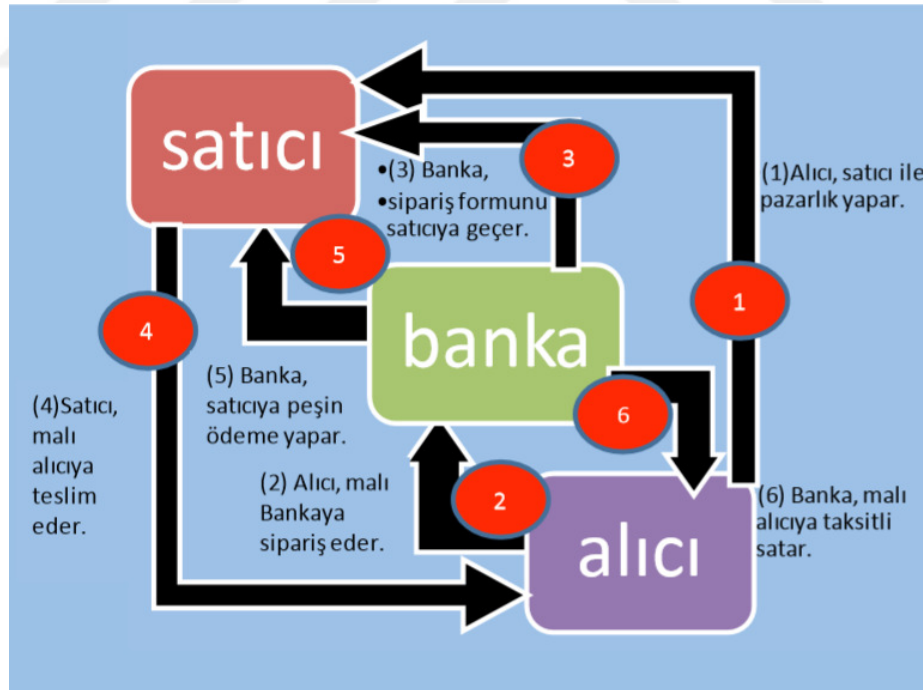
1.4.3.1. Murabaha

İslami Bankalar tarafından kullanılan en yaygın yöntemlerden biridir. Satıcının, emtia maliyetini ve tahsil edilen kar miktarını açıkladığı bir satışı ifade eder. Bu nedenle Murabaha faiz karşılığında verilen bir kredi değil, kara dayalı bir satıştır. Murabahanın işleyişi bankanın, müşterinin talebi üzerine emtia satın alması ve onu maliyet artı kar esasına göre satmasıdır. Bu düzenleme uyarınca, banka müşteriye maliyet ve kar marjını açıkça belirtmek zorundadır. Bu nedenle, banka, bir borçluya para ilerletmek yerine, üçüncü bir taraftan mal satın alır ve bu malları müşteriye kar üzerinden satar. Murabaha adı altında kar üzerinden mal satmanın ve diğer geleneksel bankalardaki gibi krediye faiz ödemesinin aynı şeylerden biri olduğu ve aynı sonuçları ürettiği sorusu ortaya çıkabilir. Temel fark kullanılan sözleşmede yatmaktadır. Murabaha bir satış sözleşmesi, konvansiyonel bankalardaki kredili mevduat hesabı ise faiz esaslı bir borç verme anlaşması ve işlemidir. Murabaha durumunda, banka bir varlık satar ve şeriata göre

helal olan bir ticari faaliyet sonucunda kar elde eder. Buna karşılık, kredi vermek ve faiz almak, İslam şeriatı tarafından haram olarak belirlenmiş faiz temelli işlemdir (Abdul-Khaliq, 2014: 603).

Murabaha aşamaları aşağıdaki gibidir;

- Fon kullanacak müşteri ile banka arasında bir anlaşma imzalanır.
- Katılım bankası söz konusu mal veya hizmeti üzerine belli bir kar marjı ekleyerek satın alacağını ve müşterisine vadeli olarak satacağını taahhüt eder.
- Müşteri ise söz konusu mal ve hizmeti satın alacağını, bankanın eklediği kar marjını da kabul ederek taksitler halinde geri ödeyeceğini taahhüt eder.
- Müşteri alınacak malın vasfını, miktarını, cinsini bankaya bildirir.
- Kurumsal bazlı işlemlerde katılım bankası satıcıya sipariş formunu gönderir. Müşterisine ise malı alması için gerekli vekaleti verir. Bireysel müşterilerde bu vekalet şube personeli, sms ya da müşteri hizmetleri yoluyla verilir.
- Katılım bankası malın alındığına dair evraklar ulaşınca satıcıya ödemesini yapar.
- Katılım bankası malı müşteriye taksitli geri ödeme koşulu ile satar.



Kaynak: Sorularla Katılım Bankacılığı, <https://www.katilimbancaciligi.com/murabaha-nedir/>. Erişim Tarihi: 6 Ocak 2020.

Şekil 1.1: Murabaha Mekanizması

Burada kar marjı belirlenirken diğer ticari bankaların uyguladıkları faiz oranları da dikkate alınır. Çünkü burada belirleyici konumda olan müşteridir. Ayrıca müşterinin pazarlık gücü, söz konusu mal veya hizmetin peşin ya da vadeli alım satım fiyatı, kredi riski, bankadaki fonun miktarı, kredi riski gibi unsurlarda önemli etkenlerdir (Tunç, 2016:137).

Tablo 1.4: BDDK Türkiye’de Bankacılık Sektörü Raporu Eylül 2019 Milyar TL

Yıl	Taşıt	Konut	Toplam tüketici krd. (bireysel kk dâhil)
2010	6	62	173
2011	7	75	224
2012	8	86	266
2013	9	111	332
2014	7	126	356
2015	6	144	385
2016	7	164	489
2017	7	192	489
2018	7	188	505
2019/9	6	187	538

Kaynak: Akkurt, Taner (2020) *Taşıt ve Konut Sektörlerinin İslami Finansa Sunduğu Fırsatlar*, Katılım Finans Dergisi, 59.

Geleneksel bankalarda kullanılan kredi ile murabaha arasındaki bazı farklar şu şekildedir;

- Kredi işlemlerinde banka ve müşteri olmak üzere iki taraf varken, murabaha işlemlerinde banka, satıcı ve müşteri olmak üzere üç taraf vardır.
- Kredi işlemlerine bakıldığında faize dayalı bir borç alıp verme söz konusudur. Murabaha ise daha çok ticarete dayalı bir işlemdir. Burada bir mal veya hizmetin alım satımı söz konusudur. Böyle bir mal veya hizmetin olmaması durumunda murabaha yapılmış sayılmaz.
- Kredi sonucunda banka faiz elde ederken, murabaha sonucunda katılım bankası kar elde eder. Paranın belli bir süre kullanılması durumunda elde edilen getiri faizdir. Ancak murabahada müşteri almak istediği malı önceden alabildiği için bir vade farkı öder. Katılım bankası ise sahip olduğu malın bedelini belli bir süre sonra elde etmeye razı olduğu için vade farkı almaya hak kazanır.

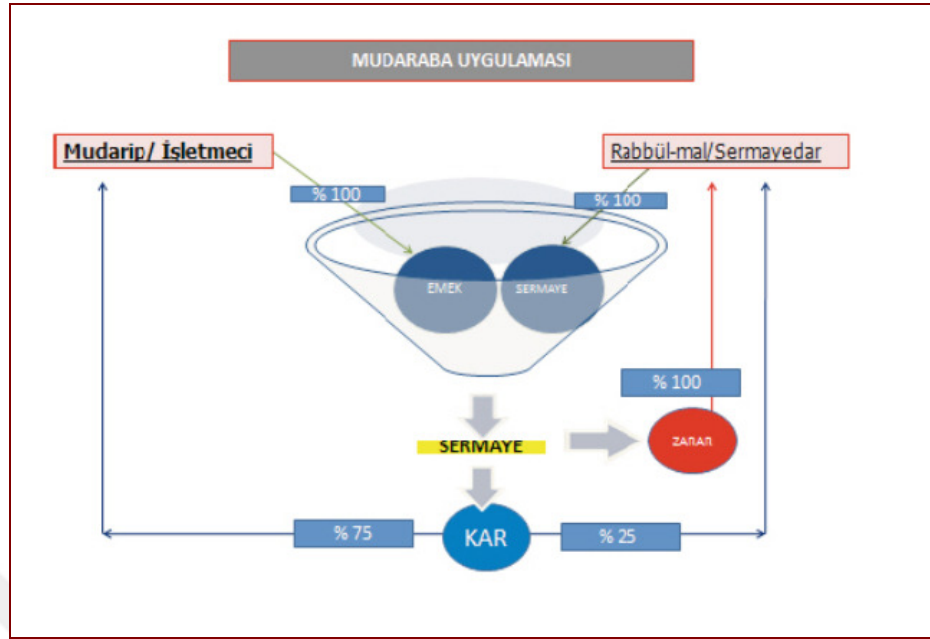
- Kredi işlemi murabahaya göre daha risklidir. Bunun sebebi ise murabaha işleminde banka müşteriye parayı değil, malı verir. Bunlar faturalara dayalı işlemlerdir. Banka bunun takibini kolaylıkla yapabildiği için herhangi bir risk söz konusu değildir. Ancak kredi işleminde banka parayı direk müşteriye verdiği için bu paranın amacına uygun kullanılıp kullanılmadığının takibini yapamaz. Kişi bu parayı kumar gibi haram kılınmış şeylere ya da lükse kullanabilir. Burada risk murabahaya göre daha yüksektir. Günümüzde geleneksel bankalarda kullandırılan kredilerin yaklaşık %20'si bu şekilde amacı dışında kullanılmaktadır (Yılmaz, 2010).

1.4.3.2. Muradebe

Sözlükte “yol tepmek” anlamına gelen darb fi'il-arz içerisinde geçen darb sözcüğünden türeyen mudaraba bir tarafın sermaye koyması, diğer tarafın işletmeyi üstlenmesi üzerine kurulmuş kar paylaşımı esasına dayalı ortaklık türüdür (Kallek, 2005: 360). Mudaraba işlemi iki tarafın ortaklığıyla oluşur taraflardan biri emeğini, bilgisini ortaya koyarken diğer taraf ise sermayesini ortaya koyar. Emeğini, tecrübesini ortaya koyan kişiye “Mudarib”, sermayesini ortaya koyan kişiye ise “Rabbul-mal” denmektedir.

Mudarebe işlemi kısa veya uzun vadeli kredi ihtiyacını gerçekleştirmek için en iyi yoldur. Toplumu içerisinde bilgisi, yeteneği, tecrübesi olan ve ticari hayatta başarı potansiyeli yüksek birçok kişi sırf sermaye yetersizliğinden dolayı ticari hayata atılamamakta. Ayrıca elinde büyük miktarlarda parası olan ve bu parayı işletmek, ticari işlerde kullanmak isteyen birçok kişide bilgisi ve tecrübesi buna yeterli olmadığı için ticarete atılamaz. Bu aşamada mudaraba şirketinin etkinliği ortaya çıkmaktadır. Mudaraba yöntemiyle birbirine ihtiyacı olan söz konusu iki taraf bir araya getirilerek iki tarafın da bu işten kârlı çıkması sağlanmaktadır. Bu yöntemle toplumda iş bulamayan yetenekler değerlendirilirken bunun yanı sıra atıl kalan sermayelerinde ekonomiye kazandırılması amaçlanmaktadır (Öztop, 2006: 17).

Mudarebe işleminde banka ile mudarib arasında sözleşme yapıldıktan sonra, banka söz konusu sermayeyi mudaribin her an kullanabileceği şekilde hazır etmelidir. Bankanın mudaribin çalışmalarına karışma ya da yaptığı işleri sorgulama gibi bir yetkisi yoktur. Ancak yapılan yanlış çalışmalar sebebi ile kesin bir zarar söz konusu ise banka bu aşamada mudaribi denetleme yetkisine sahiptir (Akin, 1986).



Kaynak: Aktepe, İshak Emin (2013) *Sorularla Katılım Bankacılığı*. İstanbul TKBB Yayınları, 41

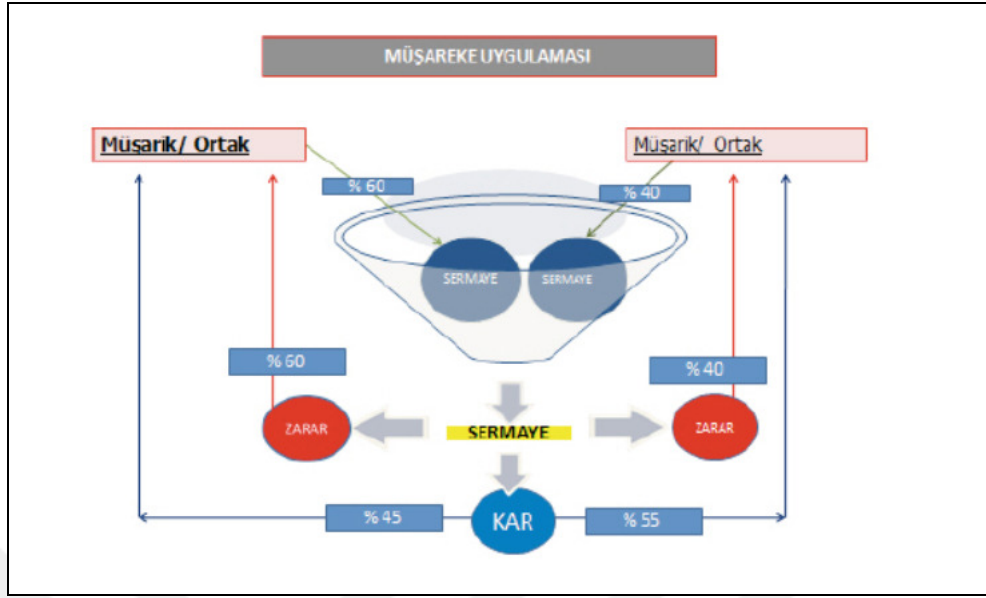
Şekil 1.2: Mudarebe Mekanizması

1.4.3.3. Müşareke

İki veya daha fazla tarafın bir araya gelerek hem emeğini hem de sermayesini ortaya koyduğu ortaklık türüdür. Yapılan iş sonucunda elde edilen kar ya da zarar ortaklara koydukları sermayeyle orantılı olarak dağıtılır.

Müşareke anlaşmasının bazı temel ilkeleri aşağıdaki gibidir;

- Ortakların her biri zorunlu olarak eşit olmayacak sermayeye katkıda bulunur. Ortaya konulan sermaye nakit ya da parasal değer ifade eden varlık olabilir.
- Ortakların her birinin yönetim hakkı olsa da herhangi biri isteyerek yönetimden ayrılabilir. Müşareke de buna imkân tanınır.
- Üzerine yatırım yapılacak proje veya iş konusu şeriata aykırı alanlarda olmamalıdır.
- İş sonrası ortaklara dağıtılacak kar oranı sözleşmenin başlangıcında belirlenmelidir.
- Eğer bir zarar söz konusu ise zararda sermayeye yapılan katkı oranında dağıtılacak. Ancak ortada yönetimden kaynaklanan bir ihmal söz konusu ise bu zararı yönetim karşılayacaktır (Islamic Banking and Takaful, https://www.bnm.gov.my/index.php?ch=fs_mfs&pg=fs_mfs_bank, 10 Ocak 2020’de erişildi).



Kaynak: Sorularla Katılım Bankacılığı 2020, <https://www.katilimbancaciligi.com/ortaklik-nedir/>. Erişim Tarihi: 13 Ocak 2020.

Şekil 1.3: Müşareke Finansmanı

Mudarebe ve müşareke sözleşmelerinin her ikisinde bir ortaklık söz konusu iken arasındaki farklar aşağıdaki gibidir;

- Müşareke sözleşmelerinde her iki tarafta ortaya sermaye koyarken, mudarebe sözleşmelerinde sermaye sağlama görevi sadece yatırımcıya aittir.
- Müşareke sözleşmelerinde tüm tarafların yönetime katılma hakkı varken, mudarebede yönetim hakkına sadece mudarib sahiptir.
- Müşareke herhangi bir zarar söz konusu olduğunda bu zarar tüm ortaklara yansıtılırken, mudarebe de bu zarar sadece yatırımcıya yansır, çünkü burada girişimcinin sermayeye katkısı yoktur. Onun için söz konusu zarar sadece emek kaybıdır.
- Müşareke sözleşmelerinde taraflar için sınırsız bir sorumluluk söz konusudur. Ancak mudarebe sözleşmelerinde yatırımcı tarafın sorumluluğu yatırdığı sermaye ile sınırlıdır.
- Müşareke sözleşmelerinde tarafların sermayeleri müşareke fonunda birikir. Bu yüzden müşarekenin tüm aktifleri tarafların her birinin ortak varlığıdır. Herhangi bir kar söz konusu olmasa bile bu aktifler değer kazandığında bile taraflar kazanç elde eder. Mudarebe sözleşmelerinde ise bu durum farklıdır. Söz konusu tüm aktifler yatırımcının varlığıdır. Aktiflerin değer kazanması durumunda girişimcinin buradan kazanç elde etmesi mümkün değildir (Özsoy Ş., 2012).

1.4.3.4. İcara

Bir tür kiralama modeli olan icara herhangi bir varlığın mülkiyetini devretmeden menfaatini belirli bir ücret karşısında kullanırmak olarak tanımlanabilir. İcara ile mal sahibi malın mülkiyetini devretmeden kira yoluyla mal üzerinden kazanç sağlamış olur. Ancak mal mülkiyetinin getirdiği tüm sorumluluk ve riskler mal sahibine aittir. Kiracı bu yolla hem maldan faydalanmış olur hem de malın mülkiyetini devralmadığı için büyük bedeller ödememiş olur. Ayrıca malın mülkiyetinden kaynaklanan sorumluluk ve risklerden kaçınmış olur. İcara akdinde yine tüm finansman yöntemlerinde ki gibi söz konusu kiralanacak mal veya hizmet şeriate uygun olmalıdır. Kiraya söz konusu olan varlığın tüm bakım ve masrafları mal sahibine aittir (Aktepe, 2017: 111).

Günümüzde katılım bankaları tarafından bir finansman yöntemi olarak uygulanan leasing de bir kira sözleşmesidir. Kiralama yönteminin günümüzde giderek önem kazandığı görülmektedir. Leasing, orta ve uzun vadeli bir finansman yoludur. Leasing, söz konusu mal veya hizmeti kiraya veren ve kiralayan arasındaki anlaşmaya dayalı bir uygulamadır. Sözleşme belgesinde kira bedeli ve vade mutlaka belirtilmelidir. Kiralanan varlığın mülkiyeti malın sahibi olan katılım bankasındadır. Kiralayan müşteri sadece maldan fayda sağlamaktadır. Bunun karşılığında ise belirli bir kira bedeli ödemektedir. Kiralama süresi malın cinsine, kullanılabilirlik ölçüsüne göre ortalama 5 ile 15 yıl arasında değişmektedir. Leasing uygulaması sayesinde kendi imkânlarıyla ihtiyaçları olan bir mala sahip olamayan kişi veya kurumlar kolay ve ucuz yolla bu maldan faydalanmış olurlar (Küçükkocaoğlu, 2005, www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma17.doc, 15 Ocak 2020’de erişildi).

İcara finansmanının aşamaları aşağıdaki gibidir;

- Kiracı ve satıcı arasında ön satış sözleşmesi yapılır ancak müşteri malı satın almaz, sadece fiyat belirlenir.
- Müşterinin katılım bankasına başvurusundan sonra katılım bankası satıcıdan malı satın alır ve satıcı kişi malı müşteriye yollar ancak faturasını katılım bankasına gönderir.
- Katılım bankası malın bedelini satıcıya gönderir ve malın mülkiyetini devralır. Sonrasında malı müşterisine kiralar.
- Müşteri kira bedelini taksitler halinde öder ve bu süre boyunca malın kullanım hakkına sahip olur.
- Ödemeler sona erdiğinde kiralama sözleşmesinden bağımsız olarak yapılan satış akdiyle malın mülkiyeti müşteriye geçer.

1.4.3.5. Selem

Nakde ihtiyacı olan kişi veya kurumun, henüz üretimi gerçekleşmeyen bir malı ileri bir tarihte teslim edilmek üzere peşin fiyatla satışını bugünden gerçekleştirme işlemidir. Örneğin, nakit sıkıntısı yaşayan bir çiftçi henüz hasat zamanı gelmeyen mısırları önceden satarak nakit ihtiyacını karşılaması selem akdine örnektir. İslam hukukçularına göre selem akdinin bedeli peşin olmalıdır. Ancak yine de bu konuda yeterli ve ikna edici kanıtlar söz konusu değildir. Bu yüzden selem bedeli, aynı selem malı gibi vadeli de olabilir. Hatta günümüzde ticaret çoğunlukla vadeli çek karşılığında satın alınan vadeli mallarla gerçekleşmektedir. Böylelikle hem alıcı hem satıcı hangi vadede ne alacağını ya da hangi vadede ne satacağını bilmekte ve güven içerisinde ticaret yapmaktadırlar (Aktepe, 2013: 49).

Selem uygulamasında öncelikle katılım bankası ile müşteri arasında sözleşme yapılır. Katılım bankası satıcı kişiye malın üretim siparişini verir. Sonrasında katılım bankası ürün bedelinin hepsini satıcıya peşin olarak öder ve ürünün mülkiyeti katılım bankasına geçer. Malın üretiminden sonra katılım bankası elde edilen malın müşteriye teslimini sağlar.

- Önceden belirlenmiş olan fiyat sözleşme esnasında ödenmelidir.
- Selem akdi piyasada kıt olmayan ürünler üzerinden gerçekleşmelidir.
- Sözleşme esnasında ürünün cinsi, miktarı gibi tüm özellikleri mutlaka belirlenmelidir.
- Belirlenmiş olan fiyat genelde nakit olarak ödenir ancak bazen emtia üzerinden de gerçekleşebilir. Ancak burada da bazı şartlar söz konusudur. Örneğin, seleme konu olan mal mısır ise ödeme mısır üzerinden gerçekleşemez.
- Selem akdinin minimum teslimat süresi 15 gündür.
- Ürünün teslimine dair garanti, satıcıdan alınmış yazılı ve imzalı bir belge olarak alınabileceği gibi herhangi bir ürün olarak da alınabilir.
- Eğer ürünler teslimat gerçekleşmeden önce zarar görür ya da ölürse alıcı ürün bedelini talep edebilir.
- Sözleşmeden sonra malın cinsinde, miktarında ya da kalitesinde herhangi bir değişim asla kabul edilemez.
- Her iki tarafın da rızası ile sözleşme şartları değiştirilebilir ya da iptal edilebilir (Ehsan & Shahzad, 2015: 68).

1.4.3.6. İstisna

İstisna, ileriki bir zamanda üretilecek ya da inşa edilecek önceden tüm özellikleri belirlenmiş bir malın fiyatının başta anlaşarak satın alınmasıdır. Selem akdinden farkı hem malın hem de bedelinin ileri bir tarihte verilecek olmasıdır. Selem akdinden ödeme işin başında olurken, malın teslimi ileri bir tarihtedir (Zarqa, 1997: 232).

İstisna sözleşmelerinde katılım bankası finansman sağlayıcı olarak devreye girer. Müşterinin isteğine göre, satıcıya ürünün bedelini peşin olarak ya da ürün tesliminde öder. İstisna süreci müşteri siparişi ile başlamaktadır. Söz konusu malın üretilmesi ya da temin edilmesi aşamasında ki sorumluluk bankaya aittir. Müşterinin istediği özelliklerde ürün temin edilir sonrasında anlaşılan fiyat üzerinden müşteriye satılır. İstisna sözleşmesinin aşamaları aşağıdaki gibidir;

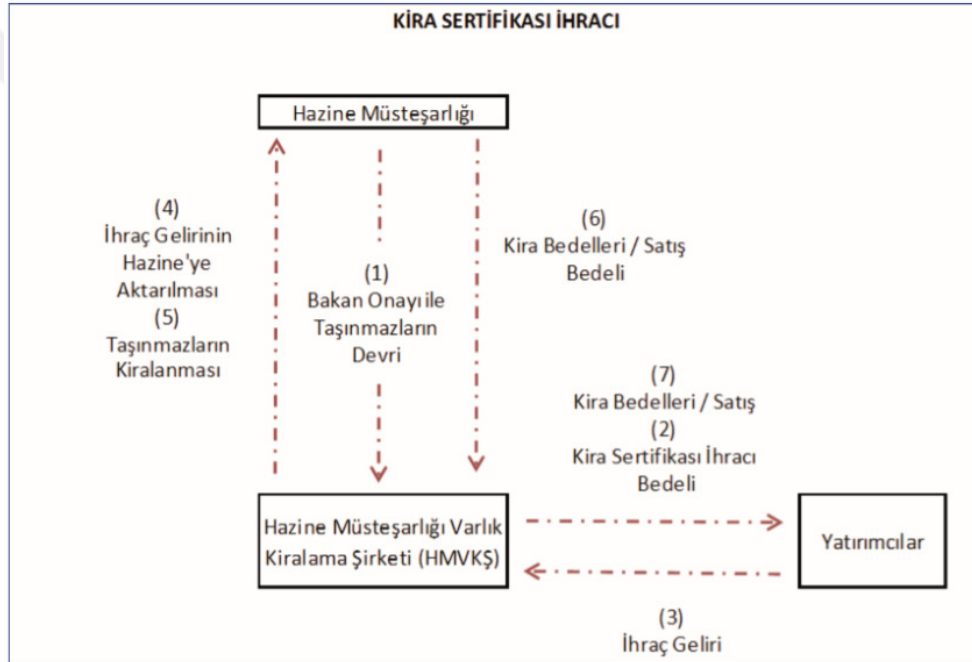
- Müşteri bankaya başvurur ve temin edilecek ürünün cinsini, şartlarını ve maliyetlerini bildirir.
- Katılım bankası müşterinin istediği şartlara uygun olarak, temin edecek olan kişiye siparişi verir.
- Müşterinin talimatı üzerine ürünün bedeli üreticiye peşin ya da vadeli olarak katılım bankası tarafından ödenir.
- Üretici malı katılım bankasına ya da girişimci müşteriye teslim eder (Tunç, 2016: 152).

1.4.3.7. Sukuk

Sukuk ticari bir sözleşmeye dayalı, belirli bir varlığa dayanılarak çıkartılan, paraya dayanmayan bir tür sertifikadır. Sukukun ayırt edici en önemli özelliği varlığa dayalı olmasıdır. Sukuk bir varlığa, gayrimenkul, bilanço ya da projeye endeksli olabilir (Yurttadur ve Yıldız, 2017).

Faizsiz finans sistemi içerisinde faiz üzerinden borçlanmak kesinlikle yasaklanmıştır. Bu nedenle devletlerin ve dini hassasiyeti olan kuruluşların ticari işlemler aracılığıyla nakit temin etmeleri ayrıca faizsiz gelir elde etmek isteyen yatırımcılara da bir yatırım aracı sunmak amacıyla sukuk ihracı gündeme gelmiştir. Ticari bir varlığın sertifikalar aracılığıyla menkul kıymetleştirilerek satımına sukuk denmektedir. Bu sertifikalardan alan yatırımcılar söz konusu varlığa sahip oldukları sertifikalarla orantılı olarak sahip olurlar (Aktepe, 2013: 147).

Sukuk sertifikaları çoğu zaman bono ile karıştırılabilir. Her ikisi de yapılandırılmış finansman aracıdır. Ancak yine de aralarında birçok yönden farklılıklar mevcuttur. Öncelikle bono ihraç edilen tarafından faiz ödenen ve önceden belirlenmiş olan vadede anaparayı ödemeyi taahhüt eden bir borç sertifikasıdır. Aksine sukuk bir borçlanma enstrümanı değildir. Temelinde mutlaka bir dayanak varlık vardır. Sukuk sertifika sahibine dayandığı bu varlık üzerinden doğan geliri kullanma hakkını tanır. Söz konusu gelir bankacılık prensiplerine uygun varlıklardan elde edilmektedir. Sukuk yatırımcıları bir projeye katılarak risk üstlenirler. Bu iki finansman aracının benzer yönleri ise sukuk sertifikalarının bono gibi fiyatlanması, derecelendirme notu alması ve kote edilmesidir (Özsoy Ş. , 2012: 111).



Kaynak: Aktepe, İshak Emin (2013) *Sorularla Katılım Bankacılığı*. İstanbul TKBB Yayınları, 147

Şekil 1.4: Sukuk İşlem Akışı

1.4.3.8. Karz-ı Hasen

Her zaman iyiliğe teşvik edip, kötülüğü yasaklayan İslam dinin bazı zorunlu bağış sistemleri vardır. Örneğin Müslümanların zengin olanlarının mallarının belli bir kısmını ihtiyaç sahiplerine zekât, sadaka veya fidye olarak vermesi emredilmiştir. Bununla beraber zorunlu olmayan bazı yardımlaşma enstrümanları da vardır. Bunlardan biri olan karz-ı hasen maddi bir sıkıntıya düşmüş kişiye ihtiyacı olan ödemeyi yapıp herhangi bir menfaat gütmenden veya vade farkı almadan verilen borcu aynı miktarda

geri almaktır. Örneğin 2000 TL olarak verilen bir borcun 2000 TL olarak geri alınması karz-ı hasendir (Aktepe, 2013: 19).

Karz-ı hasen çoğunlukla bireyin ve toplumun faydası için kullanılan bir finansman türüdür. Ancak günümüzde katılım bankalarınca yaygın olarak kullanılmamaktadır (Sangmi & Khaki, 2012: 235).

Karz-ı hasen ile ilgili bazı ilkeler aşağıdaki gibidir;

- Alacaklı olan kişinin verdiği parayı geri alma hakkı vardır.
- Borçlu kişi aldığı parayı hiç kullanmadan kaybetse bile onu geri ödemek zorundadır.
- Karz-ı hasende vade belirlenebilir ancak yine bağlayıcı değildir. Alacaklı vadeden önce parayı isteyebilir aynı şekilde borçlu da vadeden önce borcunu ödeyebilir.
- Borç alınan para borçlunun mülkiyetine geçtiği için alacaklının bu parayla ne yapılacağına karışma hakkı yoktur.
- Borç verilen para şeriata uygun olmayan işlerde kullanılamaz (Sorularla Katılım Bankacılığı, <http://www.katilimbanciligi.com/karz-i-hasen-nedir/>, 20 Ocak 2020’de erişildi).

Karz-ı hasen de asıl amaç bireyin ihtiyacı olan para için faizli yollara başvurmasını engelleyerek, islamiyette yaygın olan yardımlaşma yoluyla ihtiyacını karşılamasıdır. Burada alınıp verilen borç hiçbir karşılık beklemeden yapılmaktadır. Borçlu kişi bunun farkında olup borcunu zamanında ödemeli, alacaklı kişi ise borçlusunu geri ödeme ile ilgili sıkıntıya sokmamalıdır.

1.4.3.9. Teverruk

Herhangi bir malın vadeli olarak satın alındıktan sonra peşin olarak bir başkasına satılması teverruk işlemidir.

Katılım bankaları tarafından uygulanan iki türlü teverruk şekli vardır. Bunlardan biri katılım bankasının kısa süreli likiditelerini değerlendirmeye yönelik, bir diğeri ise geleneksel fon kullandırma yöntemlerinden herhangi birinin uymadığı müşterilerin ihtiyacını karşılamaya yöneliktir. Teverruk konusunda farklı görüşler mevcuttur. Bazı görüşler teverruğun bir alışveriş olmadığı sadece şekli bir dolanma olduğu kanaatinde. Diğer bazı görüşler ise teverruğun ticari bir işlem olduğu şeriata uygun

olduğu yönündedir. Katılım bankalarında müşteriye yönelik olarak uygulanan teverruk işleminin aşamaları aşağıdaki gibidir;

- Likiditeye ihtiyaç duyan müşteri bankaya başvurur ve kendisine emtia alımı için talimat verir.
- Banka temin ettiği bu malı üzerine kar ekleyerek müşteriye vadeli olarak satar.
- Süreç buraya kadar murabaha ile aynı işler ancak sonrasında farklılaşır.
- Müşteri sahip olduğu malı kendi adına satabileceği gibi bir bankayı vekil tayin ederek peşin olarak satılmasını isteyebilir.
- Bu vadeli alıp, peşin satma işleminden elde edilen nakit para müşterinindir.
- Müşteri vadesi geldiğinde anaparayı ve söz konusu kar payını ilgili bankaya öder (Tunç, 2016: 60).

Katılım bankaları tahsil etmekte zorlandıkları alacaklarını da teverruk yöntemiyle yeniden yapılandırmaktadırlar. Aynı zamanda katılım bankaları kendi likiditelerini değerlendirmek amacıyla diğer katılım bankalarıyla veya geleneksel bankalarla bir teverruk çeşidi olarak görülen emtia murabahası işlemini gerçekleştirirler. Bu işlemleri bankalar genel olarak Londra Metal Borsası'ndaki broker şirketler aracılığıyla gerçekleştirirler (Kazancı, 2018: 19).

Katılım bankalarının kısa süreli likiditelerini değerlendirmeye yönelik uyguladığı teverruk işlemi ise şu şekildedir;

- Katılım bankası, herhangi bir bankaya bir miktar parayı yatırır ve ilgili bankaya kendi adına emtia alınmasını talimat verir.
- İlgili banka emtiayı, siparişi veren katılım bankası adına uluslararası emtia piyasalarından satın alır.
- Emtiayı katılım bankası adına alan banka, üzerine belirli bir kar payı eklenerek vadeli şekilde kendisine satılmasını talep eder.
- Katılım bankası söz konusu emtiayı kendi adına peşin olarak alan bankaya vadeli olarak satar. Ayrıca bu banka aracılığıyla üçüncü kişilere de satabilir.
- Vade geldiğinde katılım bankası anaparayı ve kar payını ilgili bankadan tahsil eder (Tunç, 2016: 61).

1.4.3.10. Tekafül

Tekafül diğer bir deyişle İslami sigorta, günümüzde uygulanan sigortacılık işlemlerinin İslami dinine uygun esaslara göre yapıldığı bir tür sistemdir.

Tekafül, kelimenin tam anlamıyla karşılıklı garanti veya birbirini güvence altına alma anlamına gelir. Tekafül kapsamında, bireylerin yaşadığı kötü olaylar sonrasında oluşan risklerin, hasarların telafisi karşılanmaktadır. Bu sistemde kar amacı güdülmemektedir. Kişinin tek başına karşılayamayacağı riskin müşterek bir şekilde üstlenilmesi esas alınmıştır (Swartz ve Coetzer, 2010: 335).

İlk tekafül şirketi olan Sudan İslam Sigorta Şirketi, 1979'da Faysal İslam Bankası tarafından halka açık bir şirket olarak Sudan'da kuruldu. Sonrasında 1984'te Malezya'da uygulanmaya başlanmıştır. Tekafül uygulamaları riba ve diğer yasaklanmış unsurlardan arınmış olarak, diğer İslami finansman yöntemleri çerçevesinde şekillenmiştir (Anwar, 2008: 68).

Tablo 1.5: Tekafül ve Sigortanın Karşılaştırılması

TEKAFÜL	SİGORTA
Tekafül karşılıklı dayanışmaya dayalı bir esastır.	Sigorta sadece ticari faaliyetleri esas alan bir araçtır.
Tekafülde faiz, şüphe ve kumar yoktur.	Sigortada faiz, şüphe ve kumar vardır.
Katılımcı tarafından ödenmiş olan primlerin bir kısmı ya da tamamı diğer katılımcıları risklere karşı korumak amacıyla Tekafül Fonuna aktarılır.	Sigorta şirketlerine ödenmiş olan paralar karşılaşılabilecek riskler karşılığında kendi fonlarına aittir.
Tekafül şirketleri, diğer yasalarla birlikte ayrıca Şer'i Denetleme Kuruluna da tabidir.	Sigorta şirketleri ise sadece mevcut yasal düzenlemelere tabidir.
Açık olması durumunda Tekafül Fonunu yöneten vekil katılımcıya faizsiz borç (Karz-ı Hasen) sağlamaktadır.	Açık olması durumunda tüm riskleri sigorta şirketi üstlenir.
Tekafül Fonunda söz konusu bir fazlalık katılımcılar arasında vekalet ve mudaraba modellerine uygun olarak dağıtılır.	Söz konusu fazlalık ve karların tamamı sermayedarlara aittir.
Katılımcıların birikimleri İslami prensiplere uygun olan yatırımlarda kullanılır.	Kullanılacak olan fonların İslami prensiplere uygun olması gibi bir kural yoktur.

Kaynak: Yıldırım, İsmail (2014). *Tekafül (İslami Sigortacılık) Sisteminin Dünyadaki Gelişimi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği*, Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi, 51.

Tekafül sisteminde söz konusu kuruluş sigortalıların adına onların fonlarını yöneten vekil konumundadır. Yetkili tekafül kuruluşu toplanan fonları İslami prensipler çerçevesinde, faizsiz işlemlerde kullanmak zorundadır. Bu işlemlerin faize dayalı olup olmadığına karar veren bir danışman veya danışma kurulu bulunur. Tekafül şirketleri toplanan fonları faizli işlemler yerine altın, döviz, kıymetli maden, emtia, katılım endeksi bünyesinde bulunan hisse senedi alım satımı ve proje ortaklıklarına kullanırlar (Aktepe, 2017: 231).

Genel anlamıyla üç tip tekafül ürünü vardır;

- Genel Tekafül (İslami Genel Sigorta): Katılımcı veya şirketlerin genel risklere karşı yaptırdıkları sigorta türüdür. Yangın, taşıt, iş kazası, nakliyat ve kaza sigortaları örnek olarak verilebilir.
- Aile Tekafül (İslami Hayat Sigortası): Aile tekafül, diğerine göre daha uzun vadelidir ve hayat sigortası özelliğindedir. Eğitim, kaza, sağlık sigortaları bu tür sigortalara örnektir.
- Retakaful (İslami Reasürans): Sigortacılığın başlaması ile birlikte reasürans şirketleri de kurulmaya başlamıştır. En büyük örnekleri Suudi Arabistan, Malezya ve Sudan'dadır (Altaş, 2008: 20).



II. BÖLÜM

2. İSLAMİ SERMAYE PİYASALARI

Finansal piyasaları fon arz edenler ile fon talep edenlerin karşılaştığı piyasalardır. Bu piyasalarda elinde ihtiyaçlarından fazla fon gelirleri bulunanlar ile fon ihtiyaçları olanlar, fon arz ve talebinde bulunarak bir piyasanın oluşmasını sağlarlar. Finansal piyasaların bazı önemli rolleri vardır. Bunlar;

- Fiyat belirleme rolü: Satıcı ve alıcıları karşılaştırarak finansal enstrümanların fiyatlarını veya finansal varlıklardan elde edilmesi gereken getirileri belirler.
- Likidite sağlama rolü: Satıcı ve alıcıların pazara kolayca girebilmelerini ve finansal varlıkların pazar fiyatı üzerinden alım-satımının gerçekleşmesini sağlar.
- Haber alma ve araştırma maliyetlerini azaltma rolü: Finansal piyasalar sayesinde işletmeler ve mali tabloları hakkında her türlü bilgiye kolayca ulaşılabilir (Karan, 2013).

Finans piyasaları kendi içerisinde çeşitli şekillerde sınıflandırılmaktadır. Sermaye piyasası-para piyasası, vadeli piyasalar-spot piyasalar, birincil ve ikincil piyasalar gibi birçok sınıflandırmaya tabi tutulabilir. Bu sınıflandırmalardan en yaygın olanı para ve sermaye piyasalarıdır. Sermaye piyasaları orta ve uzun vadede fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Sermaye piyasalarında bir yıldan daha uzun vadeli yatırım araçları işlem görmektedir (Ülev, 2016: 12).

İslami sermaye piyasaları, yapılan tüm alım-satım işlemlerinin ve diğer uygulamaların İslami prensipler çerçevesinde yapıldığı menkul kıymet piyasaları olarak adlandırılır. Buna göre İslami sermaye piyasalarında her türlü faiz, maysir, garar, spekülasyon, manipülasyon gibi İslamiyette yasaklanmış uygulamalar asla yer almaz. Geleneksel sermaye piyasalarında hisse senedi, tahvil, bono, yatırım fonu gibi araçlar işlem görürken; İslami sermaye piyasalarında İslami prensiplere uygun hisse senedi, sukuk ve yatırım fonları işlem görmektedir (Rahman, Shahrin ve Ramli, 2014: 67).

ISRA tarafından yapılan araştırmaya göre İslami sermaye piyasalarının yeteri kadar verimli ve etkin çalışabilmesi için bazı gereklilikler bulunmaktadır. Bunlar;

- Fetva kuralları: fetva kuralları sayesinde sermaye piyasasında yer alan tüm yatırımcıların işlemleri İslami prensipler dahilinde yapması sağlanır.
- Kurumsal yönetim: kurumsal yönetim uygulamalarıyla birlikte bilgisel etkinlik ve şeffaflık sağlanır. Dolandırıcılık, içerden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyonların önüne geçilir.
- Düzenleyici ve yasal ereve: İslami sermaye piyasalarının ihtiyaçlarına uygun yasal düzenlemeler yapılmalıdır. Bu anlamda düzenleyici kuruluşların faaliyet erevesi yeniden belirlenebilir.
- Muhasebe ve vergi uygulamaları: İslami operasyonların ve işlemlerin yine bu prensiplere uygun şekilde muhasebe teknikleri ile raporlanması gerekmektedir.
- Risk yönetimi: İslami kurallar çerçevesinde risk yönetim araçları geliştirilerek operasyon ve işlemler sonucunda yatırımcının karşılaşacağı riskler dengelenmelidir.
- rn standardizasyonu: İşlem ve operasyonları kolaylaştırmak ve piyasa etkinliğini sağlamak için İslami sermaye piyasası araçlarının standartlaştırılması gerekmektedir.
- Yeni rn geliştirme: İslami sermaye piyasalarını geliştirmek ve yatırımcıların ihtiyaçlarını karşılamak için yeni ürünler geliştirilmelidir (Muhammad, Sairally ve Habib, 2015: 21-26).

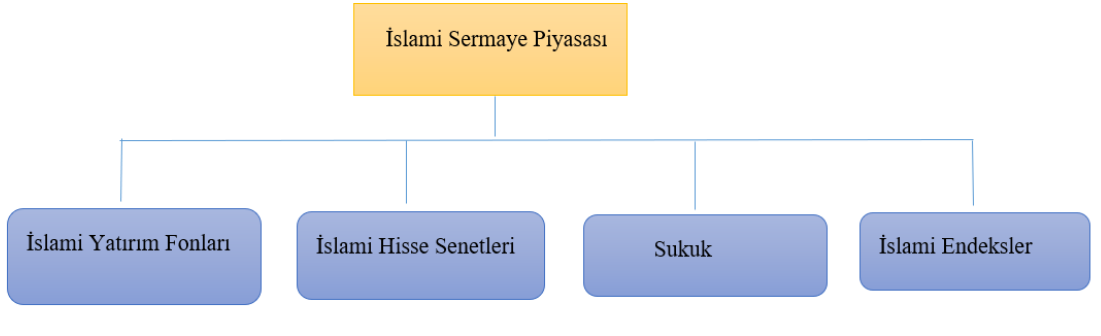
Tablo 2.1: En yüksek piyasa değerine sahip menkul kıymet borsaları

	Borsa Adı	Ülkesi	Merkezi	Piyasa Değeri (Milyar Dolar)	Aylık
1	New York	ABD	New York	19,223	1,520
2	NASDAQ	ABD	New York	6,831	1,183
3	Londra	İngiltere	London	6,187	165
4	Tokyo	Japonya	Tokyo	4,485	402
5	Shanghai	Çin	Shanghai	3,986	1,287
6	Hong Kong	Hong Kong	Hong Kong	3,325	155
7	Euronext	Avrupa Birliği	Amsterdam	3,321	184
			Brüksel		
			Lizbon		
			Londra		
			Paris		
8	Shenzhen	Çin	Shenzhen	2,285	800
9	TMX	Kanada	Toronto	1,939	120
10	Deutsche	Almanya	Frankfurt	1.762	142

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Sermaye piyasalarının verimli çalışabilmesi için birçok konuda desteklenmesi gerekir. Örneğin, gelişmiş ülkelerdeki piyasalar yakından incelendiğinde gelişim süreçleri boyunca birçok yönden destek verildiğini, iyileştirmeler yapıldığını gözlemleyebiliriz. Günümüzde İslam ülkelerinde geleneksel bir yapı çerçevesinde işleyiş içerisinde olan sermaye piyasalarının İslami prensiplere göre işleyebilmesi için birçok yeni düzenleme ve desteğe ihtiyaç vardır (Camgöz, 2018).

Yakın bir geçmişe sahip olan İslami sermaye piyasaları, geleneksel sermaye piyasalarına oranla daha küçük bir pazar hacmine sahip olmasına rağmen, finans dünyasında hızla yükseliş gösteren bir piyasa olarak karşımıza çıkmaktadır. Uluslararası sermaye piyasalarında yer alan aktif yatırımcılar tarafından oldukça ilgi gören ve küresel boyutta işleyişe sahip olan İslami sermaye piyasası ilk olarak Ortadoğu ve Güneydoğu Asya’da ortaya çıkmıştır (Çürük, 2018: 55).



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 2.1: İslami Sermaye Piyasası Enstrümanları

2.1. İslami Sermaye Piyasalarının Tarihsel Gelişimi

İslami finans sisteminde modern anlamda ki ilk borsa 1866 yılında İstanbul’da oluşturulan Dersaadet Tahvilat Borsası’dır. Sonrasında diğer İslam ülkelerinde bulunan şirketler tarafından fon bulunan ve hisse senetlerinin işlem gördüğü birçok borsa kurulmuştur. Söz konusu borsalarda İslami sayılan ya da sayılmayan her türlü şirket işlem görmektedir (Muhammad, Sairally ve Habib, 2015: 474).

İlk İslami Sermaye Kurumlarından olan Tabung Haji 1962’de faaliyete geçmiştir. Hac görevlerini yerine getirmek isteyen Müslümanların finansman ihtiyacını sağlamak için kurulmuştur ve günümüzde halen faaliyetlerine devam etmektedir. 1970’lerde İslami bankacılık uygulamalarının başlamasıyla İslami sermaye piyasalarına ilgi de oldukça artmıştır (Camgöz, 2018: 26).

Malezya’da ortaya çıkan ilk örnekten sonra diğer bir örnek 1980’lerde ABD’ de kurulan Amana fon grubudur. Bunlardan ilki 1984’te kurulan Amana Mutual Fund Trust olarak bilinir. Devamında 1987’de kurulan Amana Income Fund ve 1994’te kurulan Amana Growth Fund gelmektedir. Söz konusu iki fon ABD’de işlem gören İslami Yatırım Fonları ve BYF’lerin sahip olduğu toplam piyasa değerinin %95’inden büyüktür. Amana grubunun sahip olduğu son fon ise gelişmekte olan ülkelere yönelen Amana Developing World Fund olarak bilinir (Hassan ve Mahlknecht, 2011: 296).

İslami sermaye piyasaları ile ilgili yapılan çalışmaların geçmişi henüz 1990'ların başına dayanmaktadır. Katılım bankacılığı ve İslami sigortacılık sisteminde yaşanan gelişmeler, büyük şirketlerin ve İslam ülkelerinin finansman ihtiyaçlarının İslami prensiplere uygun olarak karşılanmak istenmesi böyle bir sistemin doğuşuna sebep olmuştur. Bu nedenlerden ötürü tahvil, hisse senedi, emtia yatırımları döviz ve borsa işlemleri İslami prensiplere uygun olarak yeniden şekillendirilmiştir (Muhammad, Sairally ve Habib, 2015: 12).

1990 yıllarında piyasalarda oldukça sık görülen spekülative ve manipülatif işlemlerden dolayı hisse senetlerine olan güven sarsılmış ve kumara yakın olduğu düşünülen bir algı oluşmuştur. Ayrıca henüz üzerinde uzlaşma sağlanan İslami bir izleme tekniği bulunmamaktaydı. Bu sebeplerden dolayı o dönemlerde yatırımcı hisse senetlerine karşı ön yargılı olmuştur. Sonrasında oluşturulan İslami endeksler sayesinde gerekli kontroller sağlanmış ve yatırımcının güveni kazanılmıştır (Saraç ve Ülev, 2017: 62).

İslami Sermaye Piyasalarının oluşma sürecinde ki en önemli adım 1992'de İslami Fıkıh Akademisinin yayınlamış olduğu fetvadır. İFA'nın yayınlamış olduğu bu fetva İslami prensiplere göre hisse senedi alım-satımına olanak sağlamıştır. Sonrasında DJ, FTSE Russel, MSCI gibi uluslararası şirketlerden tarafından belirlenen İslami prensiplere uygun şekilde İslami endeksler oluşturulmaya başlanmıştır (Camgöz, 2018: 27).

2.2. İslami Hisse Senedi Piyasaları

Anonim şirketler tarafından yasal şekil şartlarına uygun olarak çıkarılan, şirket sermayesine katılım hakkı veren kıymetli evraklara hisse senedi denmektedir. İslami hisse senetleri ise İslami prensiplere uygun alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin çıkarmış oldukları hisse senetleridir. Söz konusu hisse senetlerinin şeriata uygunluğu iki aşamada belirlenir. İlk olarak bu şirketlerin faaliyet alanları incelenir. Bu şirketlerin alkol, kumar, domuz eti, klonlama gibi haram sayılan faaliyet alanlarından uzak durması, helal sayılan alanlarda faaliyet göstermesi gerekmektedir. Ayrıca spekülative hareketlerden uzak durulmalı ve garar (belirsizlik) durumu yaratılmamalıdır. Bu kuralı sağladıktan sonra ikinci olarak bu şirketlerin finansal tablolarına bakılır. Burada ise şirketin toplam borçlarının, alacaklarının, faiz ve nakit getiren menkul kıymetlerinin, söz konusu işletmenin toplam varlıklarına ve piyasa değerine oranına bakılır. Bu oran belli bir yüzdenin altında olmalıdır (Yıldız, 2015: 2).

Kesin hükümlerle belirlenmiş bu şartları daha detaylı incelediğimizde ana faaliyet alanları;

- Faize Dayalı Finans, Hizmet, Ticaret, Aracılık
- Alkollü İçecek
- Kumar, Şans Oyunu
- Domuz Eti ve Benzeri Gıda
- Basın, Reklam, Yayın
- Turizm, Eğlence
- Tütün Mamulleri
- Silah
- Vadeli Altın-Gümüş ve Döviz Ticareti

olan şirketlerin pay senetlerini almak fıkhi açıdan uygun değildir. İkinci bir aşama olan finansal tabloları incelendiğinde ise;

- Toplam faizli krediler / Piyasa değeri < %30,
- Faiz getirisi olan nakit ve menkul kıymetler / Piyasa değeri < %30,
- Faaliyet alanları kısmında fıkhi açıdan uygun olmayan faaliyetlerden elde edilen gelir / Toplam gelir < %5

bu oranlara uygun şartları taşınmalıdır (Dede, 2017: 128).

Borsada işlem gören şirketin pay senetlerinin belirli şartları sağlaması durumunda alınabileceği düşüncesi ilk olarak 1990'larda ortaya çıkmıştır. Çağdaş fukaha bir dizi standartları belirleyerek bu şartlara uygun şirketlerin hisselerinin alınmasının caiz olduğunu savunmaktadır. Bu düşünceden yola çıkarak bu şartların esas alındığı endeksler oluşturulmuştur. Bu endeksler hangi şirketin söz konusu standartlara uygun olduğunu belirlemekte ve şirketin performanslarını açıkça yansıtmaktadır. Bunun sayesinde dini hassasiyeti olan yatırımcılar hangi şirketlere yatırım yapabileceğini görmekte aynı zamanda bu şirketler hakkında detaylı bilgi sahibi olabilmektedir (Ülev, 2016: 15).

Dini hassasiyeti olan yatırımcıların rahatlıkla hisse senetlerine yatırım yapabilmesi için İslami endekslerin Şer'i kurulları aracılığıyla pek çok standart belirlenmiştir. Bu konuda en geniş ve kapsamlı standartlar ise Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (AAOIFI) tarafından belirlenmiştir. Bu standartlar şu şekildedir:

“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).

Bu şartlar şu şekilde belirlenmiştir;

- Şirketin ana sözleşmesinde faiz veya diğer haram olan mal ve hizmetlerin ticareti gibi işlemlerin bulunacağını ifade eden bir madde bulunmamalıdır.
- 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.
- 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.
- 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.
- Şirketin mahzurlu gelirlerinden hisse senedi başına düşen kazancın, mahzurlu gelir esas alınarak aşağıda açıklanan yöntemler doğrultusunda elden çıkarılması gerekir.

- 1) 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.
- 2) 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.
- 3) 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.

- 4) *Pay senetlerinden arındırılacak mahzurlu kazancın hesaplanma yöntemi ise şöyledir: 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.*
- 5) *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 standartlarına göre yukarıdaki söz konusu şartların sağlanması dâhilinde esas faaliyet alanı helal olan, düşük miktarda haram faaliyetler bulunan şirketlere yatırım yapmak caiz kılınmıştır.

Etkin bir piyasanın varlığı fona ihtiyaç duyan işletmeler için ulusal ve küresel piyasalardan bu fonu sağlamasını kolaylaştırmaktadır. İslami hisse senetleri piyasası bu finansal örgütlenmenin önemli bir unsurudur. Pay senetleri, yapısı itibarıyla İslami sermaye piyasalarının en önemli etkeni olan risk paylaşımı unsuruna daha yakındır. Her hisse senedinin risk paylaşımı unsuruna yakın olması, sermayeye katılım hakkı vermesi İslami prensiplere uygun olduğu anlamına gelmez. Ulusal ve uluslararası piyasalarda işlem gören her hisse senedi İslami prensiplere uygun faaliyet göstermediği gibi her hisse senedine yatırım yapmakta İslami açıdan uygun değildir. Temel gelir kaynağı faizli işlem olan bir işletmenin hisse senedine yatırım yapmak ittifakla haram kabul edilmektedir (Bach ve Mirakhor, 2014).

Sermaye piyasaları bünyesinde bulunan hisse senedi piyasaları diğer finansman yöntemlerine kıyasla işletmeler açısından faiz maliyetine katlanılmak zorunda olmaması nedeniyle daha avantajlıdır. Anonim şirketler piyasaya hisse senedi arz ederek elde ettikleri fonları geri ödemek zorunda olmadıkları gibi aynı zamanda herhangi bir faiz ödemesi de yapmak zorunda değildirler. Kar etmeleri durumunda, elde ettikleri karlardan hissedarlarına paylarıyla orantılı olarak pay verirler. Bu duruma yatırımcı açısından bakıldığında yüksek riske sahip bu yatırım aracını alan yatırımcı, riske girdikleri oranda kar elde edeceklerdir (Sevim, 2016: 193).

Günümüz şirketlerinin oldukça karmaşık hale gelen ilişkileri ve ticari faaliyetleri bununla birlikte detaylandırılan finansal veriler hisse senetleri piyasasında İslami hisse

senetlerine yatırım yapmak isteyen yatırımcıları oldukça zorlamaktadır. Söz konusu zorluklar İslami Endekslerle aşılabilmektedir. İslami endeksler, faaliyet konusunu kendi belirledikleri ve finansal oran esasına göre belli aralıktaki periyotlarda pay senetlerini değerlendirmekte ve endekse dahil edilmekte, şartları sağlayamazsa çıkartmaktadır. Hem şirketlerin finansal enstrümanlarının hem de faaliyet konularının İslami prensiplere uygunluğunun sağlanması açısından bilgi birikiminin kısıtlı olması, analizlerinin büyük bir emek ve zaman gerektirmesi gibi unsurlar İslami finans sisteminde şirketlerin İslami prensiplere uyumluluğunu değerlendirmek için bazı mekanizmalar oluşturulmuştur. Günümüzde bunlar “şer’i filtreleme yöntemleri” olarak adlandırılmaktadır (Yanpar, 2014).

Her ne kadar fıkhi açıdan anonim ortaklıklar meselesi kısmen çözüme kavuşmuş olsa da İslami pay senedi piyasasının ilerleyebilmesi için modern ekonomik sistem içerisinde klasik İslam hukukundan yola çıkarak geliştirilen sınırlı sorumlu tüzel kişiliğe sahip olan anonim şirketler için kanuni boşluklar vardır. Bunlar aşağıda ki gibi dört başlık altında toplanabilir (Muhammad, Sairally ve Habib, 2015: 481-484).

- Sınırlı Sorumluluk ve Tüzel Kişilik: Müşareke uygulamaların kişiler hak taleplerini sermayeleriyle orantılı karşılamak durumundadırlar. Bununla beraber kreditorlere karşı, sınırlı sorumluluğun adaletsiz bir durum olduğu söylenebilir. Herhangi bir iflas durumunda tüzel kişiler ile gerçek kişiler arasında karşılaştırma yaparak İslam fıkıhçıları klasik yaklaşımlarında herhangi bir alacaklının ölmüş birinin mirası üzerinde hak talep etmesi durumunu tüzel kişilere uyarlamıştır.
- Anonim Şirket: Çok ortaklı şirket yapıları modern zamanlara kadar İslam hukukunda ele alınmış bir meseledir. Bununla beraber tüzel kişiliğe benzetilen “khultah al-shuyu” kavramı klasik İslam hukukundan çıkarılabilir. Şafi mezhebinin inancına göre birden fazla kişilikli iş ortaklıklarında zekat kişilerden tek tek alınmak yerine şirketin toplam varlıklarından alınmalıdır.
- Şirketin Türü: Tartışma konusu olan diğer bir mesele ise yatırım yapılacak olan şirketin türü ile ilgilidir. Burada iki farklı durum üzerinden soru sorulmaktadır. İlki şirketin hangi alanlarda faaliyet gösterdiğidir. İkinci konu ise ihtiyaçlarını ve faaliyetlerini nasıl finanse ettiğidir. Söz konusu şirketin ana faaliyet alanı İslami prensiplere göre haram sayılan alanlarda olmamalıdır. Ancak ana faaliyet konusu fıkhi açıdan caiz olan iş alanlarında olup haram sayılan faaliyetlerden belirli bir oranda gelir sağlayan, az miktarda da olsa faiz geliri elde eden ya da sermayesi içerisinde faizli borç bulunan söz konusu şirketler için konu daha farklı yorumlanmaktadır. Böyle bir durumda bu

şirketlere söz konusu unsurlar belli bir eşiği geçmediği sürece yatırım yapılabilir.

- Hisse Senetlerinin Alınip-Satılabilmesi: Pay senetleriyle ilgili söz konusu sorunların başında gelen, bu pay senetlerinin alım-satımının caiz olup olmadığıdır. Bazı âlimlere göre piyasa içerisinde ortaya çıkan gharar durumu, kapitalizm ve piyasalardaki hukuksal düzenlemelerin İslami prensiplere uygun olmadığı için pay senedi alım-satımı caiz değildir. Buna rağmen İslam âlimlerinin çoğunluğu gerekli şartlar sağlandığı ve kurallara uyulduğu sürece pay senedi alım-satımının caiz olduğunu düşünmektedir (Bayındır, 2015: 75).

2.3. Yatırım Fonları

Yatırım fonları; kurumsal ya da bireysel yatırımcılardan toplanan kaynakların, hisse senedi, kira sertifikaları, repo-ters repo, tahvil-bono, özel sektör borçlanma araçları gibi sermaye piyasası araçları ve altın gibi kıymetli madenlerle değerlendirilmesiyle oluşturulmuş portföylerdir. Yatırım fonlarını portföy yönetimi şirketleri belli bir ücret karşılığında, finansal enstrümanı müşterinin risk algısına göre seçerek yönetmektedir. Her yatırımcı, fonun dahil olduğu portföyün belirli bir bölümünü temsil eden katılma payını alarak yatırım fonuna iştirak etmektedir. Yatırım fonunun yönetilmesinde riskin dağıtılması prensibi esas alınarak fonun portföyüne farklı finansal enstrümanlar alınması esas alınmaktadır. Menkul kıymet piyasaları özellikleri itibarıyla belli bir tecrübe ve bilgi birikimi gerektiren piyasalar olduğu için profesyonel bir yönetim gerektirmektedir. Kendi fonlarını yönetircesine yatırımcının çıkarlarını korumayı kendine esas almalıdır. Söz konusu fonlar ayrı bir tüzel kişilik sahibi değildir. Yatırım fonunun mal varlığı kurucudan yani yönetimi şirketinin mal varlığından tamamen bağımsızdır. Bu varlıklar Takasbank ve MKK tarafından kontrollere ve günlük işlemlere tabi tutularak yatırımcının hakları korunmaktadır (Görmüş ve Yabanlı, 2019: 282).

Türkiye’de müşteriye sunulmuş olan yatırım fonları ağırlıklı olarak tahvil-bono ve az oranda hisse senetlerinden oluşmaktadır. Tahvil ve bononun faizsizlik ilkesine ters olması, 2012 yılına kadar katılım hesapları dışında kira sertifikaları gibi sabit getiriye dayalı bir finansal enstrüman olmaması, İslami bankaların bu alana geç girmelerine neden olmuştur. 2015 yılından itibaren kira sertifikaları ikinci el piyasalarının ilerleyememesinden dolayı ve faizsiz ekonomi ilkelerine uyumlu hisse senedi miktarının az olması gibi sebeplerden dolayı İslami bankaların bu alanda hiç aktif olamadığını söyleyebiliriz (Dede, 2017: 160).

İlk İslami yatırım fonu 1986 yılında Hindistan'da camilerin finansmanı için kurulmuş olan Kuzey Amerika İslami Vakfı tarafından oluşturulmuştur. 1987 yılında Dallah Albaraka tarafından İslami fon oluşturmak için Al Tawfeek ve Al Amin adında iki şirket kurulmuştur. İki şirkette başarılı fonlar oluşturmuştur. İlerleyen süreçte İslami fonların hızla yayıldığı görülmektedir. 2008 yılında söz konusu fonların değeri 25,7 milyar dolar iken 2014'te yaklaşık 53 milyar dolara ulaşmıştır (Çürük, 2013: 101).

İslami yatırım fonları geleneksel yatırım fonlarından ayıran en önemli özelliği İslami prensiplere uygun olarak oluşturulmuş olması ve Şer'i Denetim Kuruluna tabi olmasıdır. Bu kurulun en önemli görevi fonun İslami prensiplere göre yönetilmesini sağlamaktadır. Söz konusu yatırım fonunun portföyünde İslami finansa uygun ürünler bulunmaktadır (Hassan K., 2001: 16).

İslami yatırım fonları da diğer pay senetleri gibi sermaye piyasası ürünleri olduğu için aynı şekilde AAOIFI kurallarına dahil olduğunu söyleyebiliriz. İslami yatırım fonunun portföyünde içinde bulunan hisse senetlerinde kısmen de olsa bir miktar faiz geliri bulunabilir. Katılım endeksinin belirlemiş olduğu kurallara göre bu oranda üst sınır %5'tir. Yani uygun sayılmayan gelirlerin toplam gelire oranı %5'in üzerinde olan şirketler bu endekse giremez. Yatırım fonları oluşturulurken öncelikle taslak olarak bir içtüzük dokümanı hazırlanır sonrasında söz konusu dokümana uygun izahname dokümanı oluşturulur. Her ikisi de SPK'ya gönderilerek onay alınır ve İslami yatırım fonu oluşturularak halka arz edilir (Görmüş ve Yabancı, 2019: 282-283).

Dünya üzerindeki yatırım fonu piyasalarına baktığımızda bu piyasaların gelişmiş ve derin olduğu ülkelerin, her alanda oldukça gelişmiş ve etkin olduğu görülmektedir. Ayrıca söz konusu ülkelerin portföyünde olan varlıklar Türkiye'de ki kısa vadeli fonların aksine, pay senetleri veya uzun vadeli tahvil-bono gibi ürünlerden oluşmaktadır. 2013 yılı verilerine göre faizsiz fon piyasasını incelediğimizde, 1000 adet İslami finans prensiplerine uygun yatırım fonu vardır ve söz konusu fonların büyüklüğü yaklaşık 60 milyar USD'dir. Ülkelere göre dağılımını incelediğimizde ise, katılım bankacılığı büyüklüğü ile örtüşecek bilgiler karşımıza çıkmaktadır. 2017 yıl sonu raporuna göre küresel İslami fon bakımından yaklaşık 25 milyar USD ile Suudi Arabistan sonrasında 21 milyar USD ile Malezya bu pazarı yönetmektedir (Görmüş ve Yabancı, 2019: 283).

2.3.1. Yatırım Fonları ve Yatırımcı Arasında Yapılan Sözleşmeler

Günümüzde gerçekleştirilen her İslami finans uygulaması bir sözleşmeye dayanmaktadır. Yatırımcı ve yatırım fonları ilişkide üç tür sözleşmeye dayanmaktadır (Bacha ve Mirakhor, 2013: 257).

2.3.1.1. Mudare Sözleşmeleri

Mudarebe sözleşmelerine göre mal sahibi yatırımcı, mudarip ise fon yöneticisidir. Bu sayede mudarip, yatırımcı kişiden topladığı fonları daha önceden belirlenmiş amaçlar doğrultusunda yatırımcılara yönlendirilir. Böylelikle hem yatırımcı hem de fon yöneticisi kardan/zarardan pay alırlar. Söz konusu fonların büyük bir çoğunluğu mudarebe sözleşmelerine göre yönetilmektedir (Bacha ve Mirakhor, 2013: 257).

2.3.1.2. Müşareke Sözleşmeleri

Müşarekeye dayanan sözleşme türlerinde tüm yatırımcılar ortak konumundadır. Bununla beraber fonla ilgili tüm yatırım kararları vermekte sadece fon yöneticisi yetkilidir. Yatırımcı kişi sermayesini ortaya koyarken, fon yöneticisi hem sermayesini hem de emeğini ortaya kadar. Fon yöneticisi bu iş karşılığında belli bir ücret alabilir veya kardan pay isteyebilir. Bu tür sözleşmelere çok tercih edilen bir yöntem değildir (Bacha ve Mirakhor, 2013: 257).

2.3.1.3. Vekâlet Sözleşmeleri

Bu tür sözleşmelerde yatırımcı vekâleti fon yöneticisine vermiştir. Fon yöneticisi yatırımcının vekili konumunda olduğu için fon yönetimini üstlenmektedir. Bu emeğinin karşılığında önceden belirlenmiş oranda ücret ya da kar payı alabilir (Bacha & Mirakhor, 2013: 257).

III. BÖLÜM

3. İSLAMİ ENDEKSLER

İslami prensipler çerçevesinde belirli bazı filtreleme işleminden geçmiş şirketlerin oluşturduğu endekslere İslami endeks denmektedir. İslami endeksler dini hassasiyete sahip olan yatırımcılar için büyük kolaylıklar sağlamaktadır.

İslami endeksler, halka açık ve borsada işlem gören şirketlerin arasından İslami prensiplere uygun şekilde faaliyet gösteren şirketlerin pay senetlerinin izlenmesini sağlar. Portföy içerisinde bulunan şirketlerin her birine verilen bir katsayı ile endekse yapacağı etki hesaplanır. Bununla kaybın en aza indirilmesi ve riskin azaltılması beklenir (Çürük, 2013: 102).

Dini hassasiyeti olan pek çok yatırımcı uzun yıllar hisse senedi piyasalarından uzak durmuştur. Bunun sebebi hisse senetlerini halka arz eden şirketlerin faaliyet alanlarının meşru olmamasıdır (Hussein, 2004: 30).

İslami yatırım fonlarının performansını değerlendirmeye yarayacak bir gösterge ihtiyacından dolayı İslami endeksler oluşturulmuştur. FTSE Global 49 Islamic Index serileri, Dow Jones Islamic Market Index ve Kuala Lumpur Syariah Index gibi belli başlı büyük endekslerin kurulması bu sistemin dönüm noktası olmuştur. Bu endeksler sayesinde yatırımcı kolayca geleneksel fonlar ve İslami fonlar arasında karşılaştırma yapabilmıştır (Hassan K., 2002).

İslami endekslerin oluşturulması ve sınırlarının belirlenmesiyle ilgili fikir ayrılıkları 1993 yılında Dow Jones 'un girişimleri ile beraber başlamıştır. İslami şartlara uygun endekslerin oluşturulması ve söz konusu endeksleri oluşturacak pay senetlerinin İslami prensiplere uygunluğunun belirlenmesi konusundaki fıkhi tartışmalar ancak 1998 yılında beş fıkıhçı ile birlikte yayımlanan fetva sonrası açıklığa kavuşmuştur. Bu fetva ile endekse dahil edilecek olan hisse senetlerinin izleme kriterleri belirlenmiştir. Bu metodolojiler göz önüne alınarak 1999'da Dow Jones İslami Piyasa Endeksi hesaplanmıştır. Bu endeks dünya üzerindeki İslami hisse senetlerinin performanslarını ölçen ilk endekstir (Muhammad, Sairally, & Habib, 2015).

Diğer yandan hem İslami hassasiyetine uygun şekilde yatırımını yönlendirecek olan yatırımcı için hem de fon yöneticileri için söz konusu herhangi bir şirketin faaliyetlerinin İslami prensiplere uygun olup olmadığının tespiti hem zaman alıcı hem de oldukça zordur. Bu yüzden İslami endeksler yatırımcıya büyük kolaylık sağlamaktadır.

Bir hisse senedinin fıkhi açıdan yatırım yapmaya uygun olup olmadığını tespit etmek amacıyla oluşturulan izleme metodolojilerinde iki ana soruya cevap aranmaktadır. Bu sorular (BinMahfouz ve Ahmed, 2014);

- Yatırım yapılacak olan şirketin ana faaliyet alanının İslam tarafından yasaklanan alanlarda olup olmadığı,
- Yatırım yapılacak olan şirketin mali durumunun İslami prensiplere uygun olup olmadığıdır.

İlk İslami endeks Faisal Finans ve Votebel Bank tarafından 1988 yılında, 150 halka açık uluslararası şirketin performansını ölçmek için kurulan DMI 150 Endeksidir. Yatırımcılar ve İslami fon yöneticileri bu endeksleri kullanarak, dünya üzerinde ki tüm hisse senetlerini takip etmektedir (Altın ve Caba, 2016: 230).

Kurulan ilk endekslerin hemen ardından Müslüman olmayan diğer yatırımcıların da İslami pay senetlerine artan ilgisi ile birlikte sektörün büyük endeks yapıcıları Dow Jones ve Financial Times Stock Exchange (FTSE) İslami endekslerini oluşturdular. 1999'un Şubat ayında Dow Jones tarafından oluşturulan Dow Jones Islamic Market Index 34 ülkeden oluşan İslami prensiplere uyumlu pay senetlerini içererek hesaplanmaya başlamıştır. Bununla beraber 1999'un Ekim ayında FTSE tarafından oluşturulan 29 ülkeden oluşan pay senetlerini içeren FTSE Global Islamic Index Series (GIIS) London Stock Exchange'de ve yine İslami Finans Sektörünün öncüsü olan Malezya'da ki Kuala Lumpur Syariah Index'de, 17 Nisan 1999 'dan itibaren Kuala Lumpur Stock Exchange içerisinde hesaplanmaya başlamıştır (Hussein, 2004).

Dünyada ki İslami endeks oluşumları ile ilgili kronolojik bir sıralama yapacak olursak (Tasad, 2020);

- Nisan 1988, Faisal Finans ve Votebel Bank tarafından 150 global şirketten oluşan endeks oluşturuldu.
- Kasım 1998'de 500 şirketten oluşan SAMI (Socially Aware Muslim Index) kuruldu.
- Şubat 1999'da Dow Jones tarafından DJIMI (Dow Jones Islamic Market Index) oluşturuldu.

- Nisan 1999'da Malezya 'da KLSI (Kuala Lumpur Shariah Index) oluşturuldu.
- Ekim 1999'da FTSE tarafından, GIIS (Global Islamic Index Series) oluşturuldu (İngiltere).
- Aralık 2006'da, Standart and Poors tarafından GBSI (Global Benchmark Shariah Index) oluşturuldu.
- Mart 2007'de, MSCI Barra tarafından GFII (Global Family of Islamic Indices) oluşturuldu.
- Şubat 2011'de başka bir endeks ise Stocks Limited tarafından Avrupa'da oluşturuldu.

3.1. Dünyadaki Başlıca İslami Endeksler

3.1.1. Dow Jones İslami Endeksi ve Endeks Türleri

Dow Jones İslami endeksleri 1999 yılında hesaplanmaya başlamıştır. Dünya üzerinde hesaplanan ilk İslami endeks olma özelliğine sahiptir. Dow Jones İslami endeksleri uluslararası boyutta saygınlığı olan AAOIFI'nın standartlarını esas alarak bir izleme metodolojisi geliştirmiştir. Endeks bünyesinde bulunan şirketler önceden belirlenen esaslara göre taranmakta ve yalnızca bu kriterlere uyum sağlayan şirketler endeks bünyesine alınmaktadır. Bu endeks sayesinde yatırımcı herhangi bir maliyete ya da izleme girmeden güvenli bir şekilde yatırımını sağlayabilmektedir (Hassan ve Mahlkecht, 2011: 64).

Dow Jones İslami endeks (DJIM) bünyesinde bulunan Şariat Denetleme Kurulu, endekse dahil edilecek olan menkul kıymetlerin ve şirketlerin İslami prensiplere uygunluğuna ait kriterleri denetlemektedir. Bu kurul yılda dört defa toplanarak endekse dahil olabilecek şirketleri belirlemektedir. Kurul üyeleri:

- Shaykh Dr. Mohd Daud Bakar (Malezya),
- Shaykh Nizam Yaquby (Bahreyn),
- Shaykh Dr. Mohamed A. Elgari (Suudi Arabistan),
- Shaykh Yusuf Talal DeLorenzo (ABD),
- Shaykh Abdul Sattar Abu Ghuddah (Suriye).

Kurul içerisinde yer alan bilim adamlarının farklı bölgelerden olması nedeniyle, bazı konularda fıkhi açılardan farklı yorumlamalar ortaya çıkabilmektedir (Dow Jones Islamic Market Indices Methodology, 2020). DJIM serilerinin izleme hizmetleri Ratings Intelligence isimli bir şirketle birlikte çalışarak gerçekleştirilmektedir (Hassan ve Lewis, 2007).

Ailede, hepsi Dow Jones İslami Pazar Dünya Endeksi alt kümeleri olan bölgesel, ülke, sanayi ve piyasa değeri temelli endeksler bulunmaktadır. Dow Jones İslami Pazar Dünya Endeksinin amacı, S&P Dow Jones Endeksleri kurulu endeks metodolojisi ve Şariat Denetleme Kurulu tarafından oluşturulan İslami yatırım kılavuzları uyarınca, İslami yatırımcılar için borsa performansını küresel bazda ölçmek için kesin bir standart sağlamaktır (Dow Jones, 2020: 3).

DJIM endeksinin 2012'den bu yana gösterdiği performans aşağıdaki grafikte verilmiştir.

Grafik 3.1: DJIM Endeksi Performans Grafiği



Kaynak: Dow Jones Islamic Market Index (2020), <https://www.us.spindices.com/indices/equity/dow-jones-islamic-market-world-index>Erişim Tarihi: 19 Mart 2020.

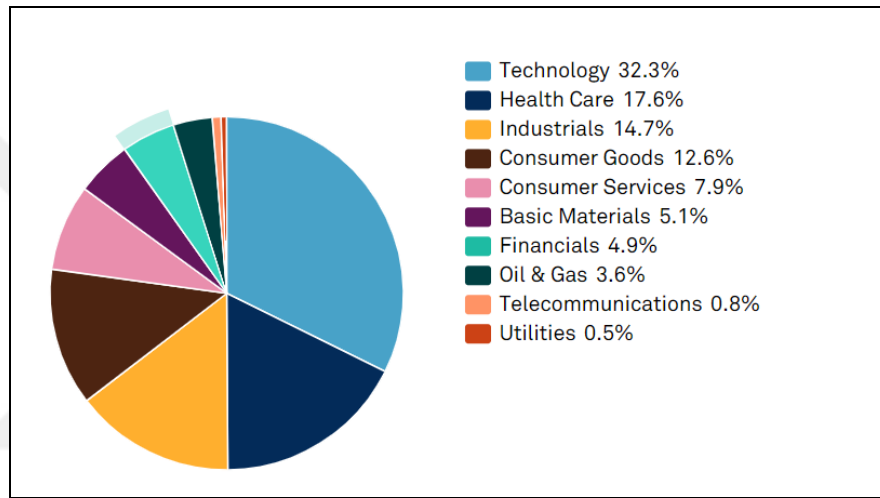
Dow Jones İslami endeks bünyesinde bulunan şirketler için iki aşamalı bir izleme yöntemi belirlenmiştir. Bunlardan ilki sektörel kriterlere dayanan izleme yöntemi, ikincisi finansal kriterlere dayanan izleme yöntemidir. İlk aşamada şirketin ana faaliyet alanının faizli, yasaklanmış sektörlerde olmamasına, ikinci aşamada ise şirketin bilanço bilgilerine dayanan finansal tablolarına göre taranmakta ve endeks oluşumları güncellenmektedir. Buna göre aşağıdaki sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin bu faaliyetlerinden elde ettiği gelirler, toplam gelirlerinin %5'ini aşmamalıdır. Bu faaliyet alanları (Dow Jones, 2020: 3);

- Alkol
- Tütün ve tütün mamulleri
- Domuz eti ve domuz ürünleri
- Konvansiyonel finans hizmetleri (sigortacılık, bankacılık vb.)
- Eğlence sektörü

- Bu aşamadan geçen şirketler ikinci aşama olarak aşağıdaki kriterlere göre tekrardan taranmakta ve %33'lük eşik sınırını geçmemektedir;
- Şirketin toplam borç miktarının, piyasa değerine oranı %33'den az olmalıdır.
- Şirketin nakit ve faiz getirili menkul kıymetlerinin, piyasa değerine oranı %33'den az olmalıdır.
- Şirketin ticari alacaklarının, piyasa değerine oranı %33'den az olmalıdır.

Endeks bünyesinde yer alan şirketlerin sektör dağılımı aşağıdaki gibidir.

Grafik 3.2: DJIM Endeksi Sektörel Dağılım Grafiği



Kaynak: Dow Jones Islamic Market Index (2020), <https://www.us.spindices.com/indices/equity/dow-jones-islamic-market-world-index>. Erişim Tarihi: 19 Mart 2020.

Dow Jones endeks oluşumlarını arındırmak için aşağıdaki oran üzerinden verilmesi gereken sadaka tutarını belirlemiştir (Dow Jones, 2020: 3);

Temettü Miktarı*(Caiz olmayan gelirler/Toplam Gelirler)

Türkiye'nin de dahil olduğu birçok ülkede faaliyet gösteren şirketler tarafından çıkarılan menkul kıymetler bu endekslerde işlem görmektedir. Dow Jones tarafından her sektör ve bölge için farklı endeksler oluşturulmuştur. Aşağıda Dow Jones bünyesinde yer alan ülkeler tablo olarak gösterilmektedir (Dow Jones, 2020: 4).

Tablo 3.1: Dow Jones Islamic Index Ülke Endeksleri

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

Kaynak: Dow Jones Islamic Market Indices Methodology(2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-dj-islamic-market-indices.pdf>. Erişim Tarihi: 20 Mart 2020.

Endeks bünyesinde bulunup en çok işlem gören 10 şirket ve faaliyet gösterdiği alanlar aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 3.2.: DJIM bünyesindeki TOP 10 ülkeler

Constituent	Symbol	Sector*
Microsoft Corp	MSFT	Technology
Apple Inc.	AAPL	Technology
Facebook Inc A	FB	Technology
Alphabet Inc A	GOOGL	Technology
Alphabet Inc C	GOOG	Technology
Johnson & Johnson	JNJ	Health Care
Alibaba Group Holding Ltd ADR	BABA	Technology
Visa Inc A	V	Financials
Nestle SA Reg	NESN	Consumer Goods
Tencent Holdings Ltd.	00700	Technology

Kaynak: Dow Jones Islamic Market Indices Methodology(2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-dj-islamic-market-indices.pdf>. Erişim Tarihi: 20 Mart 2020

Endeksler bünyesinde kullanılan para birimleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 3.3: Endekslerde kullanılan para birimleri

Broad-Market Global/Regional Indices	USD
Dow Jones Islamic Market Asia/Pacific Index	USD
Dow Jones Islamic Market Asia/Pacific ex-Japan Index	USD
Dow Jones Islamic Market ASEAN Index	USD
Dow Jones Islamic Market Developed Markets Index	USD
Dow Jones Islamic Market Developed Markets ex-Japan Index	USD
Dow Jones Islamic Market Emerging Markets Index	USD
Dow Jones Islamic Market Europe Index	USD
Dow Jones Islamic Market GCC Index	USD
Dow Jones Islamic Market GCC ex-Saudi Index	USD
Dow Jones Islamic Market Greater China Index	USD
Dow Jones Islamic Market MENA Index	USD
Dow Jones Islamic Market World Index	USD
Broad-Market Country Indices	
Dow Jones Islamic Market Canada Index	USD
Dow Jones Islamic Market Japan Index	USD
Dow Jones Islamic Market Kuwait Index	KWD
Dow Jones Islamic Market Sri Lanka Index	LKR, USD
Dow Jones Islamic Market Turkey Index	TRY
Dow Jones Islamic Market U.K. Index	USD
Dow Jones Islamic Market U.S. Index	USD
Dow Jones Islamic Market China A Index	USD
Blue-Chip Indices	
Dow Jones Islamic Market CHIME 100 Index	USD
Dow Jones Islamic Market China/Hong Kong Titans 30 Index	HKD, USD
Dow Jones Islamic Market International Titans 100 Index	USD
Dow Jones Islamic Market Malaysia Titans 25 Index	MYR, USD
Dow Jones Islamic Market Titans 100 Index	USD, GBP
Dow Jones Islamic Market China A 100 Index	USD, MYR
Strategy and Thematic Indices:	
Dow Jones Islamic Market BRC Index	USD
Dow Jones Islamic Market BRIC Equal Weighted Index	USD
Dow Jones Islamic Market Global Real Estate Index	USD
Dow Jones Islamic Market Sustainability Index	USD
Dow Jones Islamic Market U.S. Growth Index	USD
Dow Jones Islamic Market U.S. Value Index	USD

Kaynak: Dow Jones Islamic Market Indices Methodology (2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-dj-islamic-market-indices.pdf>. Erişim Tarihi: 20 Mart 2020

3.1.1.1. Ölçme Endeksleri (Size-Segment Indices)

Büyük, orta ve küçük ölçekli endeksler küresel boyutta her bölge ve ülke için mevcuttur. Büyüklük oranları şirketlere göre değişmektedir (Dow Jones, 2020: 4).

3.1.1.2. Sektör Endeksleri (Sector Indices)

Bu endeks ailesi kapsamlı bir dizi küresel sektör endeksinin yanı sıra her ülke ve bölge için sektör endekslerini içermektedir. Sektörler tescilli bir sınıflandırma sistemine göre tanımlanır (Dow Jones, 2020: 4).

3.1.1.3. Blue-Chip Endeksleri

Blue-Chip ifadesi borsada işlem gören en çok tanınan, risksiz güvenilir şirketleri ve birinci sınıf pay senetlerini tanımlamak için kullanılan bir terimdir. Bu tür şirketler için ekonominin iyi olduğu dönemlerde yüksek oranda kar edecekleri, ekonominin kötü olduğu kriz zamanlarında ise pek fazla zarar görmeyecekleri düşüncesi mevcuttur. Bu sebeple bu tür hisse senetlerine yatırım yapmanın daha az riskli olduğu söylenebilir (Dow Jones, 2020: 4)

Dow Jones Islamic Market CHIME Index: Bu endeks, Hindistan, Çin, Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkelerinden seçilmiş olan 100 şirketin hisse senetlerinden oluşmaktadır. Bir şirketin bu endeks bünyesine dahil olabilmesi için günlük işlem hacminin yaklaşık 500.00 USD olması gerekir (Dow Jones, 2020: 4).

Dow Jones Islamic Market China/Hong Kong Titans 30 Index: Çin ve Hong Kong borsasında işlem gören ve Şer'i kurallara uygunluk gösteren en büyük 30 şirketin dahil olduğu endekstir. Şirketlerin bu endekse dahil olabilmesi için son bir sene içerisinde ki günlük işlem büyüklüklerinin yaklaşık 5 milyon Hong Kong Doları olması gerekir (Dow Jones, 2020: 4).

Dow Jones Islamic Market International Titans 100 Index: ABD hariç diğer tüm ülkelerden seçilen ve Şer'i kriterlere uygun 100 büyük şirketin işlem gördüğü endekstir (Dow Jones, 2020: 5).

Dow Jones Islamic Market Malaysia Titans 25 Index: Dow Jones Islamic Market Malaysia endeksi bünyesindeki en büyük, en likit ve Şer'i kurallara uyan şirketleri ifade etmektedir (Dow Jones, 2020: 5).

Dow Jones Islamic Market Titans 100 Index: Endeks, Şer'i kurallara uyan 100 büyük küresel şirketin hisse senetlerinden oluşmaktadır. Endeks üç bölgesel blue-chip alt endeksten oluşmaktadır. Bunlar;

- 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 (Dow Jones, 2020: 5).

3.1.1.4. Stratejik ve Tematik İndeksler

Dow Jones Islamic Market BRC Index: Bu endekste Brezilya, Rusya ve Çin’de işlem gören ve Şeriata uyumlu şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir (Dow Jones, 2020: 5).

Dow Jones Islamic Market BRIC Equal Weighted Index: Bu endekste Brezilya, Çin, Hindistan ve Rusya ülkelerinde işlem gören, Şeriata uyumlu şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir (Dow Jones, 2020: 5).

Dow Jones Islamic Market Global Real Estate Index: Bu endeks, Dow Jones Tescilli Sektör Sınıflandırma Sistemi Emlak Üst Yönetim tarafından sınıflandırılan ve Şer’i kurallara uyumlu şirketlerinin hisse senetlerinin işlem gördüğü endekstir (Dow Jones, 2020: 5).

Dow Jones Islamic Market Sustainability Index: Jones Dow Jones İslam Pazarı™ Dünya Endeksi ve Dow Jones Sürdürülebilirlik Dünya Endeksinin bileşenleri olan, İslami prensiplere uyumlu ve kurumsal sürdürülebilirliğin lider şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü endekstir (Dow Jones, 2020: 5).

Dow Jones Islamic Market U.S. Style Indices: Bu endeks, Dow Jones Islamic Market™ ABD Stil Endeksleri, Dow Jones Islamic Market™ ABD Büyüme Endeksi ve Dow Jones Islamic Market™ ABD Değer Endeksinin bileşenlerinden oluşan ve Şer’i kurallara uyumlu şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü bir endekstir (Dow Jones, 2020: 5).

Dow Jones Islamic Market Global Select Dividend Index: Endeks, dünya çapında gelişmiş ülkelerde bulunan yüksek temettü ödemelerinde bulunan ve Şer’i kurallara uyumlu şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü bir endekstir (Dow Jones, 2020: 5).

3.1.1.5. Geniş Pazar Endeksleri (Broad-Market Indices)

Dow Jones İslami Pazar Geniş Piyasa Endeksleri, küresel bazda işlem gören, Şer’i kurallara uyumlu şirketlerin hisse senetlerinin performanslarını ölçen endekslerdir. Bu endeks faaliyet konusu bakımından, piyasa değeri bakımından ve ülkesel bazda gruplanmış alt endekslerden oluşmaktadır. Bu endeksin amacı, yatırımcı için Şariat

Denetleme Kurulu tarafından belirlenen kılavuzlara uygun olarak, küresel bazda borsa performansını ölçmek için standartlar sağlamaktır (Dow Jones, 2020: 3).

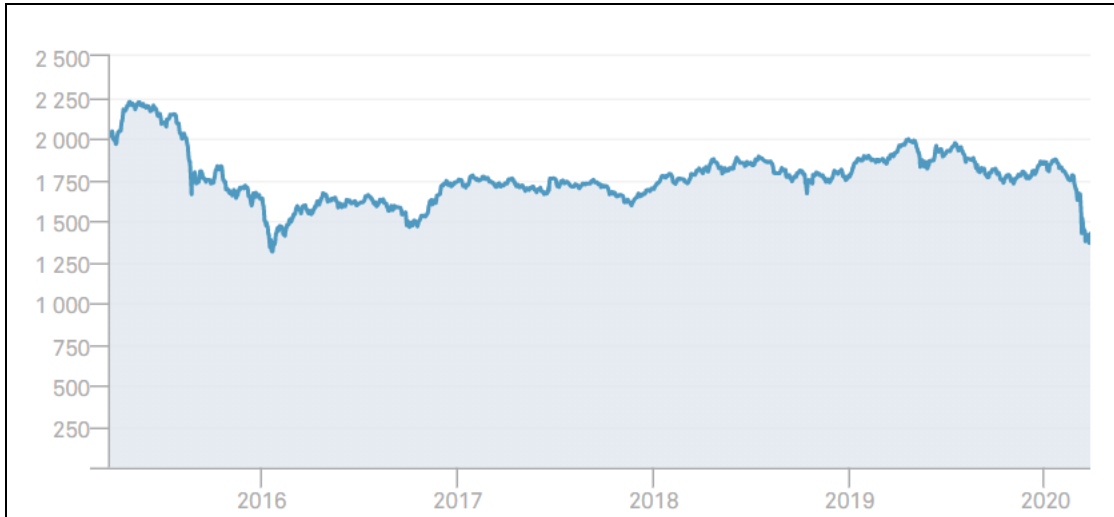
Dow Jones Islamic Market World Index and Related Sub-Indices: Aşağıdaki ülkeler dışında diğer tüm ülkeler Dow Jones Küresel Endeksinden seçilmiştir. Bu ülkeler;

- Bahreyn, Kuveyt, Umman, Katar ve Birleşik Arap Emirlikleri Dow Jones GCC Endeksinden seçilmiştir.
- Bulgaristan, Estonya, Ürdün, Letonya, Litvanya, Fas, Romanya, Slovenya ve Sri Lanka ise S&P Global BMI endeksinden seçilen ülkelerdir.

Dow Jones Islamic Market ASEAN Index: Bu endekste, Dow Jones Malezya, Dow Jones Filipinler, Dow Jones Endonezya, Dow Jones Singapur, Dow Jones Vietnam ve Dow Jones endekslerinden seçilen şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir (Dow Jones, 2020: 8).

Dow Jones Islamic Market GCC Index: Bu endekste, Bahreyn, Umman, Katar, Birleşik Arap Emirlikleri, Kuveyt ve Suudi Arabistan borsalarından işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin performansı ölçülmektedir (Dow Jones, 2020: 8).

Grafik 3.3: Dow Jones Islamic Market GCC Index Performansı

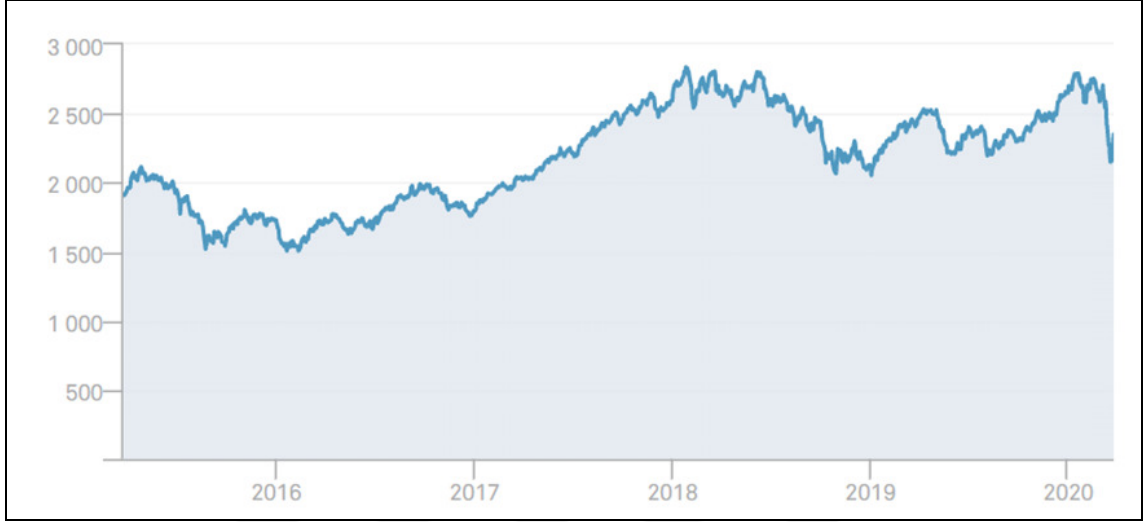


Kaynak: Dow Jones Islamic Market Index (2020), <https://www.us.spindices.com/indices/equity/dow-jones-islamic-market-world-index>Erişim Tarihi: 21 Mart 2020

Dow Jones Islamic Market GCC ex-Saudi Index: Bu endekste, Katar, Birleşik Arap Emirlikleri ve Umman borsalarında işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir (Dow Jones, 2020: 8).

Dow Jones Islamic Market Greater China Index: Bu endekste Çin, Hong Kong ve Tayvan birincil operasyonları bulunan ve ABD, Hong Kong ve Tayvan'da işlem gören şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir (Dow Jones, 2020: 8).

Grafik 3.4: Dow Jones Islamic Market Greater China Index Performansı

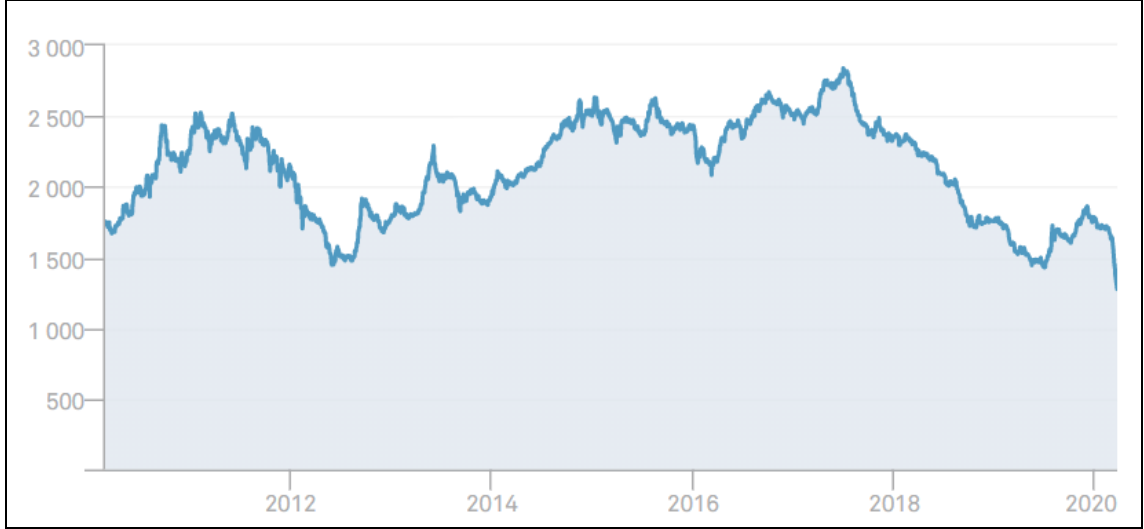


Kaynak: Dow Jones Islamic Market Index (2020), <https://www.us.spindices.com/indices/equity/dow-jones-islamic-market-world-index>Erişim Tarihi: 21 Mart 2020

Dow Jones Islamic Market MENA Index: Bu endekste MENA bölgesinde yer alan şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir: Endeks Bahreyn, Mısır, Ürdün, Kuveyt, Fas, Umman, Katar, Suudi Arabistan, Tunus ve Birleşik Arap Emirlikleri'ni kapsamaktadır (Dow Jones, 2020: 8).

Dow Jones Islamic Market Kuwait Index: Bu endekste Kuveyt borsasından işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin performansı ölçülmektedir (Dow Jones, 2020: 8).

Dow Jones Islamic Market Sri Lanka Index: Bu endekste Sri Lanka borsasında işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir (Dow Jones, 2020: 8).

Grafik 3.5: Dow Jones Islamic Market Sri Lanka Index Performans Grafiği

Kaynak: Dow Jones Islamic Market Index (2020), <https://www.us.spindices.com/indices/equity/dow-jones-islamic-market-world-index>Erişim Tarihi: 21 Mart 2020

Dow Jones Islamic Market Turkey Index: Bu endekste Türkiye’de işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir (Dow Jones, 2020: 8).

Grafik 3.6: Dow Jones Islamic Market Turkey Index Performans Grafiği

Kaynak: Dow Jones Islamic Market Index (2020), <https://www.us.spindices.com/indices/equity/dow-jones-islamic-market-world-index>Erişim Tarihi: 21 Mart 2020

3.1.2. S&P Shariah Endeksleri ve Endeks Türleri

S&P Shariah endeksi izleme ve filtreleme hizmetleri için Kuveyt ve Londra’da faaliyet gösteren Ratings Intelligence Partners (RI) şirketi gerçekleştirmektedir. Bu şirket içerisinde bulunan fetva kurulu şirketlerle ilgili doğrudan iş konularını yorumlar

ve endeksler için alınması gereken kararlara yönelik tavsiyelerde bulunurlar. Bu fetva kurulu dört üyeden oluşmaktadır (S&P Shariah Indices Methodology, 2019: 5). Bunlar;

- Dr. Nazih Hammad – PhD in Islamic Law from the University of Cairo, Egypt
- Dr. Mohammad Amin Ali-Qattan – PhD in Islamic Banking, University of Birmingham, United Kingdom
- Dr. Mohd Daud Bakar – PhD from the University of St. Andrews, United Kingdom
- Dr. Muhammad Ali Elgari – PhD in Economics from the University of California, U.S.A.

Endekse dahil olabilecek şirketleri iki aşamalı filtreleme sürecinden geçmektedir. İlk aşamada her zaman olduğu gibi faaliyet konusuna bakılmaktadır. Söz konusu aşağıdaki sektörlerde olmamalıdır (Standard&Poor's, 2019: 5);

1. Reklamcılık ve medya şirketleri (aşağıdaki hususlar dışında)
 - Toplam gelirlerinin yüzde 65'inden daha fazlasını Körfez ülkelerinden sağlayan reklam şirketleri,
 - Gazeteler
 - Spor Kanalları
 - Haber Kanalları
 - Çocuk Kanalları
2. Klonlama
3. Alkol
4. Finansal Hizmetler (aşağıdaki hususlar dışında)
 - İslami Finansal Kurumlar
 - İslami Bankalar
 - İslami Sigorta Şirketleri
5. Domuz Ürünleri
6. Kumarhaneler
7. Pornografi
8. Tütün
9. Vadeli altın ve gümüş ticareti

İlk aşamadan başarıyla geçen şirketlerin ikinci aşamada finansal tablolarına bakılmaktadır. Bu şirketler finansal bazı kriterlere göre yeniden değerlendirilmektedir (Standard&Poor's, 2019: 6);

- Toplam borçların, 3 yıllık piyasa değerinin ortalamasına oranı %33'den az olmalıdır.

- Nakit ve Faiz Getirili Menkul Kıymetlerin, 3 yıllık piyasa değerinin ortalamasına oranı %33'den az olmalıdır.
- Ticari alacakların, 3 yıllık piyasa değerinin ortalamasına oranı %49'dan az olmalıdır.

Standard&Poor's, endeks oluşumlarını arındırmak için aşağıdaki oran üzerinden verilmesi gereken sadaka tutarını belirlemiştir (Standard&Poor's, 2019: 6).

Arındırma Tutarı: Kar Payları*(Caiz Olmayan Gelirler/Toplam Gelirler)

3.1.2.1. S&P 500 Shariah Index

ABD borsalarında işlem gören 500 büyük şirketten oluşan S&P 500 endeksinden seçilen ve şer'i kurallara uyan şirketlerin hisse senetlerinin performanslarının ölçüldüğü endekstir (Standard&Poor's, 2019: 7).

Grafik 3.7: S&P 500 Shariah Index Performans Grafiği

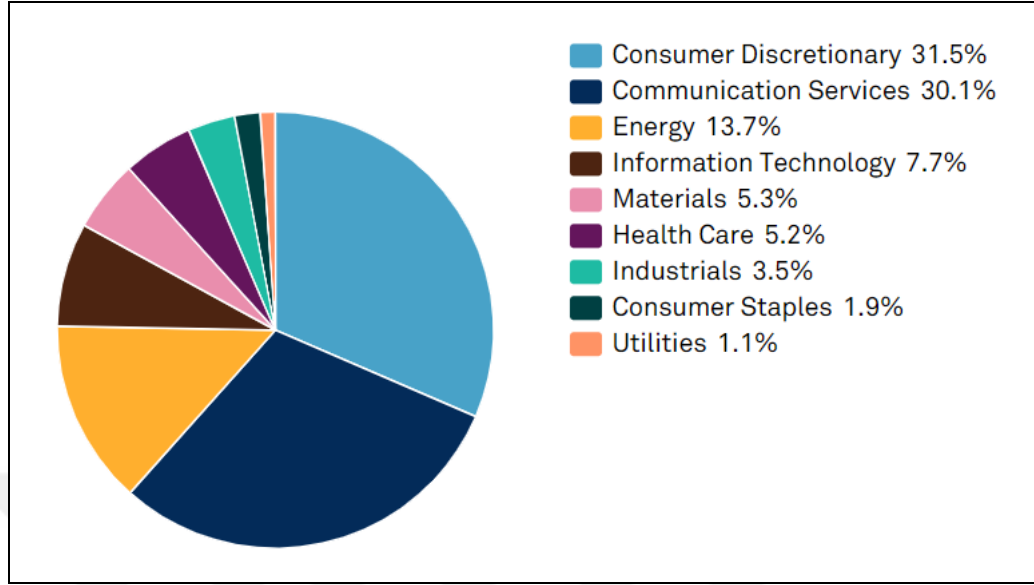


Kaynak: S&P 500 Shariah Index (2020), <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-500-shariah-index/#overview> Erişim Tarihi: 10 Nisan 2020.

3.1.2.2. S&P BRIC Shariah Index

Bu endekste BRIC olarak adlandırılan gelişmekte olan Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'de faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir. Ticareti canlandırmak için, yalnızca gelişmiş piyasa borsalarında işlem gören hisse senetleri dahil edilmektedir (Standard&Poor's, 2019: 7).

Grafik 3.8: S&P BRIC Shariah endeksindeki şirketlerin sektörel dağılımı



Kaynak: S&P BRIC Shariah, (2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-bric-shariah-index/#overview> Erişim Tarihi: 10 Nisan 2020.

3.1.2.3. S&P Global 1200 Shariah Index

“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 ve Şer’i kurallara uygun 1200 şirketin hisse senetleri işlem görmektedir (Standard&Poor’s, 2019: 8).

3.1.2.4. S&P Japan 500 Shariah Index

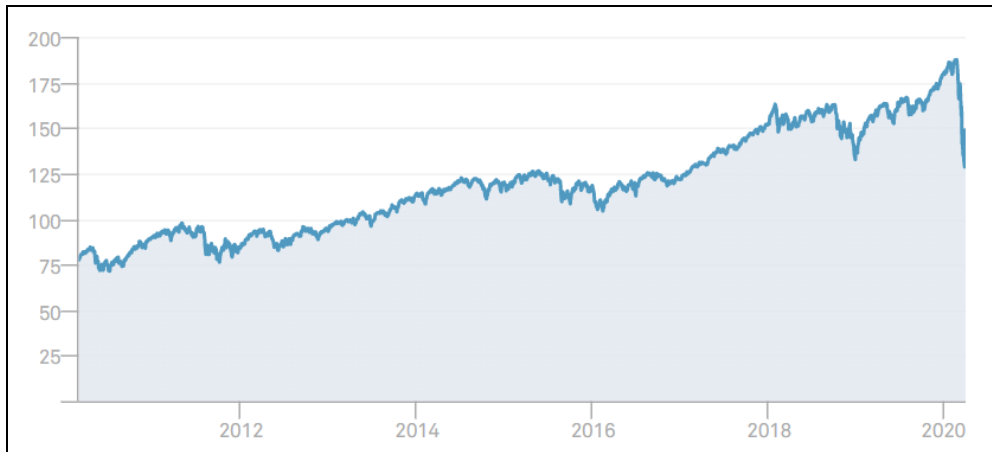
Bu endekste, Japonya’da bulunan Tokyo, Jasdak ve Osaka borsalarında işlem gören ve Şer’i kurallara uyumlu 500 şirketin hisse senetlerinin işlem gördüğü endekstir. S&P Japan 500 Shariah, yatırımcılara büyük, orta ve küçük ölçekli şirketlerden oluşmaktadır (Standard&Poor’s, 2019: 8).

Grafik 3.9: S&P Japan 500 Shariah Performans Grafiği

Kaynak: S&P Japan 500 Shariah(2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-japan-500-shariah-index/#overview> Erişim Tarihi: 10 Nisan 2020.

3.1.2.5. S&P Global BMI Shariah Index

Piyasa değeri 100 milyondan fazla olan ve yıllık işlem hacmi 50 milyondan fazla olan şirketler bu endekse dahil olabilmektedir. Endeks içerisinde 10.000’den fazla şirket bulunmaktadır. Bu endeks içerisindeki şirketler arasından seçilen çok sayıda alt endeks bulunmaktadır (Standard&Poor’s, 2019: 10).

Grafik 3.10: S&P Global BMI Shariah Index Performans Grafiği

Kaynak: S&P Global BMI Shariah Index, (2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-global-bmi/#overview> Erişim Tarihi: 10 Nisan 2020.

3.1.2.6. S&P Europe 350 Shariah Index

Bu endekste, Avrupa’daki 17 farklı borsada işlem gören ve Şer’i kurallara uygun 350 şirketin hisse senetleri işlem görmektedir (Standard&Poor’s, 2019: 10).

Grafik 3.11: S&P Europe 350 Shariah Index Performans Grafiği

Kaynak: S&P Europe 350 Shariah Index (2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-europe-350-shariah-index/#overview>, Erişim Tarihi: 10 Nisan 2020.

3.1.2.7. S&P Pan Africa Shariah Index

Bu endekste, Mısır, Botswana, Gana, Fildişi Sahili, Mauritius, Kenya, Fas, Namibya, Tunus, Nijerya, Güney Afrika ve Zambiya’da faaliyet gösteren ve İslami kriterlere uygun şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir (Standard&Poor’s, 2019:10).

Grafik 3.12: S&P Pan Africa Shariah Index Performans Grafiği

Kaynak: S&P Pan Africa Shariah(2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-pan-africa-shariah-index/#overview> Erişim Tarihi: 10 Nisan 2020.

3.1.2.8. S&P/TOPIX 150 Shariah Index

Bu endekste, Japonya'daki borsalarda işlem gören 150 şirketin hisse senetleri işlem görmektedir. Bu şirketler S&P Japan 500 Shariah Index içerisinde seçilmektedir (Standard&Poor's, 2019).

Grafik 3.13: S&P/TOPIX 150 Shariah Index Performans Grafiği



Kaynak: S&P/TOPIX 150 *Shariah* (2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-topix-150-shariah/#overview> Erişim Tarihi: 10 Nisan 2020.

3.1.2.9. S&P Global Healthcare Shariah Index

Bu endekste S&P Japan 500, S&P Europe 350 Shariah ve S&P 500 Shariah endekslerinde işlem gören aynı zamanda sağlık sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir. Bu endeksteki şirketler gelişmiş piyasalardaki en büyük ve en likit sağlık şirketleridir (Standard&Poor's, 2019).

Grafik 3.14: S&P Global Healthcare Shariah Index Performans Grafiği

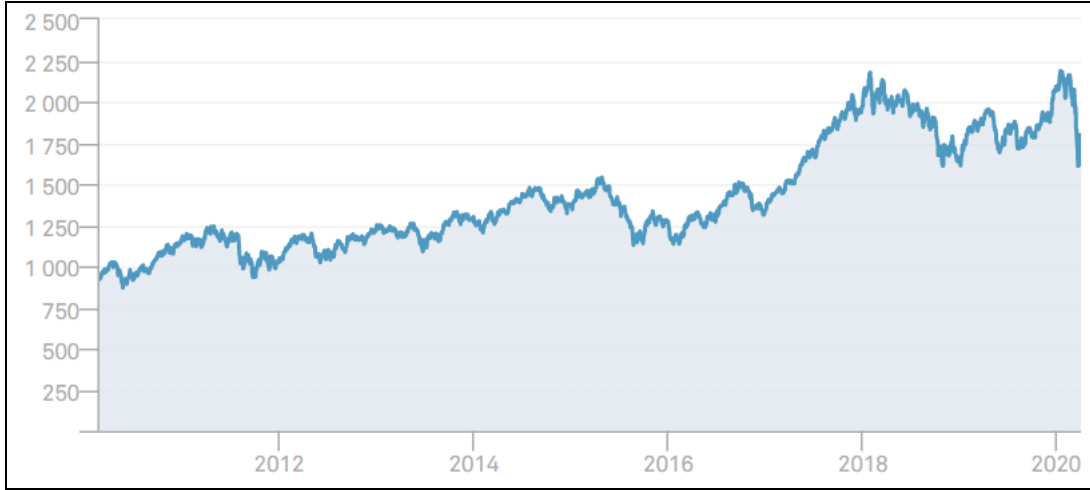


Kaynak: S&P Global Healthcare Shariah Index (2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-global-healthcare-shariah-usd/> Erişim Tarihi: 11 Nisan 2020.

3.1.2.10. S&P Pan Asia Shariah Index

Bu endekste, S&P Pan Asia BMI'nin Avustralya, Yeni Zelanda ve Japonya hariç diğer ülkelerde faaliyet gösteren ve Şer'i kurallara uyumlu şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir (Standard&Poor's, 2019).

Grafik 3.15: S&P Pan Asia Shariah Index Performans Grafiği

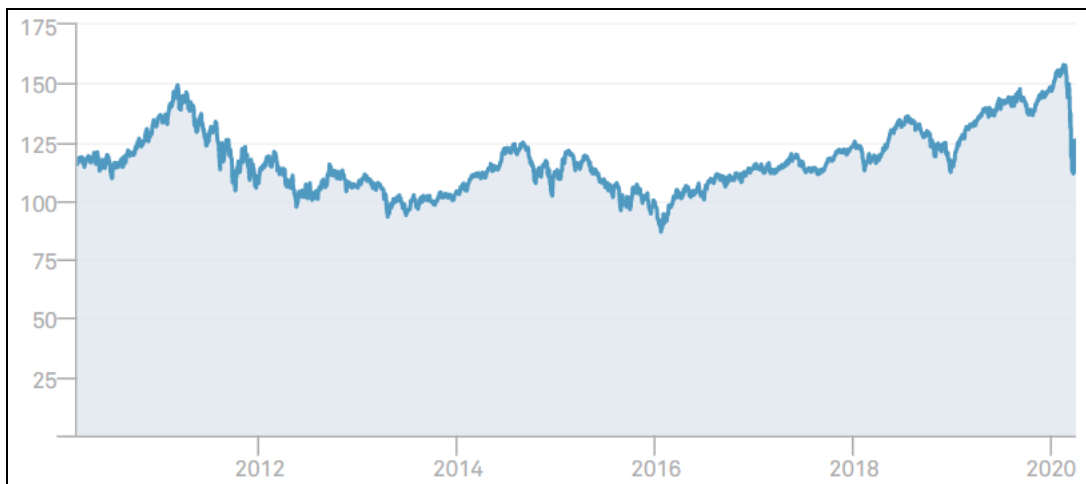


Kaynak: S&P Pan Asia Shariah (2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-pan-asia-shariah/#overview> Erişim Tarihi: 11 Nisan 2020

3.1.2.11. S&P/TSX 60 Shariah Index

Bu endekste, Kanada borsalarında işlem gören ve Şer'i kurallara uyumlu şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir (Standard&Poor's, 2019).

Grafik 3.16: S&P/TSX 60 Shariah Index Performans Grafiği

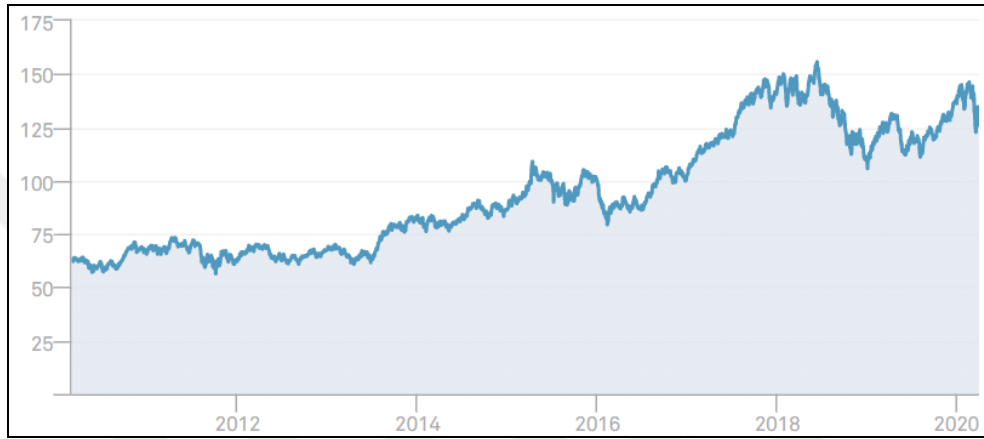


Kaynak: S&P/TSX 60 Shariah (2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-tsx-60-shariah-index/#overview> Erişim Tarihi: 11 Nisan 2020

3.1.2.12. S&P China Large-MidCap Shariah 10% Capped Index

S&P China Large-MidCap Shariah 10% Capped Index, büyük-orta ölçekli ve Şer'i kurallara uyumlu Çin hisse senetlerinin işlem gördüğü bir endekstir. Endeks içerisinde ki bireysel stok ağırlığı %10 ile sınırlandırılmaktadır (Standard&Poor's, 2019).

Grafik 3.17: S&P China Large-MidCap Shariah 10% Capped Index Performans Grafiği



Kaynak: S&P China Large-MidCap Shariah 10% Capped Index (2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-china-largemidcap-shariah-10-capped-usd/> Erişim Tarihi: 11 Nisan 2020.

3.1.2.13. S&P Global Property Shariah Index

Bu endekste, S&P Global Property endeksinde yer alan ve Şer'i hükümlere uyumlu şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir (Standard&Poor's, 2019).

Grafik 3.18: S&P Global Property Shariah Index Performans Grafiği

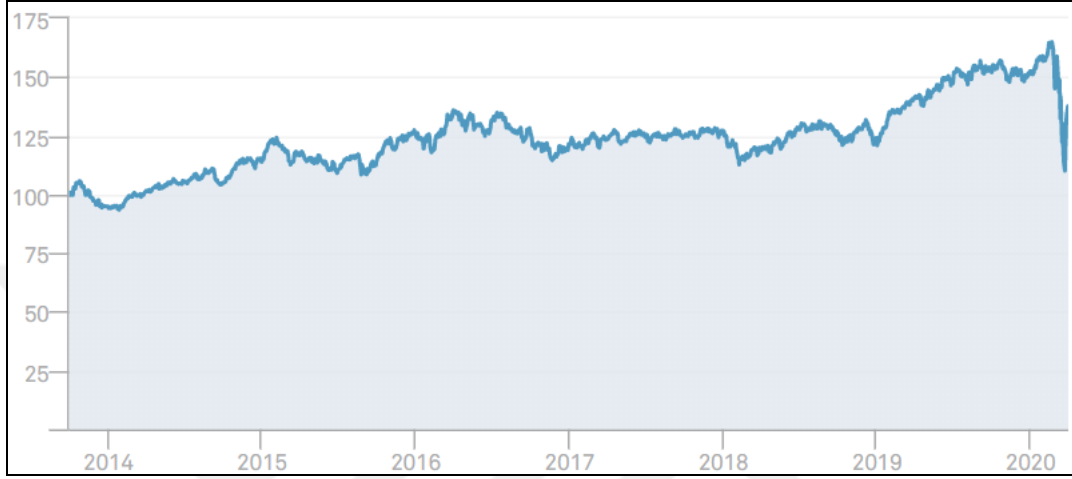


Kaynak: S&P Global Property Shariah (2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-global-property-shariah/#overview> Erişim Tarihi: 11 Nisan 2020.

3.1.2.14. S&P Global REIT Shariah Index

Bu endekste, S&P Global REIT endeksinin Şer' kurallara uyumlu şirketlerinin hisse senetleri işlem görmektedir (Standard&Poor's, 2019).

Grafik 3.19: S&P Global REIT Shariah Index Performans Grafiği



Kaynak: S&P Global REIT (2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-global-reit/#overview> Erişim Tarihi: 11 Nisan 2020.

3.1.2.15. S&P GCC Composite Shariah Dividend Index

Bu endekste, Körfez Arap ülkeleri iş birliği konseyi ülkelerinde faaliyet gösteren ve Şeriata uyumlu şirketlerin hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir (Standard&Poor's, 2019).

Grafik 3.20: S&P GCC Composite Shariah Dividend Index Performans Grafiği



Kaynak: S&P GCC Composite Shariah (2020) <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-gcc-composite-shariah/#overview> Erişim Tarihi: 11 Nisan 2020.

3.1.2.16. S&P BSE 500 Shariah

Bu endekste, S&P BSE 500 endeksinde seçilen Şeriata uyumlu şirketlerin hisse senetlerinin performansı ölçülmektedir (Standard&Poor's, 2019).

Grafik 3.21: S&P BSE 500 Shariah Performans Grafiği



Kaynak: S&P BSE 500 (2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-bse-500/#overview>
Erişim Tarihi: 12 Nisan 2020.

3.1.2.17. S&P United States Large-Cap Shariah Index

Bu endekste, Şer'i hükümlere uyumlu hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir (Standard&Poor's, 2019).

Grafik 3.22: S&P United States Large-Cap Shariah Index Performans Grafiği



Kaynak: S&P United States Large-Cap Shariah (2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-united-states-largecap-shariah/#overview>
Erişim Tarihi: 12 Nisan 2020.

3.1.2.18. S&P/IFCI Composite Large-Mid Cap Shariah Index

Yatırımcılar için gelişmekte olan pazarlara yatırım yapma fırsatını sunan bir endekstir. S&P/IFCI Composite Large-Mid Cap endeksinin şeriata uyumlu bileşenlerinden oluşmaktadır (Standard&Poor's, 2019).

Grafik 3.23: S&P/IFCI Composite Large-Mid Cap Shariah Index Performans Grafiği



Kaynak: S&P/IFCI Composite LargeMidCap Shariah (2020) <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-ifci-composite-largemidcap-shariah/#overview> Erişim Tarihi: 12 Nisan 2020.

3.1.2.19. S&P South Africa Composite Shariah Index

Bu endekste, büyük, orta ve küçük endeksli Afrika ülkelerindeki şirketlerin hisse senetlerinin performansları değerlendirilmektedir. Bu endeks piyasa değeri ağırlıklı olan bir endekstir (Standard&Poor's, 2019).

Grafik 3.24: S&P South Africa Composite Shariah Index Performans Grafiği

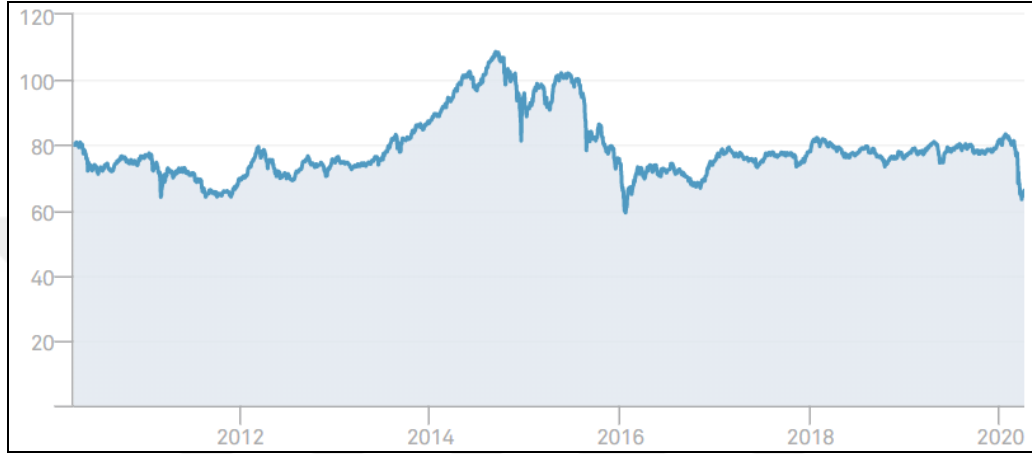


Kaynak: S&P South Africa Composite Shariah (2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-south-africa-composite-shariah/#overview> Erişim Tarihi: 12 Nisan 2020.

3.1.2.20. S&P Pan Arab Composite Shariah Index

Bu endekste, temettü büyüme ve sürdürülebilirlik kriterlerini karşılayan, yüksek verimli, aynı zamanda İslami prensiplere uyumlu Arap şirketlerinin hisse senetleri işlem görmektedir (Standard&Poor's, 2019).

Grafik 3.25: S&P Pan Arab Composite Shariah Index Performans Grafiği

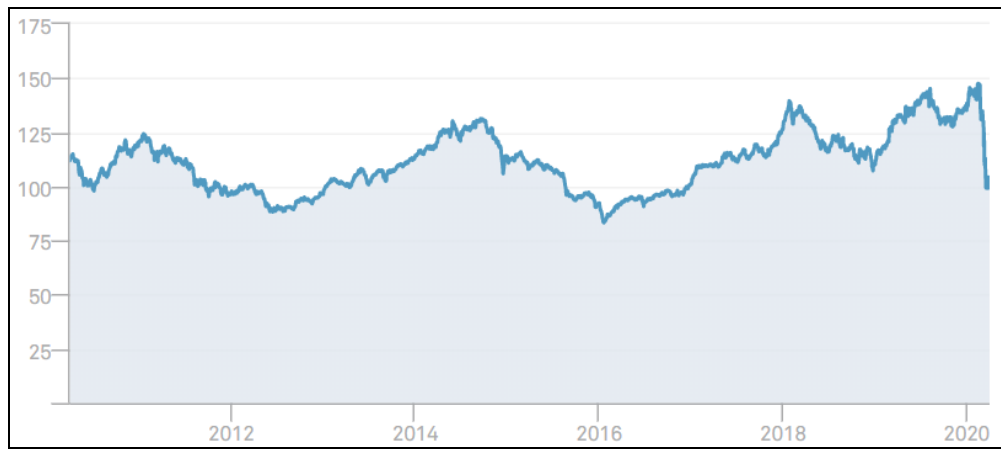


Kaynak: S&P Pan Arab Composite Shariah (2020). <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-pan-arab-composite-shariah/#overview> Erişim Tarihi: 12 Nisan 2020.

3.1.2.21. S&P Frontier BMI Shariah Index

Bu endekste, S&P Frontier BMI'nın Şariata uyumlu olan şirketlerinin hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir. Bu endeks ayrıca yatırımcılara 33 sınır pazarında kapsamlı bir kıyaslama sunmaktadır (Standard&Poor's, 2019).

Grafik 3.26: S&P Frontier BMI Shariah Index Performans Grafiği



Kaynak: S&P Frontier BMI Shariah Index (2020). <https://www.us.spindices.com/indices/equity/sp-frontier-bmi-shariah-us-dollar> Erişim Tarihi: 12 Nisan 2020.

3.1.3. FTSE İslami Endeksleri ve Endeks Türleri

Köklü ve eski bir geçmişe sahip olan konvansiyonel endeks hesaplayıcısı olan FTSE bünyesinde sonrasında Şer'i kurallara uygun bir şekilde işleyişe sahip olan İslami endeksler geliştirilmiştir. Bu İslami endekslerin denetlenmesinde diğerlerinin aksine dışarıdan bir kurum olan Yasaar Limited şirketi görevlendirilmiştir. Bu şirketin içerisinde üç kişiden oluşan bir fetva kurulu bulunmaktadır. Bu kişiler (Rahman, Shahrin, & Ramli, 2014);

- Dr. Muhammad Akram Laldin,
- Dr. Aznan Hasan,
- Dr. Mohammed Burhan Arbouna.

Diğer tüm endekslerde olduğu gibi bu endekse dahil olabilecek şirketler için belli bazı filtreleme kriterleri mevcuttur. İki aşamalı bu filtreleme sürecinde ilk etapta şirketin faaliyet gösterdiği sektöre bakılmaktadır. Yasaklı sektörler aşağıdaki gibidir (Rahman, Shahrin, & Ramli, 2014);

- Alkol
- Konvansiyonel Finansal Kurumlar
- Domuz ve Domuz Ürünleri
- Eğlence sektörü
- Tütün Ürünleri
- Silah ve Savunma Sanayi

İkinci aşamada ise şirketlerin finansal durumuna bakılmaktadır. Bunlar;

- Toplam borçların, toplam varlıklara oranı %33'den küçük olmalıdır.
- Nakit ve faiz getirili menkul kıymetlerin, toplam varlıklara oranı %33'den küçük olmalıdır.
- Ticari alacaklar ve nakitlerinin, toplam varlıklarına oranı %50'den küçük olmalıdır.
- Faiz ve uygun olmayan gelirlerinin toplamı, toplam gelirlerine oranı %5'den az olmalıdır.

FTSE, endeks oluşumlarını arındırmak için aşağıdaki oran üzerinden verilmesi gereken sadaka tutarını belirlemiştir.

- Arındırma oranları, kar paylarının %5'i kadar olmalıdır.

3.1.3.1. FTSE Bursa Malaysia Index Series

Bursa Malezya ile 2006 yılında ortaklaşa olarak başlatılan bu endekste, Bursa Malezya Ana ve ACE piyasalarında işlem gören ve Şer'i kurallara uyan şirketlerin hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir. Endeks küçük, orta ve büyük ölçeklerden oluşmakta ve Malezya pazarının büyük sermaye segmentlerinin performanslarını ölçmek için tasarlanmıştır. FTSE Bursa Malezya Endeks Serisi şu anda Ana Pazarı kapsayan 12 endeksten oluşmaktadır. Bu endeksler aşağıdaki tabloda verilmiştir (FTSE Bursa Malaysia Index Series, 2009).

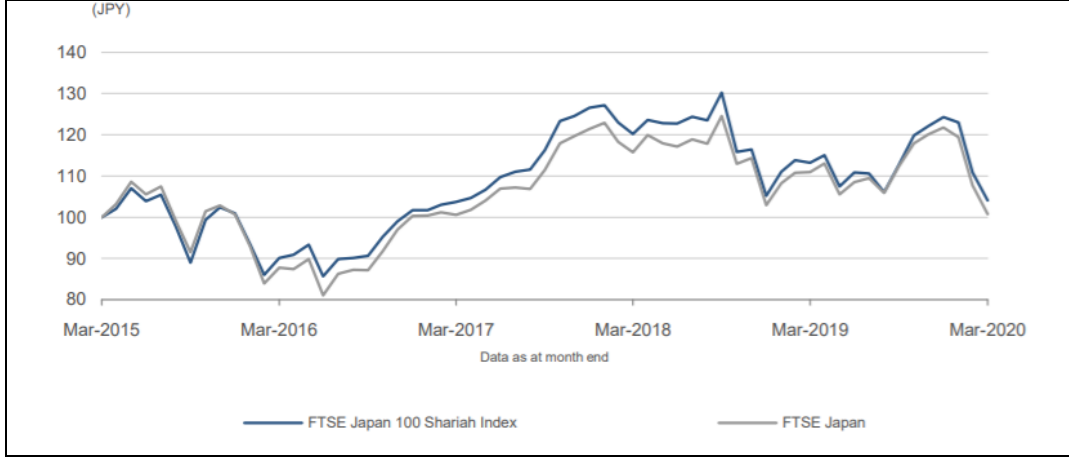
Tablo 3.4: FTSE Bursa Malezya Endeks Serisi

Tradable Indexes	Index Code
<i>FTSE Bursa Malaysia KLCI</i>	FBMKLCI
<i>FTSE Bursa Malaysia Mid 70 Index</i>	FBM70
<i>FTSE Bursa Malaysia Top 100 Index</i>	FBM100
<i>FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index</i>	FBMHS
<i>FTSE Bursa Malaysia Asian Palm Oil Plantation Index- USD</i>	FBMAPU
<i>FTSE Bursa Malaysia Asian Palm Oil Plantation Index – MYR</i>	FBMAPM
Benchmark Indexes	Index Code
<i>FTSE Bursa Malaysia Small Cap Index</i>	FBMSCAP
<i>FTSE Bursa Malaysia EMAS Index</i>	FBMEMAS
<i>FTSE Bursa Malaysia Fledgling Index</i>	FBMFLG
<i>FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index</i>	FBMS
<i>FTSE Bursa Malaysia ACE Index</i>	FBMMES
<i>FTSE Bursa Malaysia Palm Oil Plantation Index</i>	FBMPM

Kaynak: FTSE Bursa Malaysia Index Series (2009). Ftserussell.

3.1.3.2. FTSE Japan 100 Shariah Index

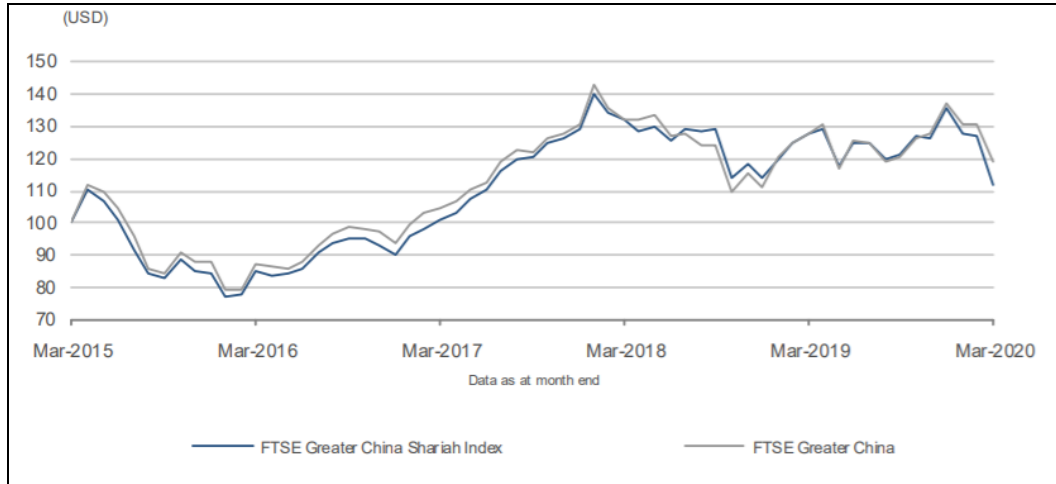
Bu endekste, Japonya'daki ve uluslararası düzeydeki İslami yatırımcıların gereksinimlerini karşılayan Şer'i kurallara uyan yatırım ürünlerinin temeli olarak tasarlanmıştır (FTSE Japan 100 Shariah Index, 2020).

Grafik 3.27: FTSE Japan 100 Shariah Index Performans Grafiği

Kaynak: *FTSE Japan 100 Shariah Index* (2020). FTSE Russell Factsheet

3.1.3.3. FTSE Greater China Shariah Index

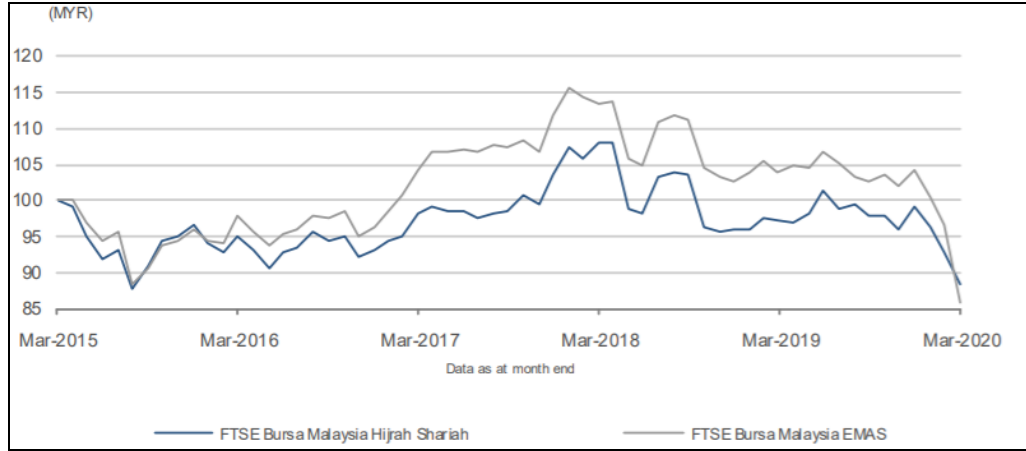
Bu endekste Çin’de faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir. FTSE Global Equity Shariah Endeksi Serisi küresel bazda dini hassasiyeti olan yatırımcının ihtiyaçlarını karşılayan Şeriata uyumlu yatırım ürünlerinin temeli olarak kullanılmak üzere oluşturulmuştur (FTSE Greater China Shariah Index, 2020).

Grafik 3.28: FTSE Greater China Shariah Index Performans Grafiği

Kaynak: *FTSE Greater China Shariah Index* (2020). FTSE Russell Factsheet

3.1.3.4. FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index

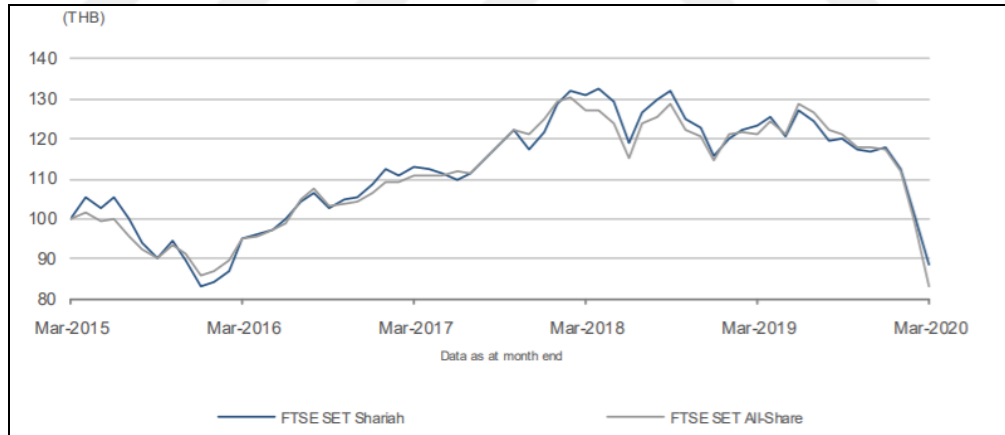
Bu endekste, Malezya Borsasında işlem gören ve Malezya Merkezi Danışma Kurulu olan SAC’nin kriterlerine uyumlu şirketlerin hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir (FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index, 2020).

Grafik 3.29: FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index Performans Grafiği

Kaynak: *FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index* (2020). FTSE Russell Factsheet

3.1.3.5. FTSE SET Shariah Index

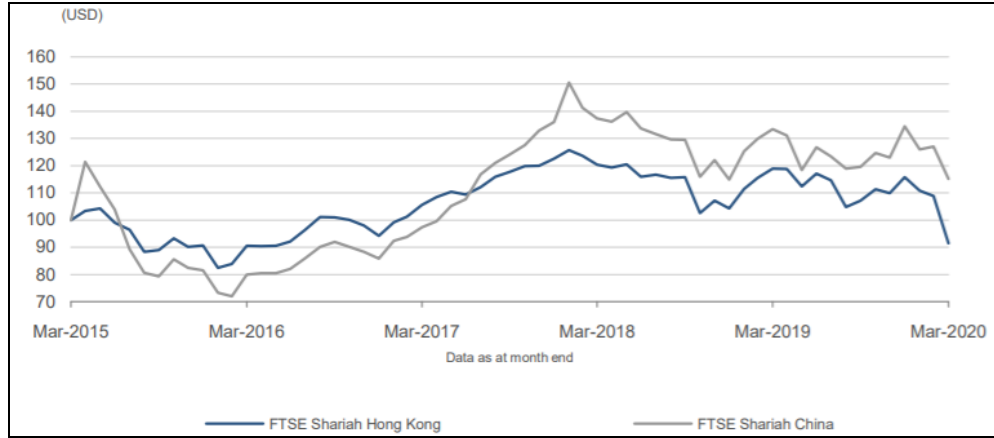
Bu endekste, Tayland borsasında işlem gören ve Şeriata uyumlu şirketlerin hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir (FTSE SET Shariah Index, 2020).

Grafik 3.30: FTSE SET Shariah Index Performans Grafiği

Kaynak: *FTSE SET Shariah Index* (2020). FTSE Russell Factsheet.

3.1.3.6. FTSE Hong Kong and China Shariah Indices

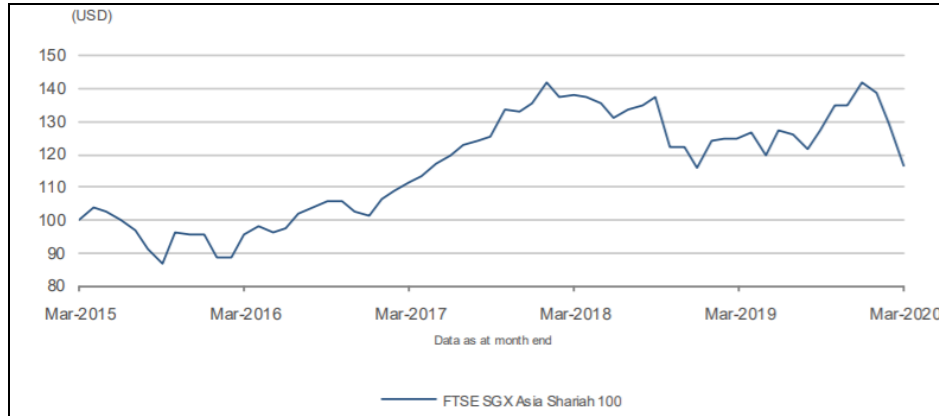
Bu endekste, Çin ve Hong Kong borsalarında işlem gören ve Şer'i kurallara uyumlu şirketlerin hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir. Şariat taraması diğer endekslerde olduğu gibi Yasaar Limited tarafından gerçekleştirilmektedir (FTSE Hong Kong and China Shariah Indices, 2020).

Grafik 3.31: FTSE Hong Kong and China Shariah Indices Performans Grafiği

Kaynak: *FTSE Hong Kong and China Shariah Indices* (2020). FTSE Russell Factsheet.

3.1.3.7. FTSE SGX Asia Shariah 100 Index

FTSE Group ve Singapur Borsası (SGX) tarafından oluşturulan FTSE SGX Shariah Endeks Serisinde, Asya Pasifik bölgesindeki şirketlerin hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir. Şer'i tarama Yasaar Limited tarafından gerçekleştirilmektedir (FTSE SGX Asia Shariah 100 Index, 2020).

Grafik 3.32: FTSE SGX Asia Shariah 100 Index Performans Grafiği

Kaynak: *FTSE SGX Asia Shariah 100 Index* (2020). FTSE Russell Factsheet.

3.1.3.8. FTSE Bursa Malaysia MidS Cap Shariah Index

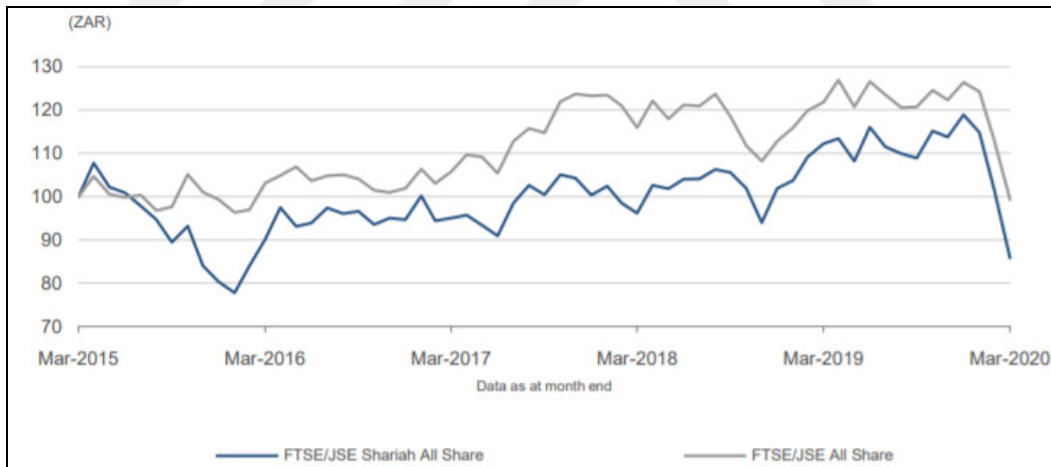
Bu endekste, FTSE Bursa Malezya MidS Cap Endeksinde bulunan ve Şer'i değerlere uyumlu şirketlerin hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir (FTSE Bursa Malaysia MidS Cap Shariah Index, 2020).

Grafik 3.33: FTSE Bursa Malaysia MidS Cap Shariah Index Performans Grafiği

Kaynak: FTSE Bursa Malaysia MidS Cap Shariah Index (2020). FTSE Russell Factsheet

3.1.3.9. FTSE/JSE Shariah All Share Index

Bu endekste, Güney Afrika'da faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir. Şer'i açıdan taraması Yasaar Limited tarafından gerçekleştirilmektedir (FTSE/JSE Shariah All Share Index, 2020).

Grafik 3.34: FTSE/JSE Shariah All Share Index Getiri Grafiği

Kaynak: FTSE/JSE Shariah All Share Index (2020). FTSE Russell Factsheet.

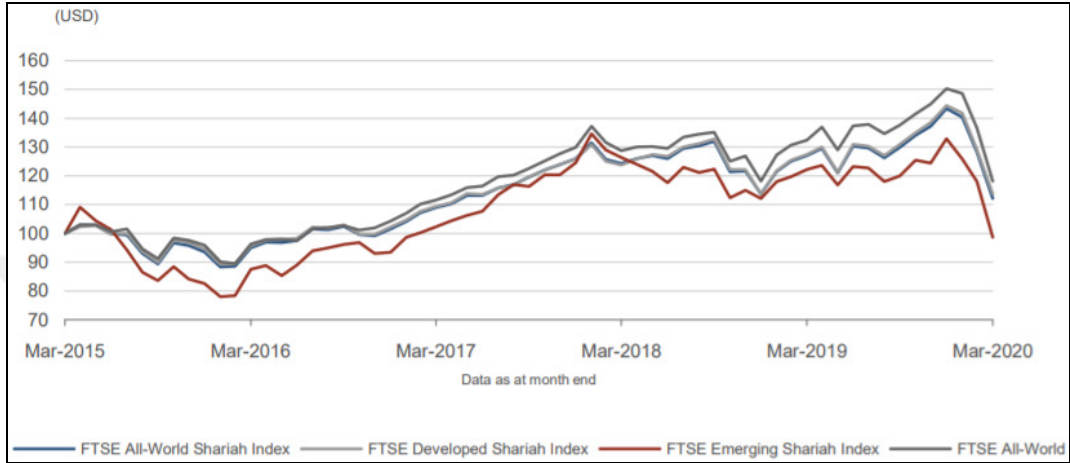
3.1.3.10. FTSE Global Equity Shariah Index Series

FTSE Global Equity Shariah Endeksi Serisi, küresel bazda İslami yatırımcıların gereksinimlerini karşılamak için Şeriata uyumlu yatırım ürünlerinin temeli olarak kullanılmak üzere tasarlanmıştır. Şer'i taraması Yasaar Limited tarafından gerçekleştirilmektedir. Seride dört endeks bulunmaktadır (FTSE Global Equity Shariah Index Series, 2020);

- FTSE All-World Shariah Index

- FTSE Developed Shariah Index
 - FTSE Emerging Shariah Index
 - FTSE All-World
- Endekslerin performans grafikleri aşağıda gösterilmiştir.

Grafik 3.35: FTSE Global Equity Shariah Index Series Getiri Grafiği

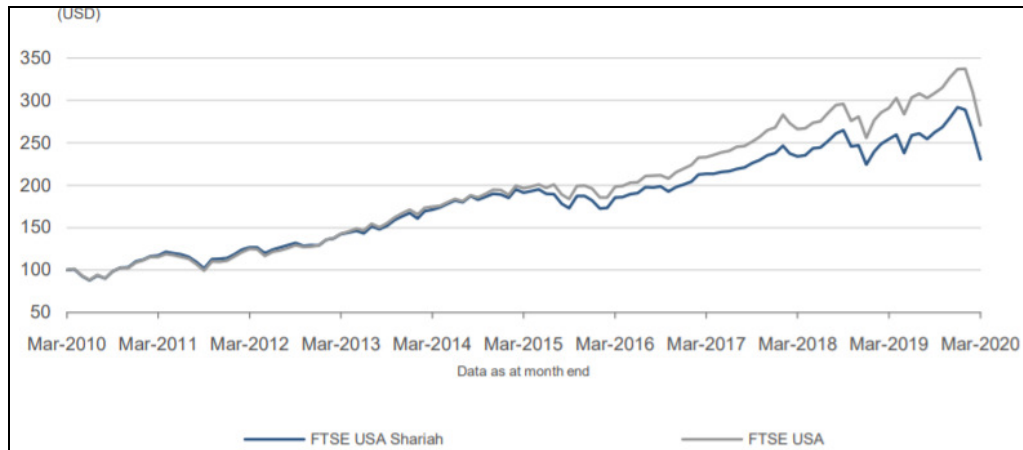


Kaynak: FTSE Global Equity Shariah Index Series (2020). FTSE Russell Factsheet.

3.1.3.11. FTSE USA Shariah Index

FTSE USA Shariah Index bünyesinde, Amerika’da faaliyet gösteren ve Şer’i kurallara uyumlu şirketlerin hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir. Şer’i tarama diğer endekslerde olduğu gibi Yasaar Limited tarafından gerçekleştirilmektedir. Endeksin on yıllık performansı aşağıdaki grafikte gösterilmiştir (FTSE USA Shariah Index, 2020).

Grafik 3.36: FTSE USA Shariah Index Getiri Grafiği



Kaynak: FTSE USA Shariah Index (2020). FTSE Russell Factsheet.

3.1.4. Kuala Lumpur Islamic Index

Kuala Lumpur Islamic Index bünyesinde, Şer'i kurallara uyumlu şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir. 17 Nisan 1999 tarihinde halka tanıtılmıştır. Şirketler Kuala Lumpur borsasından işlem gören aynı zamanda Malezya Şer'i Danışma Kurulu (SAC) tarafından uygun görülen şirketler arasından seçilmektedir. Kurulun kriterlerinin odak noktası diğer endekslerde olduğu gibi şirketlerin faaliyet alanlarıdır. Ana faaliyet alanları Şer'i ilkelere aykırı olmayan şirketler, onaylanmış menkul kıymetler olarak sınıflandırılmaktadır. Şirketlerin sermayeleri haram kılınan unsurlardan arınmış olmalıdır (Ahmad & Ibrahim, 2002).

3.1.5. MSCI Barra Global Family of Islamic Indices

MSCI İslami endeks serisi, dünya çapında endeks sağlayıcısı olan MSCI Barra tarafından 2007 yılında Şer'i kurallara uyumlu bir şekilde faaliyete geçmiştir. Diğer İslami endekslerde olduğu gibi bu endekse dahil olabilecek şirketler için de iki aşamalı filtreleme kriterleri mevcuttur. İlk aşamada şirketlerin ana faaliyet alanlarına bakılmaktadır. Aşağıda yer alan alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin bu faaliyetlerden elde ettiği gelir, toplam gelirinin %5'inden fazla ise endekse dahil edilmemektedir. Bu faaliyet alanları (MSCI, 2019);

- Alkol ve alkollü mekan işletmeciliği
- Tütün ve Kenevir
- Domuz eti ve ürünleri
- Konvansiyonel finansal kuruluşlar (bankacılık, sigortacılık vb.)
- Silah ve Savunma Sanayi
- Müzik ve müzik yapımcıları
- Sinema ve sinema sağlayıcıları
- Kumar ve kumarhane işletmeciliği
- Otel işletmeciliği
- Yetişkin eğlenceleri

İkinci filtreleme aşaması olarak şirketlerin finansal tablolarına bakılmaktadır ve şirketlerde aşağıdaki kriterleri sağlaması beklenmektedir (MSCI, 2019);

- Toplam borçlarının, toplam varlıklarına oranı %33'den az olmalıdır.
- Nakit ve faiz getirili menkul kıymetlerinin oranı, toplam varlıklarına oranı %33'den az olmalıdır.
- Ticari alacaklarının, toplam varlıklarına oranı %33'den az olmalıdır.

MSCI, endeks oluşumlarını arındırmak için aşağıdaki oran üzerinden verilmesi gereken sadaka tutarını belirlemiştir.

Arındırma oranı: $(\text{Toplam Gelirler} - (\text{Caiz Olmayan Gelirler} + \text{Faiz Geliri})) / \text{Toplam Gelirler}$

3.1.6. Russell-Ideal Ratings Islamic Index

Russell-Ideal Ratings Islamic endeksinde Russell Global endeksinden seçilen, Şer'i hükümlere uyumlu 44 ülkeden 3600 pay senedi işlem görmektedir. Endeksler üç aylık periyodik aralıklarla kontrol edilmekte ve kurallara uygun olmayan şirketler tespit edilip endeksten çıkarılmaktadır. Endeks serisi içerisinde yer alan diğer endeksler aşağıdaki gibidir (Russell-Ideal Ratings Islamic Global Index Family, 2018).

- Russell-Ideal Ratings Islamic Global
- Russell-Ideal Ratings Islamic Global Large Cap
- Russell-Ideal Ratings Islamic Global Small Cap
- Russell-Ideal Ratings Islamic Emerging Markets
- Russell-Ideal Ratings Islamic US Large Cap
- Russell-Ideal Ratings Islamic Developed
- Russell-Ideal Ratings Islamic BRIC Large Cap
- Russell-Ideal Ratings Islamic Global + GCC

Endekse dahil edilecek olan şirketler için diğer tüm endekslerde olduğu gibi bazı filtreleme kriterleri bulunmaktadır. İki aşamalı bir filtreleme süreci bulunmaktadır. İlk aşamada faaliyet alanlarına bakılmakta, helal sayılmayan faaliyet alanlarından elde edilen gelirin toplam gelirin %5'ini aşmaması şartı aranmaktadır. Haram faaliyet alanları aşağıdaki gibi belirtilmiştir (Russell-Ideal Ratings Islamic Global Index Family, 2018);

- Alkol ve tütün
- Domuz eti ve ürünleri
- Reklam ve eğlence sektörü
- Geleneksel finans (bankacılık, sigortacılık)
- Kumarhane işletmeciliği
- Silah üretimi
- Klonlama
- Pornografi film sektörü
- Vadeli altın ve gümüş alım-satımı

İkinci aşamada şirketlerin mali tablolarına bakılmakta ve aşağıdaki şartlar aranmaktadır (Russell-Ideal Ratings Islamic Global Index Family, 2018);

- Şirketin mevduat, nakit ve alacaklarının toplamı, şirketin 12 aylık ortalama toplam piyasa değerine oranı %70'den az olmalıdır.
- Şirketin faize dayalı borçlarının yine şirketin 12 aylık ortalama toplam piyasa değerine oranı %33'den az olmalıdır.
- Şirketin mevduat, nakit ve faize dayalı menkul kıymetlerinin toplamı, şirketin 12 aylık ortalama toplam piyasa değerine oranı %33'den az olmalıdır.

3.1.7. Stoxx Islamic Index

Bu endekste, Stoxx Europe 600 endeksinde işlem gören şirketlerden seçilen ve Şer'i hükümlere uyumlu şirketlerin hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir. 2011 yılında oluşturulan yeni bir endekstir. Tarama ve filtreleme işlemleri bağımsız bir Şariat Denetleme Kurulu tarafından gerçekleştirilmektedir. Yine tüm endekslerde olduğu gibi endekse dahil olabilecek şirketlerin faaliyet alanlarına bakılmakta ve finansal olarak bazı koşullar istenmektedir. Haram olan sektörlerde faaliyet gösteren şirketler endekse dahil edilmemektedir. Bu seride yer alan diğer bazı endeksler ise, Euro Stoxx Islamic50, Stoxx Europe Islamic50 ve Stoxx Europe Islamic endeksleridir (Stoxx Islamic Index, 2020).

3.1.8. Jakarta Islamic Index

Jakarta İslami endeksi 2000 yılında kurulan ve Endonezya borsasında işlem gören bir endekstir. Tüm İslami endekslerde olduğu gibi endekse dahil olacak şirketlerde için Şer'i filtreleme kriterleri bulunmaktadır (Islamic Stock Index, 2020).

3.1.9. Thomson Reuters/IdealRatings Islamic Index

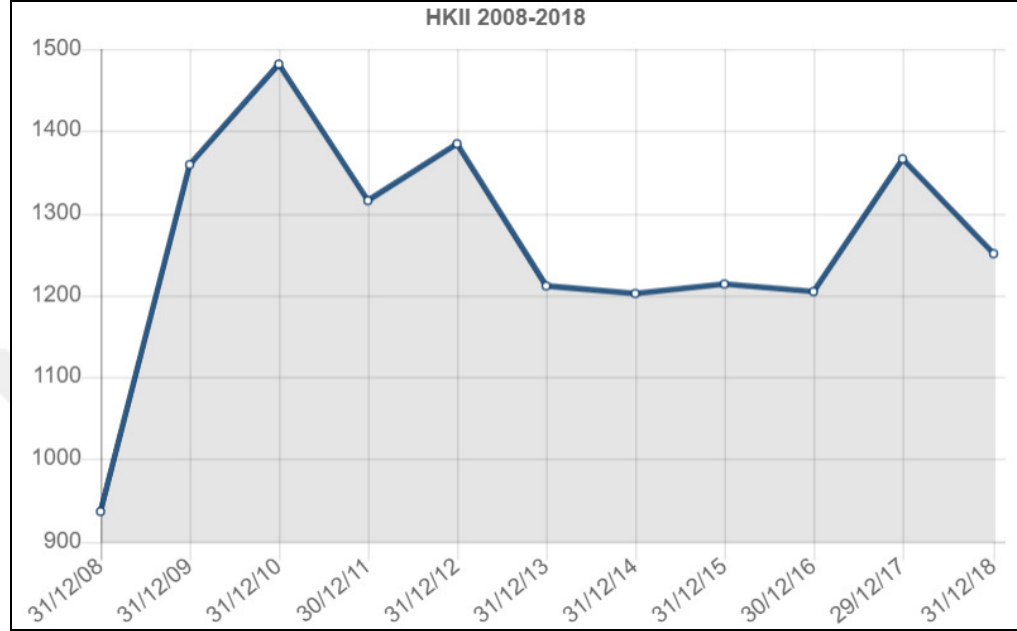
Bu endeks iki büyük şirket olan Thomson Reuters ve Ideal Rating ortaklığıyla oluşturulmuştur. Endeks bünyesinde 18 farklı ülkeden seçilen ve AAOIFI standartlarına uyumlu şirketler bulunmaktadır. Endeksin Şer'i danışma kurulunda bulunan isimler; Dr. M. Daud Bakar, Dr. Mohamed El Gari ve Sheikh Yusuf Talal DeLorenzo'dur (Thomson Reuters Ideal Ratings Islamic, 2015).

3.1.10. Hong Kong Islamic Index (HKII)

Hong Kong İslami endeksi 2007 yılında Arap Ticaret Konseyi tarafından Arap dünyası ile Büyük Çin Bölgesinin ticari ilişkilerini geliştirmek amacıyla

oluşturulmuştur. Endeks bünyesinde Çin ve Hong Kong merkezli faaliyet sürdüren çok sayıda şirketin hisse senetleri işlem görmektedir (HK Islamic Index, 2020).

Grafik 3.37: Hong Kong Islamic Index Getiri Grafiği



Kaynak: *HK Islamic Index* (2020).<http://www.hkislamicindex.com/home.php> Erişim Tarihi: 15 Nisan 2020.

3.1.11. KSE Meezan Index (KMI-30)

KSE Meezan endeksi, Karachi Borsası ve Al-Meezan Yatırım Bankasının ortaklığıyla 2008 yılında oluşturulmuştur. Endeks bünyesinde Şer'i kriterlere uyumlu 30 şirketin hisse senetlerinin performansları ölçülmektedir (KSE - 30 Index Based on Free-Float, https://www.psx.com.pk/psx/themes/psx/documents/BrochureKSE30_Idex.pdf, Erişim Tarihi: 23 Mayıs 2020.)

IV. BÖLÜM

4. TÜRKİYE'DEKİ İSLAMİ ENDEKSLER ve BIST 100 ENDEKSİ

4.1. Katılım Endeksleri Tanımı ve Kriterleri

Türkiye’de İslami endeksler, 2011 yılında katılım endeksleri adıyla Borsa İstanbul (BIST) bünyesinde işlem görmeye başlamıştır. Endeks başlangıç tarihi olarak 31.12.2008 kabul edilmiş olup, endeks başlangıç değeri olarak o zamanki BIST Sınai Endeksinin kapanış değeri olan 19.781,26 kabul edilmiştir. İlk oluşturulan endeks Katılım30 endeksidir. 2014 yılına gelindiğinde Katılım50 ve Katılım Model Portföy adıyla iki endeks daha oluşturulmuştur. Endeks danışma kurulu Melikşah Utku başkanlığında, İlker Şahin sekreterliğinde 8 üyeden oluşmaktadır (Katılım Endeksi 2011, <http://www.katilimendeksi.org>, Erişim Tarihi: 21 Nisan 2020.)

Endeks Danışma Kurulu’nun onayı ile endeks bünyesine dahil edilecek ya da endeksten çıkarılacak şirketler endeks danışmanı Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından belirlenmektedir. Endeks sürekliliğinin sağlanması, hesaplanması ve verilerin sunulmasına dair işlemler Borsa İstanbul tarafından gerçekleştirilmektedir. Dünya üzerindeki diğer İslami endeksler gibi katılım endekslerine de dahil olacak şirketler için iki aşamalı filtreleme kriterleri bulunmaktadır. İlk aşamada şirketlerin ana faaliyet alanlarına bakılmakta ve aşağıda belirtilen haram sektörlerde faaliyet göstermemesi beklenmektedir (Katılım Endeksi 2011, <http://www.katilimendeksi.org>, Erişim Tarihi: 21 Nisan 2020). Faiz içeren finansal sektörler (bankacılık, sigortacılık vb.):

- Alkollü içecek
- Kumar ve şans oyunu
- Domuz eti ve ürünleri
- Basın, yayın ve reklam
- Turizm ve eğlence sektörü
- Tütün mamulleri
- Vadeli altın, gümüş ve döviz ticareti

İlk aşamadaki kriterleri sağlayan şirketlerin ikinci aşamada finansal göstergelerine bakılmaktadır. Bu aşamada da istenen şartlar aşağıdaki gibidir (Katılım Endeksi, 2011);

- Toplam faizli kredilerin, piyasa değerine oranı %30'dan az olmalıdır.
- Faiz getirili nakit ve menkul kıymetlerin, piyasa değerine oranı %30'dan az olmalıdır.
- Haram sayılan sektörlerden elde edilen gelir, toplam gelirin %5'inden az olmalıdır.

4.2. Katılım 30 Endeksi

Katılım 30 endeksinde BIST İstanbul Ulusal Pazar'da işlem gören ve İslami prensiplere uygun şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir. Endeks dahil olacak şirketler daha önce belirtilen kriterleri sağlayan şirketler arasından seçilmektedir. Halka açık piyasa değeri en büyük 30 şirketten oluşmaktadır. İlk olarak 2011 yılında halka tanıtılmıştır. Endeks kodu KATLM'dir. Endeks bünyesinde yer alan şirketler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir (Katılım Endeksi 2011, <http://www.katilimendeksi.org>, Erişim Tarihi: 21 Nisan 2020).

Tablo 4.1: Katılım 30 Endeksinde Yer Alan Hisse Senetleri

HİSSE KODU	HİSSE ADI	HİSSE KODU	HİSSE ADI
AKCNS	Akçansa	KARTN	Kartonsan
ALBRK	Albaraka Türk	KERVT	Kereviş
ALCTL	Alcatel Lucent Teletaş	KONYA	Konya Çimento
ALKIM	Alkim Kimya	LOGO	Logo Yazılım
ASELS	Aselsan	MAVI	Mavi Giyim
BIMAS	Bim Mağazalar	NUHCM	Nuh Çimento
BUCIM	Bursa Çimento	OTKAR	Otokar
CEMTS	Çemtaş	POLHO	Polisan Holding
EGEEN	Ege Endüstri	SELEC	Selçuk Ecza Deposu
FROTO	Ford Otosan	TATGD	Tat Gıda
GENTS	Gentaş	TKNSA	Teknosa İç ve Dış Ticaret
GOODY	Good-Year	TUKAS	Tukaş
HLGYO	Halk GMYO	VERUS	Verusa Holding
IHEVA	İhlas Ev Aletleri	VESBE	Vestel Beyaz Eşya
ISDMR	İskenderun Demir Çelik	YATAS	Yataş

Kaynak: Katılım Endeksi (2011) <http://www.katilimendeksi.org>, Erişim Tarihi: 21 Nisan 2020)

4.3. Katılım 50 Endeksi

Bu endekste, BIST İstanbul Ulusal Pazar’da işlem gören ve Şer’i kurallara uygun olarak faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir. Endekste ki şirketler piyasa değeri en büyük 50 şirketten oluşmaktadır. Katılım 50 endeksi ilk olarak 2014 yılında yayınlanmaya başlamıştır. Endeks kodu KAT50’dir. Endeks bünyesindeki hisse senetleri 3 ayda bir dönemsel gözden geçirmeye tabi tutulmaktadır. Katılım 50 endeksinde yer alan şirketler aşağıdaki tabloda verilmiştir (Katılım Endeksi 2011, <http://www.katilimendeksi.org>, Erişim Tarihi: 21 Nisan 2020).

Tablo 4.2: Katılım 50 Endeksinde Yer Alan Hisse Senetleri

HİSSE KODU	HİSSE ADI	HİSSE KODU	HİSSE ADI
AKCNS	Akçansa	KERVT	Kerevitaş Gıda
AKSUE	Aksu Enerji	KFEIN	Kafein Yazılım
ALBRK	Albaraka Türk	KONYA	Konya Çimento
ALCTL	Alcatel Lucent Teletaş	KRONT	Kron Telekomünikasyon
ALKIM	Alkim Kimya	KRSTL	Kristal Kola
ARDYZ	ARD Bilişim Teknoloji	LOGO	Logo Yazılım
ASELS	Aselsan	MAVI	Mavi Giyim
BANVT	Banvit	NIBAS	Niğbaş Niğde Beton
BFREN	Bosch Fren Sistemleri	NUHCM	Nuh Çimento
BIMAS	Bim Mağazalar	ORGE	Orge Enerji Elektrik
BLCYT	Bilici Yatırım	OTKAR	Otokar
BUCIM	Bursa Çimento	OZGYO	Özderici GMYO
CEMTS	Çemtaş	PAGYO	Panora GMYO
EGEEN	Ege Endüstri	PETUN	Pınar Et ve Un
EGSER	Ege Seramik	POLHO	Polisan Holding
FLAP	Flap Kongre Topl. Hizm.	SELEC	Selçuk Ecza Deposu
FMIZP	F-M İzmit Piston	SMART	Smartiks Yazılım
FONET	Fonet Bilgi Teknolojileri	TATGD	Tat Gıda
FROTO	Ford Otosan	TKNSA	Teknosa İç ve Dış Ticaret
GENTS	Gentaş	TUKAS	Tukaş
GOODY	Good-Year	ULUSE	Ulusoy Elektrik
HLGYO	Halk GMYO	VERUS	Verusa Holding
IHEVA	İhlas Ev Aletleri	VESBE	Vestel Beyaz Eşya
ISDMR	İskenderun Demir Çelik	YATAS	Yataş
KARTN	Kartonsan	YKSLN	Yükselen Çelik

Kaynak: Katılım Endeksi (2011).<http://www.katilimendeksi.org>, 21 Nisan 2020’de erişildi.

4.4. Katılım Model Portföy Endeksi

Bu endekste, BIST İstanbul Ulusal Pazarda işlem gören ve Şer’i hükümlere uyumlu şirketlerin hisse senetleri işle görmektedir. Endeks bünyesindeki şirketler Katılım 50 endeksinde değerlendirme günü itibariyle yer alan 13 şirketten oluşmaktadır. Söz konusu 13 şirket aşağıdaki kriterlere göre seçilmektedir (Katılım Endeksi 2011, <http://www.katilimendeksi.org>, , Erişim Tarihi: 21 Nisan 2020).

- ‘Araştırma Kredi Derecelendirme Puanı’ en düşük 5 pay senedi çıkarılmaktadır.

- Geriye kalan 45 hisse senedinden geriye doğru 181 gün içindeki günlük işlem hacmi 300.000’den az olan hisse senetleri çıkarılmaktadır.
- Kalan paylar içerisinde Fiyat/Kazanç, Firma Değeri/Faiz, Vergi Öncesi Kar ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranlarına bakılır. Hesaplanan oranlar içerisinde en düşük 13 hisse senedi bu endekse dahil edilmektedir.

Katılım Model Portföy Endeksinde yer alan hisse senetleri aşağıdaki tabloda verilmiştir (Katılım Endeksi 2011, <http://www.katilimendeksi.org>, Erişim Tarihi: 21 Nisan 2020).

Tablo 4.3: Katılım Model Portföy Endeksinde Yer Alan Hisse Senetleri

HİSSE KODU	HİSSE ADI
ALBRK	Albaraka Türk
BANVT	Banvit
BLCYT	Bilici Yatırım
EGEEN	Ege Endüstri
GOODY	Good-Year
KERVT	Kerevitaş Gıda
MAVI	Mavi Giyim
NUHCM	Nuh Çimento
ORGE	Orge Enerji Elektrik
PAGYO	Panora GMYO
SELEC	Selçuk Ecza Deposu
VESBE	Vestel Beyaz Eşya
YATAS	Yataş

Kaynak: Katılım Endeksi (2011)<http://www.katilimendeksi.org>, Erişim Tarihi: 21 Nisan 2020)

4.5. BIST 100 Endeksi

Borsa İstanbul Pay Piyasası içerisinde temel endeks olarak kullanılan BIST 100 endeksi, Yıldız Pazar’da işlem gören şirketler arasından seçilmiş olan 100 büyük şirketin hisse senedinden oluşmaktadır. Ayrıca BIST 30 ve BIST 50 endekslerine dahil hisse senetlerini de kapsamaktadır. Söz konusu payların endeks bünyesine dahil olabilmesi için değerlendirme dönemi sonu itibariyle Borsa İstanbul’da en az 60 gün süreyle işlem görmesi şartı aranmaktadır. Endeks kodu XU100’dür ve başlangıç değeri (01.01.1986=1) ‘dir. BIST 100 endeksine dahil edilecek şirketler için herhangi Şer’i

filtreleme kriterleri bulunmamaktadır (Bist Pay Endeksleri Temel Kuralları 2020, <https://www.borsaistanbul.com>, Erişim Tarihi: 20 Mayıs 2020).



V. BÖLÜM

5. TÜRKİYE'DE 2011-2020 DÖNEMİNE İLİŞKİN İSLAMİ ENDEKS PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

5.1. Literatür Taraması

Geçmişten günümüze kadar dünya üzerindeki İslami endekslerin performansına yönelik çok sayıda araştırma ve çalışma yapılmıştır. Bunun ilk örneklerinden biriside Atta'nın 2000 yılında Dow Jones İslami Piyasa Endeksleri üzerine yapmış olduğu çalışmadır. Bu çalışmada, Datastream Küresel Endeksi ile Dow Jones İslami Piyasa endeks getirileri karşılaştırılmıştır. CAPM, Sharpe ve Treynor performans ölçütleri sonuçlarına göre, Dow Jones İslami Piyasa Endeksi üstün getiri sağlamıştır (Atta, 2000).

Hassan 2002 yılında yapmış olduğu çalışmada Dow Jones İslami Piyasa Endeksinin risk-getiri ilişkisi ve piyasa etkinliğini araştırmıştır. Piyasa etkinliğini ölçmek amacıyla Dickey Fuller testleri, korelasyon ve varyans oranlarını kullanmıştır. Elde ettiği sonuçlara göre endeks getirilerinin normal dağılım gösterdiği ve endeksin etkin olduğu görülmüştür. Endeks üzerindeki getirilerde volatilité etkisini ölçmek için GARCH modeli kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre getiri ve volatilité arasında anlamlı pozitif bir ilişki saptanmıştır (Hassan, 2002).

Hussein 2004 yılında yaptığı çalışmada FTSE Global İslami Endeks Serisi ile FTSE Tüm Dünya Endeksinin Ocak 1996-Ağustos 2003 dönemleri arasındaki performanslarını riske karşı düzeltilmiş performans teknikleri üzerinden incelemiştir. Ele alınan dönem iki alt periyoda ayrılmıştır. Tüm dönemler ve piyasanın yüksek olduğu dönem için FTSE İslami Endeks Serisi, FTSE Tüm Dünya Endeksine göre istatistikî açıdan da anlamlı olarak daha fazla getiri sağlamıştır. Piyasanın düşük olduğu dönemde FTSE İslami Endeks Serisi, FTSE Tüm Dünya Endeksine göre daha düşük getiri sağlamıştır (Hussein, 2004:21-40).

Albaity ve Ahmad, 2008 yılında yapmış oldukları çalışmada Nisan 1999- Aralık 2005 dönemleri için, Kuala Lumpur Şariat Endeksi ile Kuala Lumpur Bileşik

Endeksinin performanslarını nedensellik ve Johansen cointegration testlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Elde ettikleri sonuçlara göre Kuala Lumpur Şeriat Endeksinin daha düşük performans gösterdiği ancak istatistiki açıdan farkın anlamlı olmadığı, endeksler arasında uzun dönemde çift yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir (Albaity & Ahmad, 2008:23-43).

Abdul Rahim vd. 2009 yılında yapmış oldukları çalışmada Güney Doğu Asya’da işlem gören İslami endeksler arasındaki korelasyonu ve bilgi transferini incelemişlerdir. Elde ettikleri sonuçlarda Malezya’daki Kuala Lumpur Syariah Endeksi ile Jakarta İslami Endeksleri arasında düşük oranda bir korelasyon bulmuş ve Kuala Lumpur Syariah Endeksinden Jakarta İslami Endeksine doğru volatilité ve getiriyi etkileyen tek yönlü bir bilgi transferinin olduğunu görmüşlerdir (Rahim, Ahmad, & Ahmad, 2009:7-19).

Dağlı vd. 2010 yılında yaptıkları çalışmada Eylül 2007-Kasım 2009 dönemine ilişkin Kurumsal Yönetim endeksi ile BIST 100, BIST 50, BIST 30 ve BIST Tüm Endekslerinin performanslarını karşılaştırmıştır. Elde edilen sonuçlara göre en iyi performansı gösteren edeksler sırasıyla BIST 30, BIST 50, BIST 100 ve Kurumsal Yönetim Endeksidir (Dağlı, Ayaydın, & Eyüboğlu, 2011:18-31).

Hassan ve Girard 2010 yılında yapmış oldukları çalışmada Ocak 1996-Aralık 2005 dönemine ilişkin Dow Jones İslami Piyasa Endeksi ile geleneksel endekslerin performanslarını değerlendirmişlerdir. Araştırmada Sharpe, Treynor, Jensen ve Fama ölçütleri ile Carhart’ın dört faktör fiyatlandırma modeli ve eş-bütünleşme analizlerini kullanmışlardır. Elde ettikleri bulgulara göre iki endeks türü arasında her hangi bir fark bulunamamıştır. Dow Jones İslami Piyasa Endeksi, 1996-2000 yılları arasında yüksek performans gösterirken, 2001-2006 yılları arasında ise benzer endekslere göre daha düşük performans göstermiştir. Genel olarak bakıldığında, risk ve çeşitlendirme faydaları, İslami ve geleneksel endeksler için mevcuttur (Hassan & Girard, 2010:1-31).

Dharani ve Natarajan 2011 yılında yapmış oldukları çalışmada, 2007-2010 dönemine ilişkin olarak Hindistan borsalarında işlem gören Nifty Shariah Endeksi ile Nifty Endeksinin risk ve getirilerini karşılaştırmıştır. Araştırmada ele alınan dönemi ayı ve boğa piyasaları olmak üzere iki alt döneme ayırmışlardır. Elde ettikleri sonuçlara göre her iki endek benzer hareket içindelerdir. Riske göre belirlenmiş getirilerinin risksiz getiri oranına göre daha düşük olduğu görülmüştür. Aynı zamanda Nifty Shariah Endeksinin daha düşük volatilitéye sahip olduğu fakat endeks performansının tüm dönemlerde piyasanın altında seyrettiği sonucuna varılmıştır (Dharani & Natarajan, 2011:213-222).

Beik ve Wardhana 2011 yılında yapmış oldukları çalışmada, finansal kriz dönemi olan 2006 yılına ilişkin Jakarta İslami Endeksi ile Malezya ve ABD'deki İslami endeksler ile olan ilişkilerini incelemişlerdir. Araştırmada 1 Ocak 2006-31 Aralık 2008 dönemleri arasındaki hisse senedi fiyat endeksine ait günlük kapanış verileri kullanılmıştır. Elde ettikleri sonuçlara göre, Endonezya sermaye piyasası ile Malezya ve ABD piyasaları arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmamıştır. Yapılan çalışmada ayrıca yatırımcılara, yatırım portföylerini oluşturma konusunda seçenekler sunulmuştur. Kısa vadede Jakarta İslami Endeksi diğer piyasalarda oluşan şoklardan büyük ölçüde etkilenmektedir. Aynı zamanda Jakarta İslami Endeksi diğer endekslere oranla piyasada en düşük volatiliteye sahip olduğu ve daha istikrarlı olduğu görülmektedir (Beik & Wardhana, 2011:99-109).

Abbes 2012 yılında yapmış olduğu araştırmada, Haziran 2002- Nisan 2012 dönemine ilişkin gelişmiş ve gelişmekte olan Körfez Bölgesinde bulunan 35 ülkedeki geleneksel endekslerle İslami endeksleri karşılaştırmıştır. Çalışmada CAPM modeli ve riske karşı düzeltilmiş yöntemleri kullanmıştır. Elde ettiği bulgulara göre her iki endeks türü arasında bir fark bulunamamıştır (Abbes, 2012:1-23).

Saldanlı 2012 yılında yapmış olduğu çalışmada Eylül 2007- Eylül 2010 dönemine ilişkin Kurumsal Yönetim Endeksi ile BIST100, BIST50 ve BIST30 Endekslerinin performanslarını incelemiştir. Elde ettiği sonuçlara göre en iyi performansı BIST30 göstermiştir. Devamında BIST50 ve BIST100 gelmektedir. En düşük performansı gösteren endeks ise Kurumsal Yönetim Endeksi olmuştur (Saldanlı, 2012:137-154).

Sakti ve Harun 2013 yılında yaptıkları çalışmada Ocak 2000-Aralık 2010 dönemine ilişkin, Jakarta İslami Endeksi ile döviz kuru, enflasyon oranı ve para arzı gibi makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada eş-bütünleşme yöntemlerini ve VAR analizlerini kullanmışlardır. Elde ettikleri sonuçlara göre İslami hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasında eş-bütünleşme ilişkisi vardır. Araştırmaya göre Endonezya İslami Endeksi yerel faktörlerden daha kolay etkilenmektedir (Sakti & Harun, 2013:71-84).

Al-Khazali vd. 2014 yılında yapmış oldukları çalışmada 1996-2012 dönemine ilişkin Dow Jones İslami Endeksi ile Dow Jones konvansiyonel endeksleri Stochastic Dominance analiz yöntemini kullanarak kıyaslamıştır. Araştırmada ele alınan dönemi, 1996-2000 Asya finansal krizi, 2000-2006 Global kriz öncesi periyot ve 2007-2012 Global ekonomik kriz dönemi olmak üzere üç alt döneme ayırmıştır. Elde edilen

sonuçlara göre global ekonomik kriz döneminde İslami endekslerini diğer endekslere göre daha iyi performans gösterdiği görülmektedir (Al-Khazali, HooiLean, & Samet, 2014:29-46).

Ho vd. 2014 yılında yapmış oldukları çalışmada İngiltere, ABD, Fransa, Malezya, Hong Kong, İsviçre, Endonezya ve Hindistan'daki İslami endeksler ile konvansiyonel endeksleri kıyaslamışlar, riske göre düzenlenmiş getirileri üzerine imceleme yapmışlar ve İslami endekslerin kriz dönemlerinde daha iyi bir performansa sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Çalışma 2000-2002 dönemindeki Dotcom krizi ve 2009-2011 dönemindeki global finansal kriz dönemine ilişkindir. Elde edilen bulgulara göre İslami endeksler düşük volatiliye ve düşük beta değerine sahip olduğu için finansal krizlerden daha az etkilenmiştir. Ancak kriz sonrasında İslami endekslerin beklenilenden daha düşük performans gösterdiği ve bazı geleneksel endekslerin İslami endekslerden daha yüksek getiri sağladığı görülmüştür. Ayrıca çalışmada riskten kaçınan geleneksel yatırımcıların özellikle kriz dönemlerinde İslami endeksleri tercih ederek portföylerinde çeşitlilik sağlayabileceği belirtilmiştir (Ho, Rahman, Yusuf, & Zamzamin, 2014:110-121).

El Khamlichi vd. 2014 yılında yapmış oldukları çalışmada endeksler arasında eş-bütünleşme ilişkisi olup olmadığını incelemişlerdir. Çalışmada İslami endeks ile dört ana endeks olan Dow Jones, FTSE, S&P, ve MSCI kıyaslanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre İslami endeks diğer endeksler ile aynı seviye etkinliğe sahiptir. FTSE ve MSCI endeksleri diğer endekslere göre verimliliği düşük olan endekslerdir. Ayrıca diğer bulgulara göre Dow Jones ve S&P endeksleri arasında eş-bütünleşme ilişkisi bulunamamıştır (El-Khamlichi, Sarkar, Arouri, & Teulon, 2014:1137-1150).

Savaşan vd. 2015 yılında yapmış oldukları çalışmada 2011-2015 dönemine ilişkin dışsal şokların Katılım endeksi üzerine etkilerini araştırmışlardır. Araştırmada kullandıkları ZA, Fourier ve KSS birim kök testleri sonucunda serinin durağan olmadığı ve dışsal şokların etkisinin kalıcı olduğu bulgusuna ulaşmışlardır (Savaşan, Yardımcıoğlu, & Beşel, 2015:81-92).

Ülev ve Özdemir 2015 yılında yapmış oldukları çalışmada 2011-2014 dönemine ilişkin Katılım 30 endeksi, BIST 100 endeksi ve faiz oranlarını arasındaki ilişkiyi incelemiştir. İlişkinin varlığını ve yönünü Toda-Yamamoto nedensellik testi kullanarak tespit etmiştir. Elde ettikleri sonuçlara göre Katılım endeksi ile piyasa faiz oranları arasında ilişki bulunmazken, BIST 100 endeksi ile piyasa faiz oranları arasında, faiz

oranlarından BIST 100'e doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir (Ülev & Özdemir, 2015:47-54).

Miniaoui, Sayani ve Chaibi 2015 yılında yapmış oldukları çalışmada, 2008 mali kriz sonrasında Körfez İşbirliği Konseyi'nde bulunan ülkelerdeki İslami ve konvansiyonel endekslerin performanslarını karşılaştırmışlar ve İslami endekslerin konvansiyonel endekslere göre daha az riskli olup olmadığını test etmişlerdir. Araştırmada GARCH modeli kullanılarak değerlerin her birinin ortalamaları ve varyanslarını analiz etmişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre finansal kriz Bahreyn'deki ortalama getirileri etkilerken diğer endeksleri etkilememiştir. Fakat finansal kriz Bahreyn, Kuveyt ve Birleşik Arap Emirlikleri piyasalarındaki volatilitayı etkilemiştir. Diğer piyasalar ve İslami endeks üzerinde herhangi anlamlı bir etkisi bulunmamıştır (Miniaoui, Sayani, & Chaibi, 2015:357-370).

Hammoudeh vd. 2016 yılında yapmış oldukları çalışmada 1999-2013 dönemine ilişkin ABD'nin ekonomik şoklarının ABD, Asya, Avrupa ve İslami menkul kıymetler piyasasına etkilerini SVAR modelini kullanarak incelemiştir. Sonuçlara bakıldığında federal fon oranlarının yükselmesi, uzun vadede tüm menkul kıymetler piyasasını olumsuz olarak etkilemiştir. Asya'daki menkul kıymetler piyasası karşı Avrupa, ABD ve İslami menkul kıymetler piyasasında bu etki daha fazla hissedilmiştir. Ayrıca çalışmada bu şokların İslami menkul kıymetler piyasasındaki dalgalanmaların bir nedeni olduğu görülmüştür. Bu sonuç ile İslami piyasaların, diğer piyasalardan gelen şoklara karşı dayanıklı olduğu düşüncesi ile çelişmektedir (Hammoudeh, Kim, & Sarafrazi, 2016:1195-1209).

Altın ve Caba 2016 yılında yapmış oldukları çalışmada, 2011-2016 dönemine ilişkin Katılım endeksleri ile BIST 100 endeksinin performanslarını karşılaştırmıştır. Elde ettikleri bulgulara göre Katılım endeksinin daha üstün getiri sağladığı görülmüştür (Altın & Caba, 2016:474-487).

Sakarya vd. 2017 yılında yapmış oldukları çalışmada 2011-2016 dönemine ilişkin olarak Katılım 30 Endeksi ile Kurumsal Yönetim Endeksini ve BIST 50 endeksini riske göre düzeltilmiş yöntemler kullanarak karşılaştırmışlardır. Ele alınan araştırma dönemini boğa ve ayı piyasaları olmak üzere iki alt döneme ayırmışlardır. Araştırmada performans ölçme yöntemlerinden Sharpe, Treynor ve Jensen ölçütlerini kullanmışlardır. Elde edilen bulgulara göre Katılım 30 endeksinin günlük getiri ortalaması diğer endekslerden daha üstündür. Ayrıca azalan piyasalarda Katılım 30 endeksinin diğer endekslere göre daha az kaybeden olduğu, artan piyasalarda ise

Kurumsal Yönetim endeksinin, Katılım 30 ve BIST 100 endeksinden daha yüksek bir getiri oranına sahip olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır a(Sakarya, Yıldırım, & Yavuz, 2018:439-454).

5.2. Araştırmanın Amacı

Tezin amaçlarından ilki, katılım endeksleri ile BIST 100 endeksinin risk ve getiri performansını ayı ve boğa piyasaları açısından karşılaştırmaktır. Bu amaçla 07.01.2011-16.03.2020 dönemi için Katılım 30 endeksi ile BIST 100 endeksi, 09.07.2014-16.03.2020 dönemi için ise Katılım 50 endeksi ile BIST 100 endeks verileri dikkate alınmıştır.

Tezin ikinci amacı, katılım endeksleri ile BIST 100 endeksinin risk ve getiri performansını ayı ve boğa piyasaları açısından karşılaştırmaktır

Tezin bir diğer amacı ise, Katılım 30 ve Katılım 50 endeksleri ile BIST 100 endeksi arasındaki nedensellik ilişkisini ve risk yayılımını ortaya koymaktır. Bu kapsamda geleneksel nedensellik testlerinin yanı sıra varyansta nedensellik testlerinden de yararlanılmıştır.

5.3. Veri Seti

Katılım endeksleri ile BIST 100 endekslerinin risk ve performansını karşılaştırmak amacıyla, Katılım 30 endeksi, Katılım 50 endeksi ve BIST 100 endeksine ilişkin günlük kapanış değerleri dikkate alınmıştır. Günlük kapanış değerlerinden hareketle söz konusu endekslere ilişkin getiri serileri oluşturulmuştur. Getiri serilerinin oluşturulmasında aşağıdaki formülden yararlanılmıştır:

$$g_t = \frac{\log(x_t)}{\log(x_{t-1})}$$

Analizlerde aynı Tablo 5.1’de analizlerde kullanılan değişkenlere ilişkin açıklamalar yer almaktadır:

Tablo 5.1:Değişkenlere İlişkin Açıklamalar

Değişkenler	Açıklamaları
GKATILIM30	Katılım 30 endeksine ilişkin kapanış fiyatlarına ilişkin getiri
GKATILIM50	Katılım 50 endeksine ilişkin kapanış fiyatlarına ilişkin getiri
GBIST100	BIST 100 endeksine ilişkin kapanış fiyatlarına ilişkin getiri
TAHVIL	2 yıllık gösterge tahvil faiz oranı

Tablo 5.2’de analizde kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır:

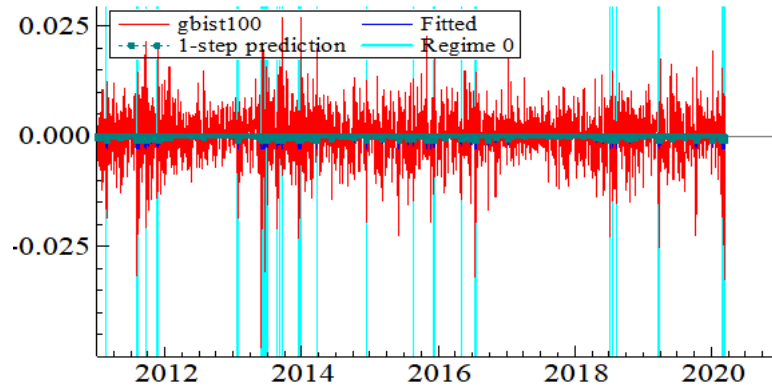
Tablo 5.2: Tanımlayıcı İstatistikler

	GBIST100	GKATILIM30	GKATILIM50
Ortalama	4.78E-05	0.000122	0.000115
Medyan	0.000272	0.000420	0.000478
Maksimum	0.027091	0.025939	0.017988
Minimum	-0.048049	-0.047987	-0.037560
Standart Sapma	0.006184	0.005297	0.005009
Skewness	-0.656935	-1.024689	-1.214729
Kurtosis	7.040138	10.00261	9.052365
Jarque-Bera	1741.726	5137.324	2537.825
Gözlem Sayısı	2316	2316	1432

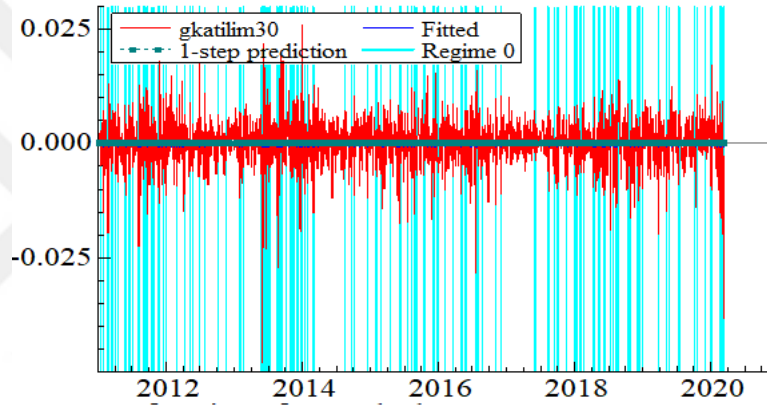
Tablo 5.2’de yer alan tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde, Katılım 30 ve Katılım 50 endekslerine ilişkin getiri oranının BIST 100 endeksi getiri oranına göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Risk açısından değerlendirildiğinde, BIST 100 endeksine ilişkin riskin Katılım 30 ve Katılım 50 endekslerine göre daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Çarpıklık ve basıklık değerlerine bakıldığında ise, her üç endeksin de kalın kuyruk özelliği gösterdiği, diğer bir ifadeyle, leptekurtik dağılıma sahip oldukları görülmektedir.

Şekil 5.1’de BIST100, Katılım 30 ve Katılım 50 endekslerine ilişkin grafikler yer almaktadır. Şekil 5.1, MS-Dynamic modelinden hareketle çizilmiştir. Şekil 5.1’de koyu renkli alanlar piyasada oynaklığın yüksek olduğu dönemi, diğer bir ifadeyle, ayı piyasasını göstermektedir. Açık renkli alanlar ise piyasada oynaklığın düşük olduğu dönemi, diğer bir ifadeyle, boğa piyasasını göstermektedir.

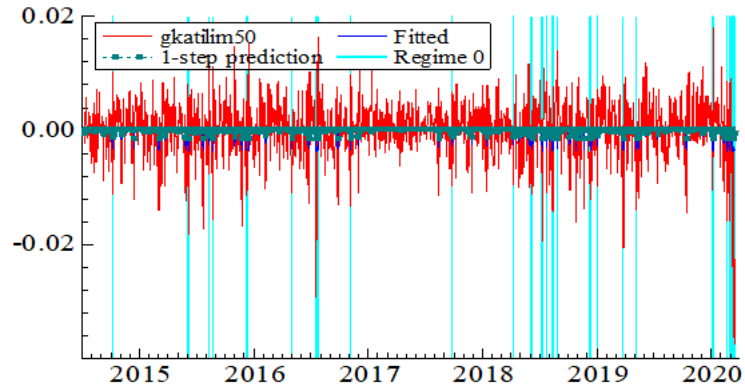
a)



b) Katılım 30



c) Katılım 50



Şekil 5.1: BIST 100, Katılım 30 ve Katılım 50 Endekslerine İlişkin Grafikler BIST 100

Not: BIST 100, Katılım 30 ve Katılım 50 endekslerine ilişkin grafikler MS-Dynamic modelinden hareketle çizilmiştir. Şekillerde Rejim 0 oynaklığın yüksek olduğu dönemi göstermektedir. Koyu renkli alanlar oynaklığın yüksek olduğu dönemleri (ayı piyasası), açık renkli alanlar ise oynaklığın düşük olduğu dönemleri (boğa piyasası) ifade etmektedir.

5.4. Türkiye’de 2011-2020 Dönemine İlişkin İslami Endeks Performanslarının Karşılaştırmalı Analizi

Tezde katılım endeksleri ve BIST 100 endeksine ilişkin riskleri karşılaştırmak amacıyla koşullu değişen varyans modellerinden yararlanılmıştır. Koşullu değişen varyans modellerinden yararlanılmasının nedeni, söz konusu serilerin leptakurtik dağılım göstermesidir. Çalışmada katılım endeksleri ve BIST 100 endeksine ilişkin performanslarının karşılaştırılması amacıyla ise Sharpe Rasyo, Minimum Kabul Edilebilir Risk ve Sortino performans ölçütlerinden yararlanılmıştır. Bu nedenle, bu bölümde koşullu oynaklık modellerinden ve performans ölçütlerinden bahsedilecektir.

Tezde aynı zamanda katılım endeksleri ve BIST 100 endeksinin getiri ve risk performansları ayı ve boğa piyasaları açısından karşılaştırılacaktır. Bu kapsamda, getiri performansının karşılaştırılmasında MS-ARMA modelinden, risk performansının karşılaştırılmasında ise MS-GARCH modelinden yararlanılacaktır.

Tezde son olarak katılım endeksleri ile BIST 100 endeksi arasındaki ilişkiyi koymak amacıyla nedensellik testi uygulanacaktır. Bu kapsamda geleneksel nedensellik testlerinden ve varyansta nedensellik testinden yararlanılacaktır. Böylelikle, iki piyasa arasındaki ortalama ve risk yayılımı ortaya konulmaya çalışılacaktır.

Bu kapsamda bu bölümde ilk olarak uygulanacak yöntemlerden bahsedilecek, ardından ampirik bulgular ortaya konulacaktır.

5.4.1. Araştırmanın Metodolojisi

Bu bölümde ARMA modelleri, koşullu değişen varyans modelleri, Markov Switching (MS) ARMA ve Markov Switching GARCH modelinden, nedensellik testlerinden bahsedilecektir.

5.4.1.1. ARMA Modeli

Birinci sıradan hareketli ortalama, MA(1), spesifikasyonu aşağıdaki gibidir:

$$Y_t = \mu + \varepsilon_t + \theta \varepsilon_{t-1}$$

Burada $\{\varepsilon_t\}$ beyaz gürültüdür ve μ ve θ sabitlerdir. “hareketli ortalama” terimi Y_t ’nin son son iki değerinin, ortalamaya benzer şekilde, ağırlıklandırılmış toplamdan elde edilmesinden gelmektedir.

Y_t 'nin beklenen değeri,

$$E(Y_t) = E(\mu + e_t + \theta e_{t-1}) = \mu + E(e_t) + \theta E(e_{t-1}) = \mu$$

Burada μ sabit terimi göstermektedir. Bu sabit terim sürecin ortalamasını ifade etmektedir.

Y_t 'nin varyansı,

$$\begin{aligned} E(Y_t - \mu)^2 &= E(e_t - \theta e_{t-1})^2 = E(e_t^2 + 2\theta e_t e_{t-1} + \theta^2 e_{t-1}^2) = \sigma^2 + 0 + \theta^2 \sigma^2 \\ &= (1 + \theta^2) \sigma^2 \end{aligned}$$

Birinci otokovaryans,

$$\begin{aligned} E(Y_t - \mu)(Y_{t-1} - \mu) &= E(e_t - \theta e_{t-1})(e_{t-1} - \theta e_{t-2}) \\ &= E(e_t e_{t-1} + \theta e_t^2 + \theta e_t e_{t-2} + \theta^2 e_{t-1} e_{t-2}) \\ &= 0 + \theta \sigma^2 + 0 + 0 = \theta \sigma^2 \end{aligned}$$

Daha yüksek dereceden otokovaryansların tümü sıfırdır:

$$E(Y_t - \mu)(Y_{t-j} - \mu) = E(e_t - \theta e_{t-1})(e_{t-j} - \theta e_{t-j-1}) = 0 \quad j > 1$$

MA(1) süreci θ 'nın değerini dikkate alınmaksızın kovaryans durağandır.

Kovaryans durağan sürecin j.inci otokorelasyonu (ρ_j ile gösterilir) j.inci otokovaryansının varyansına bölünmesi olarak tanımlanmaktadır.

$$\rho_j \equiv \gamma_j / \sqrt{\gamma_0}$$

ρ_j , Y_t ve Y_{t-j} arasındaki korelasyondur.

$$\text{Corr}(Y_t, Y_{t-j}) = \frac{\text{Cov}(Y_t, Y_{t-j})}{\sqrt{\text{Var}(Y_t)}\sqrt{\text{Var}(Y_{t-j})}} = \frac{\gamma_j}{\sqrt{\gamma_0}\sqrt{\gamma_0}} = \rho_j$$

MA(1) süreci için birinci otokorelasyon aşağıdaki gibidir:

$$\rho_1 = \frac{\theta \sigma^2}{(1 + \theta^2) \sigma^2} = \frac{\theta}{(1 + \theta^2)}$$

Daha yüksek dereceden otokorelasyonların tümü sıfırdır.

MA(q) modeli ise aşağıdaki gibidir:

$$Y_t = \mu + e_t + \theta_1 e_{t-1} + \dots + \theta_q e_{t-q}$$

MA(q) sürecinin ortalaması ve varyansı aşağıdaki gibidir (Hamilton, 1994: 49):

$$E(Y_t) = \mu + E(e_t) + \theta_1 E(e_{t-1}) + \theta_2 E(e_{t-2}) + \dots + \theta_q E(e_{t-q}) = \mu$$

$$E(Y_t - \mu)^2 = E(e_t + \theta_1 e_{t-1} + \theta_2 e_{t-2} + \dots + \theta_q e_{t-q})^2$$

Birinci düzeyden otoregresyon süreci, AR(1), aşağıdaki gibidir:

$$Y_t = c + \phi Y_{t-1} + e_t$$

$|\phi| \geq 1$ olduğunda, Y_t için kovaryans durağan süreç mevcut değildir.

$|\phi| < 1$ olduğunda ise, Y_t için kovaryans durağan süreç mevcuttur.

Durağan AR(1) sürecinin ortalaması,

$$\mu = c/(1 - \phi)$$

AR(1) sürecinin varyansı,

$$E(Y_t - \mu)^2 = E(e_t + \phi e_{t-1} + \phi^2 e_{t-2} + \phi^3 e_{t-3} + \dots)^2 = (1 + \phi^2 + \phi^4 + \phi^6 + \dots) \sigma^2 = \sigma^2 / (1 - \phi^2)$$

j. inci otokovaryansı,

$$E(Y_t - \mu)(Y_{t-j} - \mu)$$

$$= E[e_t + \phi e_{t-1} + \phi^2 e_{t-2} + \dots + \phi^j e_{t-j} + \phi^{j+1} e_{t-j-1} + \phi^{j+2} e_{t-j-2} + \dots] e_{t-j}$$

$$[e_{t-j} + \phi e_{t-j-1} + \phi^2 e_{t-j-2} + \dots] = [\phi^j + \phi^{j+2} + \phi^{j+4} + \dots] \sigma^2$$

$$= \phi^j [1 + \phi^2 + \phi^4 + \dots] \sigma^2 = [\phi^j / (1 - \phi^2)] \sigma^2$$

p.inci dereceden otoregresif süreç, AR(p) (Hamilton, 1994: 53-58),

$$Y_t = c + \phi_1 Y_{t-1} + \phi_2 Y_{t-2} + \dots + \phi_p Y_{t-p} + e_t$$

Otoregresif hareketli ortalama, ARMA(p,d,q) modeli,

$$Y_t = \mu + \gamma_1 Y_{t-1} + \gamma_2 Y_{t-2} + \dots + \gamma_p Y_{t-p} + e_t + \theta_1 e_{t-1} - \dots - \theta_q e_{t-q}$$

ARIMA (p,d,q) modelleri, Box ve Jenkins (1970) tarafından tartışılmıştır. Buradaki d ifadesi, veriyi durağan hale getirmek için kaçinci dereceden farkının alındığını göstermektedir. Diğer ifadeyle d sayısı karakteristik denklemdeki birim köklerin sayısına eşittir. Ayrıca, p otogresif (gecikmeli bağımlı değişken) terimi ve q gecikmeli hareketli ortalama terimini ifade etmektedir. Yapılan çalışmalar, küçük p ve q değerlerine sahip kısa modellerde daha etkin bir tahminlemeye neden olmaktadır (Said ve Dickey, 1984: 599, Greene, 2002: 610).

5.4.1.2. Otoregresif Koşullu Değişen Varyans Modelleri

Otoregresif koşullu değişen varyans modellerinden ilki Bollerslev (1986) tarafından geliştirilmiştir. Bollerslev (1986) tarafından geliştirilen GARCH modelinde, geçmiş koşullu varyans değerleri modele dahil edilmektedir. GARCH(p,q) modeli aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^p \beta_i h_{t-i} + \varepsilon_t$$

Burada, ε_t stokastik süreci ve h_t t zamanındaki koşullu varyansı göstermektedir. Bu modelde, $p \geq 0, q \geq 0$

$$\alpha_0 > 0, \alpha_i \geq 0, \quad i = 1, \dots, q$$

$$\beta_i \geq 0, \quad i = 1, \dots, p$$

GARCH(p,q) sürecine ilişkin varyansın her zaman pozitif olması, ve durağanlık koşulunun sağlanması için aşağıdaki şartın gerçekleşmesi gerekmektedir (Bollerslev, 1986: 308-309):

$$V(\varepsilon_t) = E[\varepsilon^2] = \frac{\alpha_0}{1 - \alpha(1) - \beta(1)}$$

$$\alpha(1) + \beta(1) = \sum_{i=1}^p \alpha_i + \sum_{i=1}^q \beta_i < 1$$

GARCH modeli, finansal zaman serilerine gelen negatif ve pozitif şokların etkisinin aynı olduğunu varsaymaktadır. Bununla birlikte, bazı finansal zaman serilerinde negatif şokların etkisi ile pozitif şokların etkisi aynı olmamaktadır. Diğer bir ifadeyle, şokların etkisi asimetriktir. Nelson (1991), asimetri etkisini de dikkate alarak EGARCH modelini geliştirmiştir. Nelson (1991), koşullu varyansın her zaman pozitif olmasını sağlamak amacıyla, koşullu varyansın logaritmasını dikkate almıştır. EGARCH modeli hem asimetriyi göstermekte, aynı zamanda şartlı varyansın her zaman pozitif olmasını da sağlar. Bu modelde, ARCH etkisi, hata kareler yerine, standartlaştırılmış hataların mutlak değeri ile gösterilmektedir. EGARCH (1,1) modeli aşağıdaki gibi yazılabilir (Nelson, 1991: 350-351):

$$\ln(h_t^2) = \alpha_0 + \alpha \left| \frac{\varepsilon_{t-1}}{h_{t-1}} \right| + \delta \frac{\varepsilon_{t-1}}{h_{t-1}} + \beta \ln(h_{t-1}^2)$$

α parametresi ARCH etkisini göstermektedir. β , koşullu varyansı ifade etmektedir. δ parametresi, asimetriyi veya kaldıraç etkisini ölçmektedir. $\delta < 0$ olduğunda, pozitif şoklar (iyi haberler) negatif şoklardan (kötü haberler) daha az oynaklık yaratır. Eğer $\delta > 0$ ise, pozitif değişiklikler negatif değişikliklerden daha çok istikrar bozucudur (Nelson, 1991: 350-351).

Asimetrik etkiyi dikkate alan bir diğer koşullu değişen varyans modeli, TARCH modelidir. TARCH modeli, kaldıraç etkisini belirlemek amacıyla Zakoian (1994) tarafından geliştirilmiştir. TARCH modeli GARCH modeline kaldıraç değişkeni ilave edilerek elde edilir. TARCH, GARCH modelinden farklı olarak hata varyansındaki asimetriyi açıklamaktadır. TARCH modeli pozitif ve negatif şoklar için farklı GARCH modelleri varsaymaktadır. TARCH (1,1) modeli aşağıdaki gibi yazılabilir (Zakoian, 1994):

$$h_t^2 = \alpha_0 + \alpha \varepsilon_{t-1}^2 + \gamma \varepsilon_{t-1}^2 d_{t-1} + \beta h_{t-1}^2$$

Burada

$$d_t = \begin{cases} 1, & \text{eğer } \varepsilon_t < 0 \text{ ise} \\ 0, & \text{diğer durumlarda} \end{cases}$$

Bu modelde α parametresi ARCH etkisinin, β parametresi GARCH etkisinin ve γ terimi ise kaldıraç etkisinin ve aynı zamanda asimetriğin göstergesidir.

5.4.1.3. Markov Rejim Değişim Modeli

Doğrusal olmayan zaman serilerinde rejim değişim olasılığını kullanma düşüncesi 1983 yılında tartışılmaya başlanmıştır. Hamilton (1989), Markov rejim değişim modelini geliştirmiştir. Bu modelde geçişkenlik, iki durumlu Markov zinciri ile ifade edilmektedir (Tsay, 2005). Hamilton (1989)'ın Markov-rejim modeli çeşitli makroekonomik ve finansal zaman serilerinde rejim değişimine izin veren bir modeldir (Nelson ve diğerleri, 2001).

s_t , $\{1, 2, \dots, N\}$ sadece tam sayı değerlerini alabilen rassal bir değişken olsun. s_t 'nin belirli bir j değerine eşit olma olasılığı, s_t 'nin geçmiş değerlerine bağlı olarak hesaplanabilir.

$$P\{s_t = j / s_{t-1} = i, s_{t-2} = k, \dots\} = P\{s_t = j / s_{t-1} = i\} = p_{ij}$$

Böyle bir süreç, $\{p_{ij}\}_{i,j=1,2,\dots,N}$ geçiş olasılıklı N durumlu Markov zinciri olarak tanımlanmaktadır. p_{ij} geçiş olasılığı, i durumunun j durumu tarafından izlenme olasılığını vermektedir (Hamilton, 1994).

$$p_{i1} + p_{i2} + \dots + p_{iN} = 1$$

Markov rejim değişim modeli (MS-Dynamic) üç temel geleneğe dayanmaktadır. İlk gelenek, zamanla değişmeyen ve doğrusal bir yapıya sahip olan modelidir. İkinci gelenek, gizli Markov zinciri modelidir. Üçüncü gelenek ise, Markov rejim değişim regresyon modelidir (Krolzig, 1997).

Sistem rejim değişimlerine maruz kaldığında, dinamik model sürecinin parametreleri zamanla değişebilmektedir. Bununla birlikte süreç, t zamanında hâkim olan rejimi ifade eden s_t gözlenemeyen rejim değişkenine bağlı olarak zamanla sabit olabilir. M olası rejimlerin sayısını ifade etsin. $s_t \in \{1, \dots, M\}$. y_t gözlemlenen zaman serisi vektörünün koşullu olasılık yoğunluk fonksiyonu aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$p(y_t | Y_{t-1}, s_t) = \begin{cases} f(y_t | Y_{t-1}, \theta_1) & \text{eğer } s_t = 1 \\ \dots \\ f(y_t | Y_{t-1}, \theta_M) & \text{eğer } s_t = M \end{cases}$$

Burada θ_m , $m = 1, \dots, M$ rejiminde parametre vektörüdür ve Y_{t-1} gözlemlerdir $\{y_{t-j}\}_{j=1}^{\infty}$ (Krolzig, 2002).

5.4.1.4. Performans Değerlendirme Ölçütleri

Performans değerlendirme ölçütlerinden ilki Sharpe oranı olarak belirtilebilir. Sharpe oranı, riske göre düzeltilmiş performans ölçme yöntemlerinden biridir. Sharpe oranı aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{R_a - R_f}{\sigma_a}$$

Burada R_a a portföyünün ortalama getirisini, R_f risksiz faiz oranının ortalama getirisini, σ_a portföyün standart sapmasını göstermektedir. Sharpe oranı, portföyün taşıdığı toplam riske karşılık olarak yatırımcının risksiz faiz oranı üzerinden talep ettiği ek getiriye göstermektedir. Yükselen getiri ya da düşen standart sapma iyi bir durumdur ve Sharpe oranını arttırmaktadır. Sharpe oranı kıstasına göre iki alternatif arasından seçim yapılırken yüksek olanı tercih etmektedir.

Bir diğer performans ölçütü, M^2 performans ölçütüdür. M^2 performans ölçütü risk ölçütü olarak toplam riski esas almaktadır. Fakat, karşılaştırma ölçütüne (benchmark) göre portföy getirilerinin performanslarını yorumlamak daha kolaydır. M^2 performans ölçütü aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$M^2 = R_f + \frac{R_a - R_f}{\sigma_a} \sigma_m \text{ veya } M^2 = R_f + (\text{Sharpe oranı } \sigma_m)$$

Burada σ_m karşılaştırma ölçütünün getirilerinin standart sapmasını göstermektedir. M^2 ölçütü, tüm portföyleri piyasa karşılaştırma ölçütündeki risk seviyesine göre ayarlamak için riskin piyasa fırsat maliyetini yada risk ve getiri arasındaki dengeyi kullanmaktadır. Bu sayede, bir portföyün riskini piyasa riskini piyasa riskiyle eşleştirmekte ve bu eşitlenen risk seviyesinde portföyün getirisini ölçmektedir.

Bir diğer performans ölçütü Sortino oranıdır. Bu oranın, payda kısmında portföyün standart sapmasının yerine, minimum kabul edilebilir getiri düzeyinin altında kalan portföy getirilerinin standart sapması Sharpe oranıyla arasındaki tek farklılıktır. Sortino oranı aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$\text{Sortino Oranı} = \frac{R_a - MKEG}{\sqrt{\sum_{t=0}^T \frac{(R_{at} - MKEG)^2}{T} \quad R_{at} < MKEG}}$$

R_{at} sadece $MKEG > R_{at}$ olduğunda hesaplamaya dahil edilmektedir. Burada MKEG minimum kabul edilebilir getiriyi, T analize konu olan hafta sayısını, R_{at} a portföyünün t anındaki getirisini göstermektedir.

Minimum kabul edilebilir getiri oranı, yatırımcının elde etmeyi beklediği, garanti edilmiş, riski olmayan getiri oranıdır. Genel olarak risksiz faiz oranı kullanılmaktadır. Sortino oranına göre elde edilen değerlerin pozitif veya büyük olması portföy performansının iyi olduğu anlamına gelmektedir.

Bir diğer performans ölçütü, Treynor ölçütüdür. Reynor portföy riskini ölçmek için sistematik risk göstergesi olan beta katsayısını seçmiştir. Çünkü menkul kıymet yatırım fonları, çeşitlendirme ve uygun risk gruplarına göre seçilebilme imkanı nedeniyle sistematik olmayan riski elimine edebilmektedir. Geriye sadece beta tarafından temsil edilen sistematik risk kalmaktadır. Treynor endekai aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$Treyner\ Endeksi = \frac{R_a - R_f}{\beta_a}$$

β_a portföyün sistematik riskini (beta) temsil etmektedir. Reynor endeksinin yükselmesi portföyün başarısının da artması anlamına gelmektedir.

T^2 Performans Ölçütü: Bu yöntem, Treynor oranını yüzde getiri şeklinde ifade etmektedir. Bu yöntem, portföye risksiz getiri değerini ekleyerek risk düzeltilmesi yapar. T^2 performans ölçütü aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

$$T^2 = Treynor\ Endeksi - (R_m - R_f)$$

R_m karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisini ifade etmektedir.

Aşağı yönlü risk, riski hesaplarken pozitif getirileri elimine etmektedir. Diğer bir ifadeyle, risk hesaplanırken ortalama getiri kullanılması yerine, “minimum kabul edilebilir getiri” kullanılmaktadır. Bu ölçü, minimum hedef oranının aşağısındaki düşük performansın değişkenliğini ölçmektedir. Bu oranı hesaplayabilmek için hedef orandan (minimum kabul edilebilir getiri (MAR, Minimum Accepted Return)) daha düşük olan getiriler ve hedef oranla aralarındaki fark dikkate alınmaktadır. Aşağı yönlü risk aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$Aşağı\ yönlü\ risk(R, MAR) = \sum_{t=1}^n \frac{\min [(R_t - MAR), 0]^2}{n}$$

Burada n tüm serideki gözlemlerin sayısı yada minimum kabul edilebilir getirinin (MAR) aşağısına düşen serilerin alt kümesindeki gözlemlerin sayısıdır. R ise getirileri ifade etmektedir. Aşağı yönlü risk değeri sıfıra yaklaştıkça riskin düştüğü, sıfırdan uzaklaştıkça ise riskin arttığı ifade edilebilir.

5.4.2. Ampirik Bulgular

Bu bölümde ilk olarak katılım endeksleri ile BIST 100 endeksinin risk ve performans analizi gerçekleştirilecektir. Ardından ise, katılım endeksleri ile BIST100 endeksi arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla geleneksel nedensellik ve varyansta nedensellik analizleri gerçekleştirilecektir.

5.4.4.2.1. Katılım Endeksleri ve BIST 100 Endeksine İlişkin Risk Analizi

Tezde ilk olarak Katılım 30, Katılım 50 ve BIST100 endekslerine ilişkin uygun ARMA modelleri belirlenmeye çalışılmıştır. Uygun ARMA modellerinin

belirlenmesinde bilgi kriterleri (Akaike, Schwarz) ve katsayıların anlamlılıkları dikkate alınmıştır. Diğer bir ifadeyle, Akaike ve Schwarz bilgi kriterleri en düşük olan ve katsayıları anlamlı olan model, uygun model olarak belirlenmiştir. Tablo 5.3'te BIST 100'e ilişkin oluşturulan ARMA (2,2) model tahmin sonucu yer almaktadır.

Tablo 5.3: BIST100 Endeksine İlişkin ARMA(2,2) Model Tahmin Sonucu

Değişken	Katsayı	Standard Hata	t-İstatistiği	Olasılık
C	4.68E-05	0.000144	0.325062	0.7452
AR(1)	0.586655***	0.197476	2.970765	0.0030
AR(2)	-0.396137**	0.183345	-2.160611	0.0308
MA(1)	-0.601109***	0.190507	-3.155316	0.0016
MA(2)	0.460253***	0.178609	2.576878	0.0100
SIGMASQ	3.80E-05***	6.87E-07	55.39112	0.0000
Akaike	-7.334105			
Schwarz	-7.319215			
Q(50)	55.283			
Q ² (50)	291.80***			
ARCH(5)	24.3123***			

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 önem seviyesinde anlamlılıkları ifade etmektedir. AR katsayıları geçmiş dönem getirileri, MA katsayıları ise geçmiş dönem şokları ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler gecikme uzunluklarını göstermektedir.

Tablo 5.3'te yer alan model BIST100'e ilişkin ARMA(2,2) model tahmin sonucuna göre, bir dönem (bir gün) önceki BIST100 getirisi cari dönemdeki getiriyi arttırdığı, iki dönem önceki getirinin ise cari dönemdeki getiriyi azalttığı görülmektedir. Bir dönem önce meydana gelen şoklar cari dönemde BIST100 getirisinin azalmasına, iki dönem önceki şoklar ise BIST100 getirisinin artmasına neden olmaktadır.

Tablo 5.3'teki diagnostik testler dikkate alındığında, otokorelasyonun varlığını test etmek amacıyla yapılan Q(50) sonucu dikkate alındığında, modelde otokorelasyonun olmadığı ifade edilebilir. Bununla birlikte, farklı varyans problemini test etmek amacıyla gerçekleştirilen Q²(50) ve ARCH(5) testleri modelde ARCH etkisinin varlığını göstermektedir. Bu nedenle modellemeye, otoregresif koşullu değişen varyans modelleri ile devam edilecektir.

Tablo 5.4'de Katılım 30 endeksine ilişkin oluşturulan ARMA (2,2) model tahmin sonucu yer almaktadır.

Tablo 5.4: Katılım 30 Endeksine İlişkin ARMA(2,1) Model Tahmin Sonucu

Değişken	Katsayı	Standard Hata	t-İstatistiği	Olasılık
C	0.000121	0.000135	0.891497	0.3728
AR(1)	1.247176***	0.134902	9.245059	0.0000
AR(2)	-0.687807***	0.119733	-5.744508	0.0000
MA(1)	-1.221827***	0.131335	-9.303113	0.0000
MA(2)	0.714493***	0.111616	6.401329	0.0000
SIGMASQ	2.79E-05***	4.43E-07	62.94134	0.0000
Akaike	-7.645034			
Schwarz	-7.630095			
Q(50)	41.984			
Q ² (50)	346.39***			
ARCH(5)	42.17725***			

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 önem seviyesinde anlamlılıkları ifade etmektedir. AR katsayıları geçmiş dönem getirileri, MA katsayıları ise geçmiş dönem şokları ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler gecikme uzunluklarını göstermektedir.

Tablo 5.4'te yer alan model Katılım 30 endeksine ilişkin ARMA(2,2) model tahmin sonucuna göre, bir dönem (bir gün) ve iki dönem önceki Katılım 30 endeks getirisi cari dönemdeki getiriye arttırdığı görülmektedir. Bir dönem önce meydana gelen şoklar cari dönemde Katılım 30 endeks getirisinin azalmasına neden olmaktadır.

Tablo 5.4'teki diagnostik testler dikkate alındığında, otokorelasyonun varlığını test etmek amacıyla yapılan Q(50) sonucu dikkate alındığında, modelde otokorelasyonun olmadığı ifade edilebilir. Bununla birlikte, farklı varyans problemini test etmek amacıyla gerçekleştirilen Q²(50) ve ARCH(5) testleri modelde ARCH etkisinin varlığını göstermektedir. Bu nedenle modellemeye, otoregresif koşullu değişen varyans modelleri ile devam edilecektir.

Tablo 5.5: Katılım 50 Endeksine İlişkin ARMA(2,2) Model Tahmin Sonucu

Değişken	Katsayı	Standard Hata	t-İstatistiği	Olasılık
C	0.000104	0.000192	0.543382	0.5870
AR(1)	-0.266444***	0.110557	-2.410011	0.0161
AR(2)	0.614098***	0.121316	5.061972	0.0000
MA(1)	0.351735***	0.123171	2.855660	0.0044
MA(2)	-0.504526***	0.133320	-3.784323	0.0002
SIGMASQ	2.46E-05***	5.85E-07	42.13588	0.0000
Akaike	-7.765014			
Schwarz	-7.742946			
Q(50)	53.287			
Q ² (50)	293.40***			
ARCH(5)	57.3797***			

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 önem seviyesinde anlamlılıkları ifade etmektedir. AR katsayıları geçmiş dönem getirileri, MA katsayıları ise geçmiş dönem şokları ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler gecikme uzunluklarını göstermektedir.

Tablo 5.5'te yer alan model Katılım 50 endeksine ilişkin ARMA(2,2) model tahmin sonucuna göre, bir dönem (bir gün) ve iki dönem önceki Katılım 50 endeks

getirisi cari dönemdeki getiriyi arttırdığı görülmektedir. Bir dönem önce meydana gelen şoklar cari dönemde Katılım 50 endeks getirisinin azalmasına neden olmaktadır.

Tablo 5.5'teki diagnostik testler dikkate alındığında, otokorelasyonun varlığını test etmek amacıyla yapılan Q(50) sonucu dikkate alındığında, modelde otokorelasyonun olmadığı ifade edilebilir. Bununla birlikte, farklı varyans problemini test etmek amacıyla gerçekleştirilen $Q^2(50)$ ve ARCH(5) testleri modelde ARCH etkisinin varlığını göstermektedir. Bu nedenle modellemeye, otoregresif koşullu değişen varyans modelleri ile devam edilecektir.

Katılım 30, Katılım 50 ve BIST 100 endekslerine ilişkin uygun ARMA modellerinin belirlenmesinin ardından söz konusu endekslere ilişkin koşullu oynaklık modellemeleri gerçekleştirilmiştir. Uygun koşullu oynaklık modellerinin belirlenmesinde, modellerin durağanlıkları, bilgi kriterleri ve parametrelerin anlamlılıkları dikkate alınmaktadır.

Tablo 5.6'da BIST 100 endeksine ilişkin ARMA(2,2)-GARCH(1,1) model tahmin sonucu yer almaktadır.

Tablo 5.6: BIST 100 Endeksine İlişkin ARMA(2,2)-GARCH(1,1) Model Tahmin Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standard Hata	t-İstatistiği	Olasılık
Ortalama Denklem				
Sabit Terim	0.000342***	0.000102	3.337	0.0009
AR(1)	-0.06833	0.068602	-0.9961	0.3193
AR(2)	0.905647***	0.07026	12.89	0
MA(1)	0.058733	0.070574	0.8322	0.4054
MA(2)	-0.90574***	0.072817	-12.44	0
Varyans Denklemi				
Sabit Terim	0.63561	0.54963	1.156	0.2476
α	0.045324**	0.020044	2.261	0.0238
β	0.93919***	0.032527	28.87	0
Student(DF)	5.713968***	0.66142	8.639	0
Akaike	-7.4864			
Schwarz	-7.4640			
Q(50)	85.7731			
$Q^2(50)$	49.4171			
ARCH(5)	1.2320			

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 önem seviyesinde anlamlılıkları ifade etmektedir. AR katsayıları geçmiş dönem getirileri, MA katsayıları ise geçmiş dönem şokları ifade etmektedir. α ARCH parametresini, β GARCH parametresini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler gecikme uzunluklarını göstermektedir.

Tablo 5.6'da yer alan BIST 100'e ilişkin ARMA(2,2)-GARCH(1,1) model tahmin sonucunda, α parametresi ilk şokun etkisini, β parametresi koşullu varyansın etkisini, $\alpha+\beta$ parametrelerinin toplamı şokun kalıcılığını göstermektedir. $\alpha+\beta$ parametrelerinin toplamı 1'e yakın olduğu görülmektedir. Bu sonuç, BIST 100 endeksinde şokların kalıcı olduğu ifade edilebilir. Sisteme gelen şokun sistemde kalma süresi ortalama 44 gündür.

BIST 100'e ilişkin ARMA (2,2)-GARCH (1,1) modeline ilişkin diagnostik testlere bakıldığında, modelde otokorelasyon probleminin olmadığı, ARCH etkisinin oradan kalktığı görülmektedir.

Şekil 5.2'de yer alan artık kareler ve riske maruz değer grafikleri incelendiğinde, oynaklıktaki artışın en yüksek olduğu dönemin 2013 yılı ortalarında olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, 2011, 2014, 2016 yıllarının ortalarında, 2018-2019 dönemlerinde oynaklığın arttığı ifade edilebilir.

Tablo 5.7'de Katılım 30 endeksine ilişkin ARMA(2,2)-GARCH (1,1) model tahmin sonucu yer almaktadır.

Tablo 5.7: Katılım 30 Endeksine İlişkin ARMA(2,2)-GARCH(1,1) Model Tahmin Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standard Hata	t-İstatistiği	Olasılık
Ortalama Denklemler				
Sabit Terim	0.000425***	9.61E-05	4.419	0.0000
AR(1)	-0.49293***	0.1802	-2.735	0.0063
AR(2)	0.423175**	0.16804	2.518	0.0119
MA(1)	0.522297***	0.18229	2.865	0.0042
MA(2)	-0.38046***	0.16845	-2.259	0.024
Varyans Denklemi				
Sabit Terim	1.414438***	0.66445	2.129	0.0334
α	0.087709***	0.024613	3.564	0.0004
β	0.863187***	0.044623	19.34	0.0000
Student(DF)	5.254114***	0.58314	9.01	0.0000
Akaike	-7.8547			
Schwarz	-7.8324			
Q(50)	55.2422			
Q ² (50)	36.1443			
ARCH(5)	0.2413			

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 önem seviyesinde anlamlılıkları ifade etmektedir. AR katsayıları geçmiş dönem getirileri, MA katsayıları ise geçmiş dönem şokları ifade etmektedir. α ARCH parametresini, β GARCH parametresini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler gecikme uzunluklarını göstermektedir.

Tablo 5.7’de yer alan Katılım 30 endeksine ilişkin ARMA(2,2)-GARCH(1,1) model tahmin sonucunda, α parametresi ilk şokun etkisini, β parametresi koşullu varyansın etkisini, $\alpha+\beta$ parametrelerinin toplamı şokun kalıcılığını göstermektedir. $\alpha+\beta$ parametrelerinin toplamı 0.95 olduğu görülmektedir. Bu sonuç, Katılım 30 endeksinde şokların kalıcı olduğu ifade edilebilir. Sisteme gelen şokun sistemde kalma süresi ortalama 14 gündür.

Katılım 30 endeksine ilişkin ARMA(2,2)-GARCH(1,1) modeline ilişkin diagnostik testlere bakıldığında, modelde otokorelasyon probleminin olmadığı, ARCH etkisinin oradan kalktığı görülmektedir.

Şekil 5.2’de Katılım 30 endeksine ilişkin yer alan artık kareler ve riske maruz değer grafikleri incelendiğinde, oynaklıktaki artışın en yüksek olduğu dönemin 2013 yılı ortalarında olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, 2014, 2016 yıllarının ortalarında, 2018-2019 dönemlerinde oynaklığın arttığı ifade edilebilir.

Tablo 5.8’de Katılım 50 endeksine ilişkin ARMA(2,2)-GARCH(1,1) model tahmin sonucu yer almaktadır.

Tablo 5.8: Katılım 50 Endeksine İlişkin ARMA(2,2)-GARCH(1,1) Model Tahmin Sonuçları

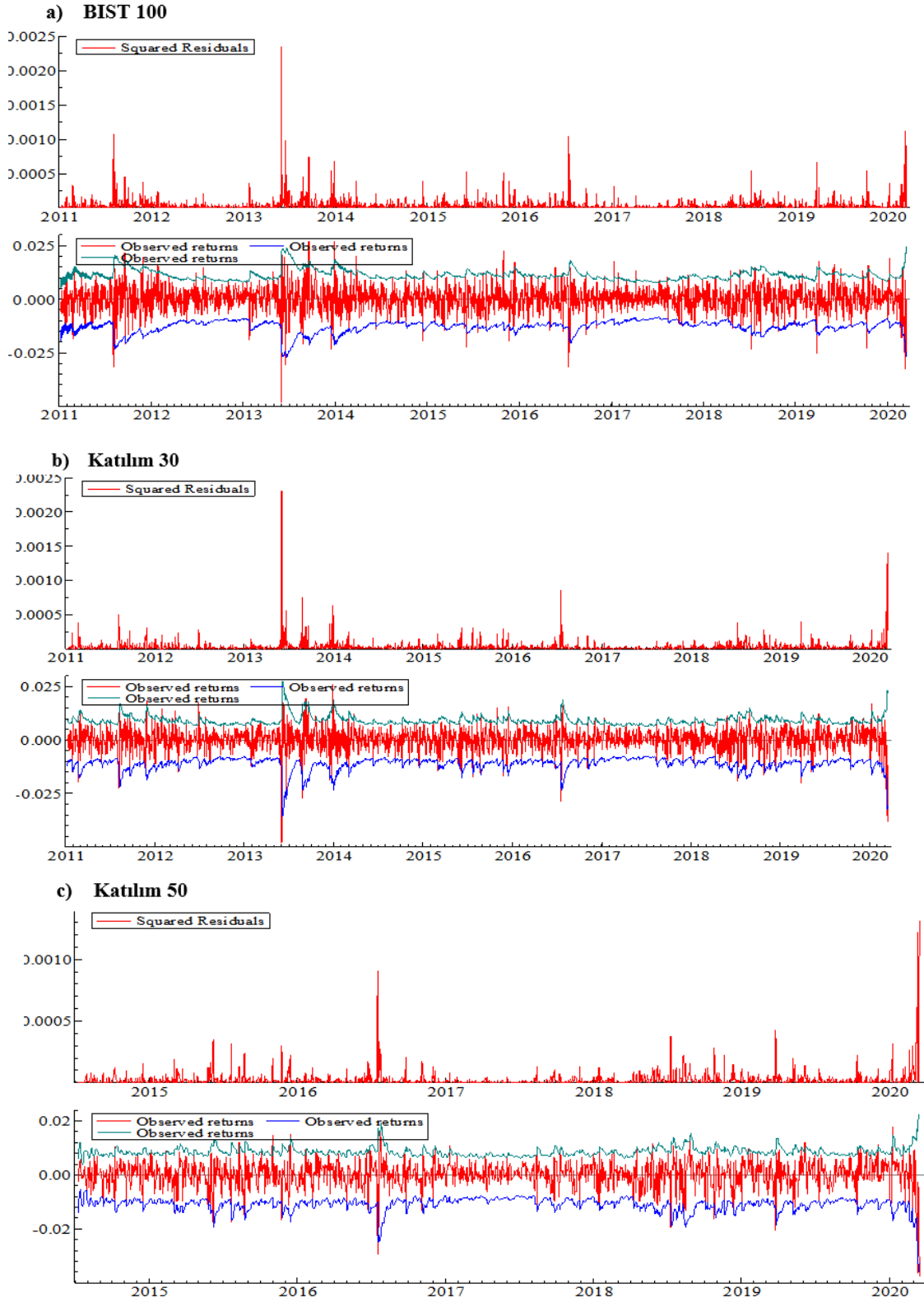
Değişken	Katsayı	Standard Hata	t-İstatistiği	Olasılık
Ortalama Denklemi				
Sabit Terim	0.000473	0.000118	3.993	0.0001
AR(1)	1.407501	0.09506	14.81	0.0000
AR(2)	-0.8744	0.11777	-7.424	0.0000
MA(1)	-1.37053	0.11878	-11.54	0.0000
MA(2)	0.870115	0.13358	6.514	0.0000
Varyans Denklemi				
Sabit Terim	1.990937	1.5635	1.273	0.2031
α	0.100177	0.04171	2.402	0.0164
β	0.825748	0.099263	8.319	0.0000
Student(DF)	4.954509	0.66041	7.502	0.0000
Akaike				
Schwarz				
Q(50)				
Q ² (50)				
ARCH(5)				

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 önem seviyesinde anlamlılıkları ifade etmektedir. AR katsayıları geçmiş dönem getirileri, MA katsayıları ise geçmiş dönem şokları ifade etmektedir. α ARCH parametresini, β GARCH parametresini ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler gecikme uzunluklarını göstermektedir.

Tablo 5.8’de yer alan Katılım 50 endeksine ilişkin ARMA(2,2)-GARCH(1,1) model tahmin sonucunda, α parametresi ilk şokun etkisini, β parametresi koşullu varyansın etkisini, $\alpha+\beta$ parametrelerinin toplamı şokun kalıcılığını göstermektedir. $\alpha+\beta$ parametrelerinin toplamı 0.92 olduğu görülmektedir. Bu sonuç, Katılım 50 endeksinde şokların kalıcı olduğu ifade edilebilir. Sisteme gelen şokun sistemde kalma süresi ortalama 9 gündür.

Katılım 50 endeksine ilişkin ARMA(2,2)-GARCH(1,1) modeline ilişkin diagnostik testlere bakıldığında, modelde otokorelasyon probleminin olmadığı, ARCH etkisinin oradan kalktığı görülmektedir.

Şekil 5.2’de Katılım 50 endeksine ilişkin yer alan artık kareler ve riske maruz değer grafikleri incelendiğinde, oynaklıktaki artışın en yüksek olduğu dönemin 2016 yılı ortalarında olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, 2018-2019 dönemlerinde oynaklığın arttığı ifade edilebilir.



Şekil 5.2: BIST100, Katılım 30 ve Katılım 50 Endekslerine İlişkin Oluşturulan GARCH Modellerinden Elde Edilen Artık Kareler ve Riske Maruz Değer Grafikleri

Tezde aynı zamanda, BIST 100 endeksi ile Katılım 30 ve Katılım 50 endekslerine ilişkin riskler ayı ve boğa piyasaları açısından değerlendirilmiştir. Bu amaçla MS-GARCH modelinden yararlanılmıştır.

Tablo 5.9’da BIST 100 endeksine ilişkin MS-GARCH model tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5.9: BIST 100 Endeksine İlişkin MS-GARCH Model Tahmin Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standard Hata	t-İstatistiği
$\sigma(0)$	0.000453***	0.00015	3.029592
$\sigma(1)$	0.002594**	0.001347	1.925783
$\alpha(0)$	0.017945***	0.004584	3.914594
$\alpha(1)$	0.063742*	0.04111	1.247157
$\beta(0)$	0.967828***	0.008855	109.2973
$\beta(1)$	0.91913***	0.0692	13.28223
$p_{\{0 0\}}$	0.965396***	0.01475	65.45058
$p_{\{1 1\}}$	0.688276***	0.09322	7.383351
LR Test İstatistiği	375.95***		
Q(50)	64.372		
Q ² (50)	62.458		
ARCH(5)	0.3683		
	Rejim 0	Rejim 1	Gözlem Sayısı
Rejim 0	0.9654	0.3117	2192
Rejim 1	0.0346	0.6882	124

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 önem seviyesinde anlamlılıkları ifade etmektedir. α ARCH parametresini, β GARCH parametresini ifade etmektedir. Parantez içindeki 0 ve 1 değerleri sırasıyla Rejim 0 ve Rejim 1’i göstermektedir. Rejim 0 düşük oynaklık rejimini (boğa piyasasını) ve Rejim 1 ise yüksek oynaklık rejimini (ayı piyasasını) ifade etmektedir.

Tablo 5.9’da yer alan sonuçlar incelendiğinde, BIST 100 endeks getirisinde ilk şokun etkisinin ayı piyasasında daha yüksek olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, BIST 100 endeks riski boğa piyasasında daha yüksektir. Piyasa gelen şokun kalıcılığının açısından değerlendirildiğinde ise, boğa piyasasında piyasaya gelen şokun etkisi 48 gün sürerken, ayı piyasasında piyasaya gelen şokun etkisi 40 gün sürmektedir.

Geçiş olasılıklarına göre, BIST 100 endeksinin boğa piyasasından (Rejim 0) boğa piyasasına (Rejim 0) geçiş olasılığı 0.9654 iken ayı piyasasından (Rejim 1) ayı piyasasına (Rejim 1) geçiş olasılığı 0.6882’dir. Bu durum BIST 100 endeksi için Rejim 0’ın (boğa piyasasının) kalıcı olduğunu göstermektedir. BIST 100 endeksinin boğa piyasasında kalma süresi ortalama 29 gün iken, ayı piyasasında kalma süresi ortalama 3 gündür.

Tablo 5.10’da Katılım 30 endeksine ilişkin MS-GARCH model tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5.10: Katılım 30 Endeksine İlişkin MS-GARCH Model Tahmin Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standard Hata	t-İstatistiği
Sigma(0)	0.000433***	0.000078	5.5512
sigma(1)	0.001869***	0.000822	2.2744
α (0)	0.016088***	0.001725	9.3263
α (1)	0.065184***	0.006388	10.2041
β (0)	0.962076***	0.06666	14.4325
β (1)	0.873617***	0.05686	15.3643
$p_{\{0 0\}}$	0.943185***	0.02319	40.6720
$p_{\{1 1\}}$	0.713634***	0.06098	11.7027
LR Test İstatistiği	532.32		
Q(50)	61.407		
Q ² (50)	63.980		
ARCH(5)	0.9087		
	Rejim 0	Rejim 1	Gözlem Sayısı
Rejim 0	0.9431	0.2863	2084
Rejim 1	0.0568	0.7136	232

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 önem seviyesinde anlamlılıkları ifade etmektedir. α ARCH parametresini, β GARCH parametresini ifade etmektedir. Parantez içindeki 0 ve 1 değerleri sırasıyla Rejim 0 ve Rejim 1'i göstermektedir. Rejim 0 düşük oynaklık rejimini (boğa piyasasını) ve Rejim 1 ise yüksek oynaklık rejimini (ayı piyasasını) ifade etmektedir.

Tablo 5.10'da yer alan sonuçlar incelendiğinde, Katılım 30 endeks getirisinde ilk şokun etkisinin ayı piyasasında daha yüksek olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, Katılım endeks riski boğa piyasasında daha yüksektir. Piyasa gelen şokun kalıcılığının açısından değerlendirildiğinde ise, boğa piyasasında piyasaya gelen şokun etkisi 31 gün sürerken, ayı piyasasında piyasaya gelen şokun etkisi 11 gün sürmektedir.

Geçiş olasılıklarına göre, Katılım endeksinin boğa piyasasından (Rejim 0) boğa piyasasına (Rejim 0) geçiş olasılığı 0.9431 iken ayı piyasasından (Rejim 1) ayı piyasasına (Rejim 1) geçiş olasılığı 0.7136'dır. Bu durum Katılım 30 endeksi için Rejim 0'ın (boğa piyasasının) kalıcı olduğunu göstermektedir. Katılım 30 endeksinin boğa piyasasında kalma süresi ortalama 18 gün iken, ayı piyasasında kalma süresi ortalama 4 gündür.

Tablo 5.11'de Katılım 50 endeksine ilişkin MS-GARCH model tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5.11: Katılım 50 Endeksine İlişkin MS-GARCH Model Tahmin Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standard Hata	t-İstatistiği
$\sigma(0)$	0.000255***	0.0000361	7.063711
$\sigma(1)$	0.001104***	0.000476	2.318409
$\alpha(0)$	0.026256***	0.01296	2.025949
$\alpha(1)$	0.077696***	0.02818	2.757136
$\beta(0)$	0.938605***	0.02218	42.31763
$\beta(1)$	0.815681***	0.1299	6.279299
$p_{\{0 0\}}$	0.697448***	0.06428	10.85016
$p_{\{1 1\}}$	0.358173***	0.1099	3.259081
LR Test İstatistiği	290.82***		
Q(50)	62.077		
Q ² (50)	64.555		
ARCH(5)	0.1093		
	Rejim 0	Rejim 1	Gözlem Sayısı
Rejim 0	0.6974	0.6419	
Rejim 1	0.3024	0.3581	

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 önem seviyesinde anlamlılıkları ifade etmektedir. α ARCH parametresini, β GARCH parametresini ifade etmektedir. Parantez içindeki 0 ve 1 değerleri sırasıyla Rejim 0 ve Rejim 1'i göstermektedir. Rejim 0 düşük oynaklık rejimini (boğa piyasasını) ve Rejim 1 ise yüksek oynaklık rejimini (ayı piyasasını) ifade etmektedir.

Tablo 5.11'de yer alan sonuçlar incelendiğinde, Katılım 50 endeks getirisinde ilk şokun etkisinin boğa piyasasında daha yüksek olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, Katılım 50 endeks riski boğa piyasasında daha yüksektir. Piyasa gelen şokun kalıcılığının açısından değerlendirildiğinde ise, boğa piyasasında piyasaya gelen şokun etkisi 19 gün sürerken, ayı piyasasında piyasaya gelen şokun etkisi 6 gün sürmektedir.

Geçiş olasılıklarına göre, Katılım endeksinin boğa piyasasından (Rejim 0) boğa piyasasına (Rejim 0) geçiş olasılığı 0.6974 iken ayı piyasasından (Rejim 1) ayı piyasasına (Rejim 1) geçiş olasılığı 0.3581'dir. Bu durum Katılım 50 endeksi için Rejim 0'ın (boğa piyasasının) kalıcı olduğunu göstermektedir. Katılım 50 endeksinin boğa piyasasında kalma süresi ortalama 3 gün iken, ayı piyasasında kalma süresi ortalama 1 gündür.

5.4.2.2. Katılım Endeksleri ve BIST 100 Endeksine İlişkin Performans Analiz

Tezde katılım endeksleri ile BIST 100 endeksinin performans analizi getiri karşılaştırması ve performans değerlendirme ölçütleri olmak üzere iki açıdan ele

alınmıştır. Aynı zamanda, performans karşılaştırması ayı ve boğa piyasaları açısından değerlendirilmiştir.

Bu kapsamda, analize ilk olarak getiri karşılaştırması ile başlanmıştır. Tablo 5.12’de ayı ve boğa piyasaları açısından BIST 100 endeksine ilişkin ortalama getirileri gösteren MS-Dynamic model tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5.12: BIST100 Endeksine İlişkin MS-Dynamic Model Tahmin Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standard Hata	t-İstatistiği	Olasılık
Sabit Terim (0)	-0.00289***	0.00102	-2.84	0.005
Sabit Terim (1)	0.000407***	0.000124	3.28	0.001
sigma(0)	0.011944***	0.000835	14.3	0.000
sigma(1)	0.004928***	0.000134	36.9	0.000
p_ _{0 0}	0.50093****	0.143	3.5	0.000
p_ _{0 1}	0.055056***	0.02153	2.56	0.011
LR Test İstatistiği	273.93***			
Q(50)	56.533			
Q ² (50)	345.80***			
ARCH(5)	41.353***			
	Rejim 0	Rejim 1	Gözlem Sayısı	Kalma Süresi
Rejim 0	0.5009	0.0550	672	2
Rejim 1	0.4991	0.945	1684	18

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 önem seviyesinde anlamlılıkları ifade etmektedir. Parantez içindeki 0 ve 1 değerleri sırasıyla Rejim 0 ve Rejim 1’i göstermektedir. Rejim 0 yüksek oynaklık rejimini (ayı piyasasını) ve Rejim 1 ise düşük oynaklık rejimini (boğa piyasasını) ifade etmektedir.

Tablo 5.12’de yer alan sonuçlara göre, Rejim 0 ayı piyasasını ve Rejim 1 ise boğa piyasasını göstermektedir. BIST 100 endeksinin ayı piyasasında ortalama olarak negatif getiriye sahip olduğu, boğa piyasasında ise ortalama olarak pozitif getiri gösterdiği görülmektedir.

Ortalama getiri açısından BIST 100 endeksinin ayı piyasasından (Rejim 0) ayı piyasasına (Rejim 0) geçiş olasılığının 0.5009 ve boğa piyasasından boğa piyasasına geçiş olasılığının ise 0.945 olduğu görülmektedir. Bu sonuç, BIST 100 endeksi için boğa piyasasının kalıcı olduğunu ifade etmektedir. BIST100 endeksinin boğa piyasasında kalma süresi 18 gün iken, ayı piyasasında kalma süresi 2 gündür.

Tablo 5.13’te ayı ve boğa piyasaları açısından Katılım 30 endeksine ilişkin ortalama getirileri gösteren MS-Dynamic model tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5.13: Katılım 30 Endeksine İlişkin MS-Dynamic Model Tahmin Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standard Hata	t-İstatistiği	Olasılık
Sabit Terim (0)	-0.00072**	0.000331	-2.16	0.031
Sabit Terim (1)	0.000797***	0.000133	6.02	0.000
sigma(0)	0.007116***	0.000376	18.9	0.000
sigma(1)	0.002984***	0.000172	17.4	0.000
p_{0 0}	0.410814***	0.06068	6.77	0.000
p_{0 1}	0.499262***	0.1203	4.15	0.000
LR Test İstatistiği	294.75***			
Q(50)	56.533			
Q ² (50)	152.76***			
ARCH(5)	5.3580***			
	Rejim 0	Rejim 1	Gözlem Sayısı	Kalma Süresi
Rejim 0	0.4108	0.4992	672	1.6
Rejim 1	0.5892	0.5008	2183	2

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 önem seviyesinde anlamlılıkları ifade etmektedir. Parantez içindeki 0 ve 1 değerleri sırasıyla Rejim 0 ve Rejim 1'i göstermektedir. Rejim 0 yüksek oynaklık rejimini (ay piyasetını) ve Rejim 1 ise düşük oynaklık rejimini (boğa piyasasını) ifade etmektedir.

Tablo 5.13'te yer alan sonuçlara göre, Rejim 0 ayı piyasasını ve Rejim 1 ise boğa piyasasını göstermektedir. Katılım 30 endeksinin ayı piyasasında ortalama olarak negatif getiriye sahip olduğu, boğa piyasasında ise ortalama olarak pozitif getiri gösterdiği görülmektedir.

Ortalama getiri açısından Katılım 30 endeksinin ayı piyasasından (Rejim 0) ayı piyasasına (Rejim 0) geçiş olasılığının 0.4108 ve boğa piyasasından (Rejim 1) boğa piyasasına (Rejim 1) geçiş olasılığının ise 0.5008 olduğu görülmektedir. Katılım 30 endeksinin boğa piyasasında kalma süresi ortalama 2 gün iken, ayı piyasasında kalma süresi ortalama 1 gündür.

Tablo 5.14'te ayı ve boğa piyasaları açısından Katılım 50 endeksine ilişkin ortalama getirileri gösteren MS-Dynamic model tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5.14: Katılım 50 Endeksine İlişkin MS-Dynamic Model Tahmin Sonuçları

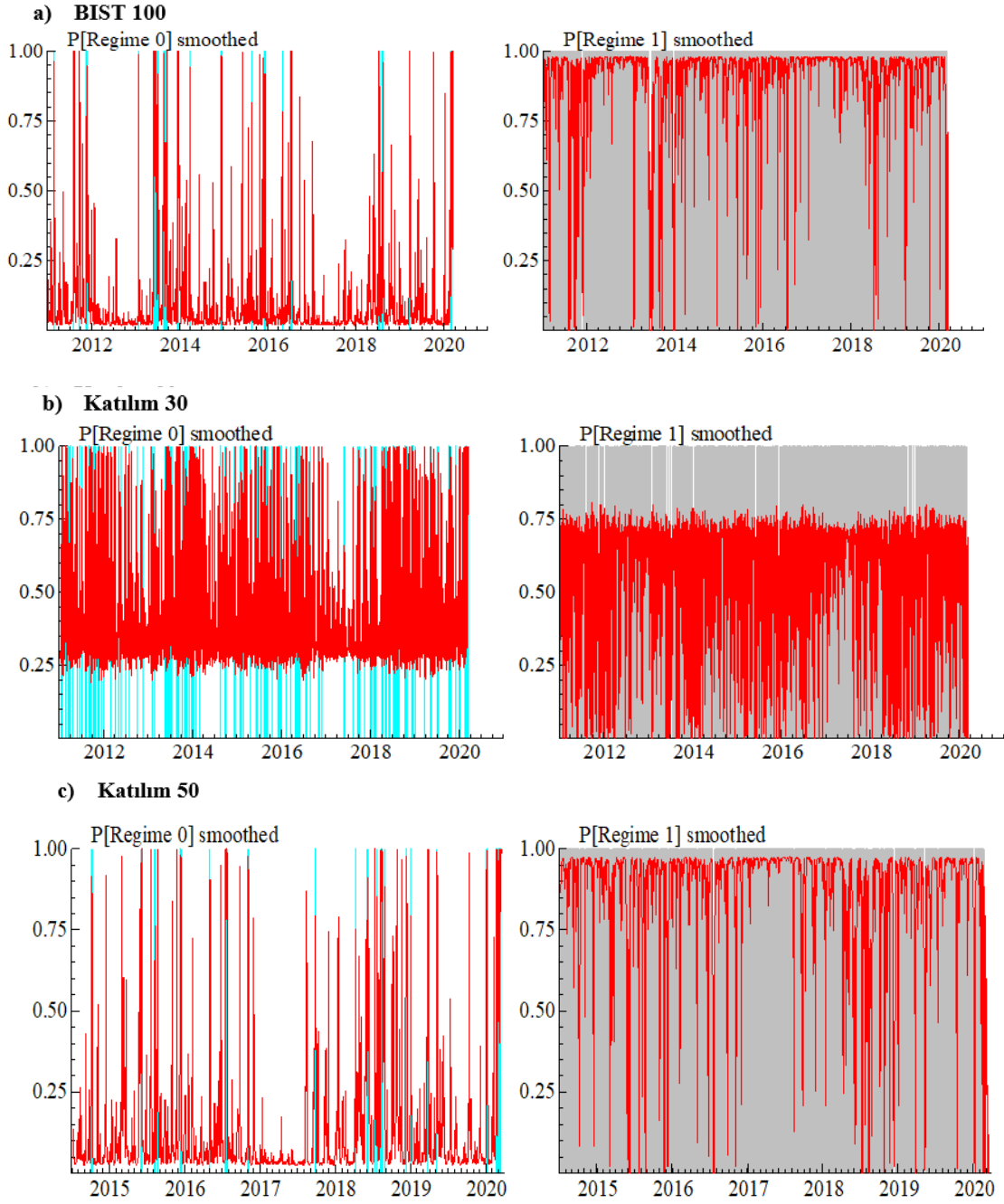
Değişken	Katsayı	Standard Hata	t-İstatistiği	Olasılık
Sabit Terim (0)	-0.00359***	0.00101	-3.56	0.000
Sabit Terim (1)	0.000722***	0.000138	5.24	0.000
sigma(0)	0.008845***	0.000688	12.9	0.000
sigma(1)	0.003706***	0.00014	26.5	0.000
p_{0 0}	0.500829***	0.145	3.46	0.001
p_{0 1}	0.078575***	0.02485	3.16	0.002
LR Test İstatistiği	5670.8466			
Q(50)	59.630			
Q ² (50)	88.074***			
ARCH(5)	5.9594***			
	Rejim 0	Rejim 1	Gözlem Sayısı	Kalma Süresi
Rejim 0	0.5008	0.0248	105	2
Rejim 1	0.4992	0.9752	1327	40

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 önem seviyesinde anlamlılıkları ifade etmektedir. Parantez içindeki 0 ve 1 değerleri sırasıyla Rejim 0 ve Rejim 1'i göstermektedir. Rejim 0 yüksek oynaklık rejimini (ayıl piyasasını) ve Rejim 1 ise düşük oynaklık rejimini (boğa piyasasını) ifade etmektedir.

Tablo 5.14'te yer alan sonuçlara göre, Rejim 0 ayıl piyasasını ve Rejim 1 ise boğa piyasasını göstermektedir. Katılım 50 endeksinin ayıl piyasasında ortalama olarak negatif getiriye sahip olduğu, boğa piyasasında ise ortalama olarak pozitif getiri gösterdiği görülmektedir.

Ortalama getiri açısından Katılım 30 endeksinin ayıl piyasasından (Rejim 0) ayıl piyasasına (Rejim 0) geçiş olasılığının 0.5008 ve boğa piyasasından (Rejim 1) boğa piyasasına (Rejim 1) geçiş olasılığının ise 0.9752 olduğu görülmektedir. Elde edilen bu sonuç, Katılım 50 endeksinde Katılım 30 endeksinin boğa piyasasında kalma süresi ortalama 40 gün iken, ayıl piyasasında kalma süresi ortalama 2 gündür.

Şekil 5.3'te BIST100, Katılım 30 ve Katılım 50 endeksleri için oluşturulan MS-Dynamic modeline ilişkin yumuşatılmış geçiş olasılıkları grafikleri yer almaktadır. Şekil 5.3'teki grafiklerde kırmızı ile gösterilen koyu renkli alanlar yüksek oynaklık dönemini, açık renkli alanlar ise düşük oynaklık dönemini göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, kırmızı renkli alanlar ayıl piyasası dönemlerini, açık renkli alanlar ise boğa piyasası dönemlerini ifade etmektedir.



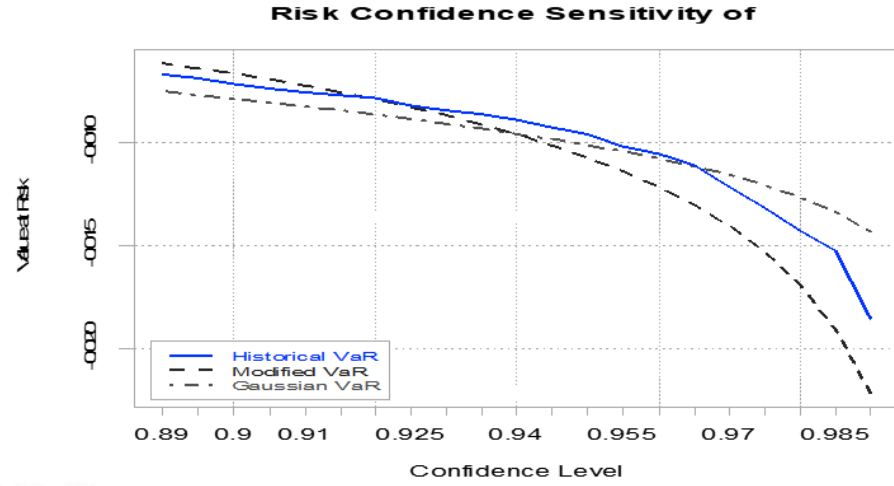
Şekil 5.3: Yumuşatılmış Geçiş Olasılıkları Grafikleri

Tablo 5.15’te BIST 100, Katılım 30 ve Katılım 50 endekslerine ilişkin oluşturulan performans ölçütleri yer almaktadır. Şekil 4’de ise BIST 100, Katılım 30 ve Katılım 50 endekslerine ilişkin riske maruz değer (VaR) grafikleri yer almaktadır.

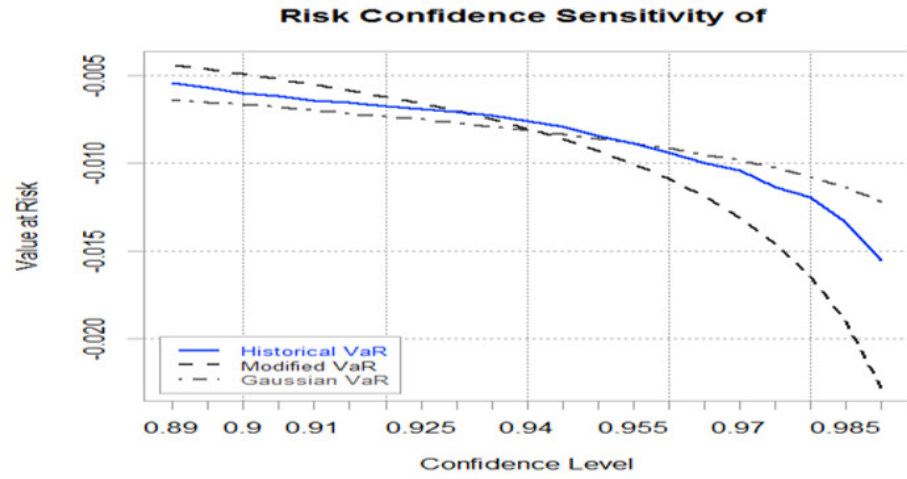
Tablo 5.15: BIST 100, Katılım 30 ve Katılım 50 Endekslerine İlişkin Performans Ölçütleri

BIST 100	
StdDev Sharpe (Rf=0%, p=95%)	0.007727
VaR Sharpe (Rf=0%, p=95%)	0.004457
ES Sharpe (Rf=0%, p=95%)	0.002472
Monthly downside risk	0.0046
Annualised downside risk	0.0159
Downside potential	0.0022
Omega	1.0214
Sortino ratio	0.0104
Upside potential	0.0023
Upside potential ratio	0.6535
Omega-sharpe ratio	0.0214
Katılım 30	
StdDev Sharpe (Rf=0%, p=95%)	0.023095
VaR Sharpe (Rf=0%, p=95%)	0.013185
ES Sharpe (Rf=0%, p=95%)	0.006036
Monthly downside risk	0.004
Annualised downside risk	0.0138
Downside potential	0.0018
Omega	1.0669
Sortino ratio	0.0307
Upside potential	0.0019
Upside potential ratio	0.6086
Omega-sharpe ratio	0.0669
Katılım 50	
StdDev Sharpe (Rf=0%, p=95%)	0.023051
VaR Sharpe (Rf=0%, p=95%)	0.012689
ES Sharpe (Rf=0%, p=95%)	0.006175
Monthly downside risk	0.0038
Annualised downside risk	0.0133
Downside potential	0.0017
Omega	1.0662
Sortino ratio	0.03
Upside potential	0.0019
Upside potential ratio	0.5851
Omega-sharpe ratio	0.0662
StdDev Sharpe (Rf=0%, p=95%)	0.023051

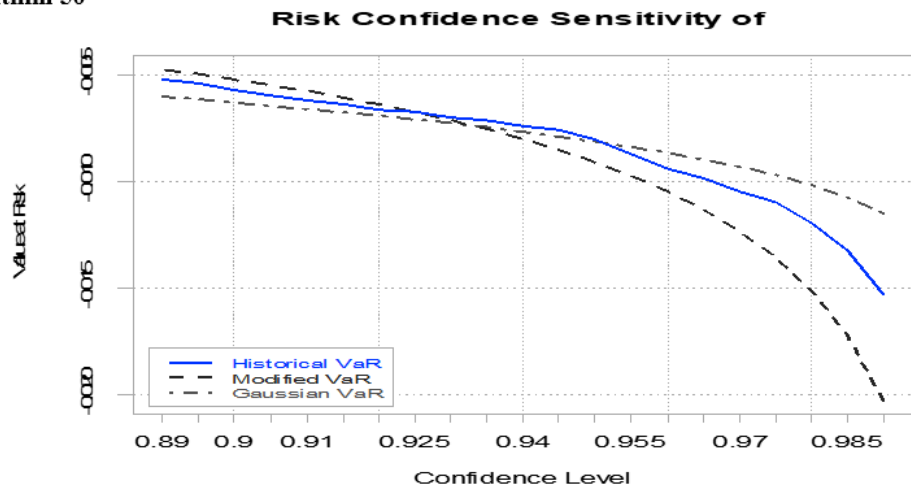
a) BIST 100



b) Katılım 30

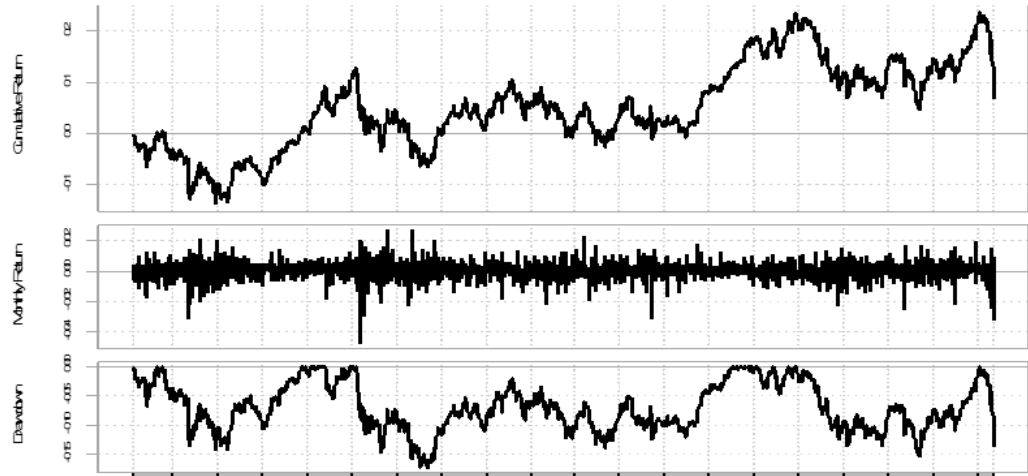


c) Katılım 50

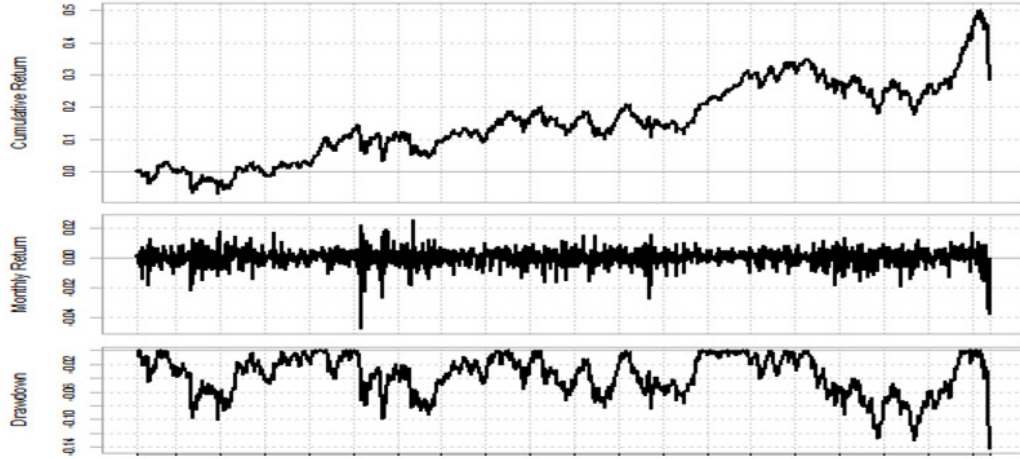


Şekil 5.4: BIST 100, Katılım 30 ve Katılım 50 Endekslerine İlişkin Riske Maruz Değer Grafikleri

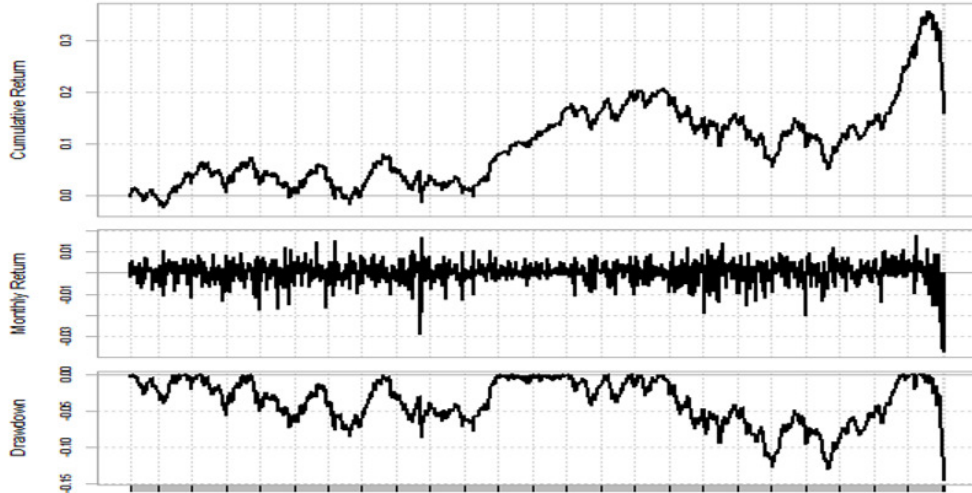
a) BIST 100



b) Katılım 30

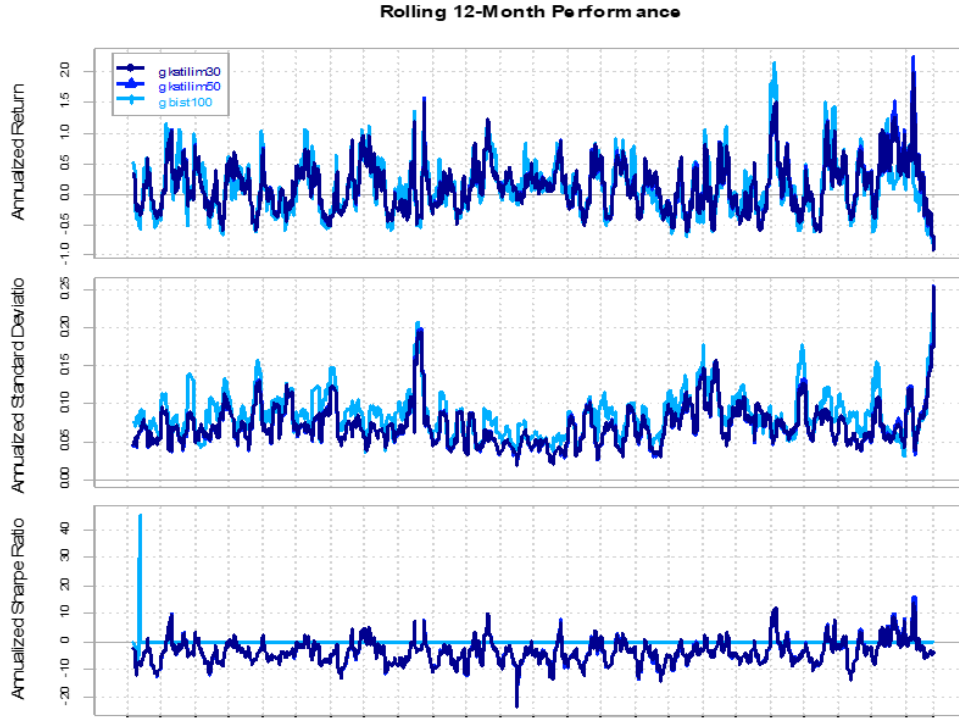


c) Katılım 50

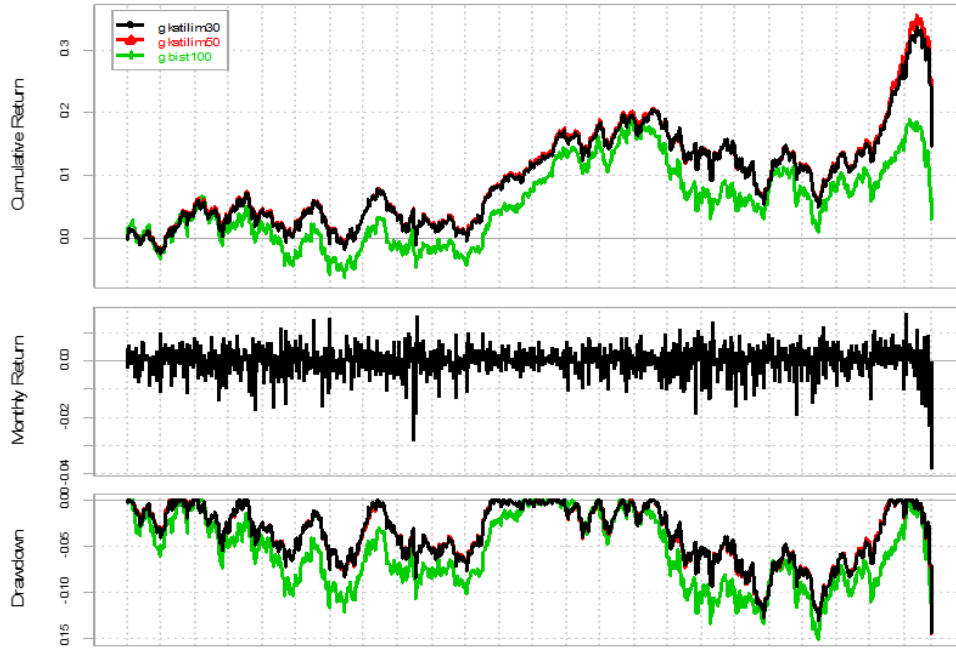


Şekil 5.5: BIST 100, Katılım 30 ve Katılım 50 Endekslerine İlişkin Kümülatif Getiri, Aylık Ortalama ve Aşağı Yönlü Risk Grafikleri

a) Yıllıklandırılmış Getiri, Standart Sapma ve Sharpe Rasyo Grafikleri



b) Aşağı Yönlü Risk Grafikleri



Şekil 5.6: BIST 100, Katılım 30 ve Katılım 50 Endekslerine İlişkin Yıllıklandırılmış Getiri, Standart Sapma ve Yıllıklandırılmış Sharpe Rasyo ve Aşağı Yönlü Risk Grafikleri

Tablo 5.15'te yer alan Sharpe rasyo, Sortino oranı ve aşağı yönlü risk performans ölçütleri değerlendirildiğinde, Katılım 30 ve Katılım 50 endeks getirilerinin BIST 100'e göre daha iyi performans gösterdikleri ifade edilebilir.

Şekil 5.5'te BIST 100, Katılım 30 ve Katılım 50 endekslerine ilişkin kümülatif getiri, aylık ortalama getiri ve aşağı yönlü risk grafikleri, Şekil 5.6'da ise söz konusu endekslere ilişkin yıllıklandırılmış getiri, standart sapma ve yıllıklandırılmış sharpe rasyo ve aşağı yönlü risk grafikleri yer almaktadır. Şekil 5.5 ve Şekil 5.6 incelendiğinde, Katılım 30 ve Katılım 50 endeks getirilerinin BIST 100'e göre daha yüksek performans gösterdikleri görülmektedir.

5.4.2.3. Katılım Endeksleri ile BIST 100 Endeksi Arasındaki Nedensellik Analizi

Bu bölümde, Katılım 30 ve Katılım 50 ile BIST 100 arasındaki ortalama ve varyansta nedensellik analizi gerçekleştirilecektir. Böylelikle, katılım endeksleri ile BIST 100 endeksi arasındaki ilişkinin yönü ortaya konulmaya çalışılacaktır.

Çalışmada Katılım 30 ve Katılım 50 endeksleri ile BIST 100 arasındaki ortalama nedensellik analizi için ilk olarak değişkenlerin durağanlıkları incelenmiştir. Bu amaçla Katılım 30, Katılım 50 ve BIST 100 endeks getirilerine ilişkin ADF ve Phillips-Perron birim kök testleri uygulanmıştır. Sonuçlar Tablo 5.16'da yer almaktadır.

Tablo 5.16: ADF ve Phillips-Perron Birim Kök Test Sonuçları

	ADF		PP	
	Sabit Terim	Sabit Terim ve Trendli	Sabit Terim	Sabit Terim ve Trendli
Katılım 30	-13.7830 (9)***	-13.7663 (9)***	-46.5865(3)***	-46.4923 (2)***
Katılım 50	-8.0059(11)***	-7.9667(11)***	-34.0971 (1)***	-34.0854(1)***
BIST100	-13.1519(11)***	-13.1454(11)***	-48.6978 (7)***	-48.6885 (7)***
Kritik Değer (%5)	-2.8625	-3.4117	-2.8625	-3.4117

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 önem seviyesinde anlamlılıkları ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler gecikme uzunluklarını ifade etmektedir.

Tablo 5.16'da yer alan ADF ve Phillips-Perron birim kök test sonuçları incelendiğinde hem sabit terimli hem de sabit terim ve trendli birim kök test sonuçlarına göre Katılım 30, Katılım 50 ve BIST 100 endekslerinin durağan oldukları ifade edilebilir.

BIST100, Katılım 30 ve Katılım 50 endeks getirilerinin durağan olmalarından dolayı, Katılım 30 ve Katılım 50 endeksleri ile BIST100 endeksi arasındaki ortalama nedenselliği incelemek amacıyla vektör otoregresyon modeline dayalı Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Tablo 5.17’de Granger nedensellik testine ilişkin sonuçlar yer almaktadır.

Tablo 5.17:Granger Nedensellik Test Sonuçları

Sıfır Hipotezi	Ki-Kare	Gecikme Uzunluğu	Karar
Katılım 30 endeksi BIST 100 endeksinin Granger nedenseli değildir.	8.4168***	2	Red
BIST 100 endeksi Katılım 30 endeksinin Granger nedenseli değildir.	8065.422***	2	Red
Katılım 50 endeksi BIST 100 endeksinin Granger nedenseli değildir.	6.1750	3	Kabul
BIST 100 endeksi Katılım 50 endeksinin Granger nedenseli değildir.	2.6728	3	Kabul

Not: *** ve ** sırasıyla %1 ve %5 önem seviyesinde anlamlılıkları ifade etmektedir.

Tablo 5.17’de yer alan Granger nedensellik test sonuçları incelendiğinde, Katılım 30 endeksinden BIST100 endeksine ve BIST100 endeksinden Katılım 30 endeksine doğru Granger nedensellik ilişkisi olduğu ifade edilebilir. Diğer bir ifadeyle Katılım 30 endeksi ile BIST100 endeksi arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi söz konusudur. Buna karşın Katılım 50 endeksi ile BIST 100 endeksi arasında nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir.

Çalışmada Katılım 30 ve Katılım 50 endeksleri ile BIST 100 arasındaki varyansta nedensellik analizi için Hafner ve Herwartz (2006)’ın varyansta nedensellik testinden yararlanılmıştır. Tablo 18’de Katılım 30 ve Katılım 50 endeksleri ile BIST100 endeksi arasındaki varyansta nedensellik için Hafner ve Herwartz test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5.18:Hafner ve Herwarzt Varyansta Nedensellik Test Sonuçları

Sıfır Hipotezi	LMstat	Olasılık
Katılım30 endeksinden BIST100 endeksine doğru varyansta nedensellik yoktur	2.343	0.3099
BIST100 endeksinden Katılım30 endeksine doğru varyansta nedensellik yoktur	1573.027***	0.000
Katılım50 endeksinden BIST100 endeksine doğru varyansta nedensellik yoktur	14.322***	0.0008
BIST100 endeksinden Katılım50 endeksine doğru varyansta nedensellik yoktur	2.799	0.2467

Tablo 5.18’de yer alan Hafner ve Herwarzt varyansta nedensellik test sonuçları incelendiğinde, BIST100 endeksinden Katılım 30 endeksine ve Katılım 50 endeksinden BIST100 endeksine doğru varyansta nedensellik söz konusu olduğu ifade edilebilir.

VI. BÖLÜM

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

İslami prensiplere uygun faaliyet gösteren bankaların oluşumuyla, dini hassasiyeti olan yatırımcıların uzun süreler yastık altında tuttukları birikimleri ekonomiye kazandırılmaya başlamıştır. Bununla beraber bu yatırımcılar için İslami prensiplere uygun olarak sermaye piyasaları da geliştirilmiştir. Bunun en önemli adımlarından birisi ise dini hassasiyeti yüksek olan yatırımcılara kolaylık sağlamak amacıyla oluşturulmuş belli sınırları ve kuralları olan İslami endekslerdir. İlk İslami endeks oluşumları yakın bir geçmişe sahip olsa da hızla büyümüş ve en az Müslüman yatırımcılar kadar Müslüman olmayan yatırımcılarından da yakın merceği altına girmiştir. Bunun en önemli nedenlerinden birisi İslami endekslerin, konvansiyonel endekslere göre daha az riskli olması ve daha yüksek getiri sağlaması olarak gösterilebilir.

Bu çalışmada Türkiye'deki İslami endeksler ile konvansiyonel endekslerin performansları karşılaştırılmak istenmiştir. Buna yönelik olarak 2011-2020 dönemine ilişkin BIST'te işlem gören Katılım 30, Katılım 50 ve BIST 100 endekslerinin risk ve getiri açısından performansları değerlendirilmiştir. Ayrıca çalışmada Katılım 30 ve Katılım 50 endeksleri ile BIST 100 endeksi arasındaki nedensellik ilişkisi ve risk yayılımı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Çalışmada ele alınan dönem ayı ve boğa piyasaları açısından değerlendirilmiştir.

Katılım endeksleri ile BIST 100 endekslerinin risk ve performansını karşılaştırmak amacıyla, Katılım 30 endeksi, Katılım 50 endeksi ve BIST 100 endeksine ilişkin günlük kapanış değerleri dikkate alınmıştır. Çalışmada katılım endeksleri ve BIST 100 endeksine ilişkin performanslarının karşılaştırılması amacıyla ise Sharpe Rasyo, Minimum Kabul Edilebilir Risk ve Sortino performans ölçütlerinden yararlanılmıştır. Ayrıca endekslerin getiri performansının karşılaştırılmasında MS-ARMA modelinden, risk performansının karşılaştırılmasında ise MS-GARCH modelinden yararlanılmıştır.

Elde edilen sonuçlara göre Katılım 30 ve Katılım 50 endeksinin getiri oranı, BIST 100 endeksine göre daha yüksektir. Risk açısından değerlendirildiğinde ise BIST 100 endeksine ilişkin risk oranı, Katılım 30 ve Katılım 50 endeksinden daha yüksektir. Sharpe Rasyo, Sortino oranı ve aşağı yönlü risk performans ölçütleri değerlendirildiğinde, Katılım 30 ve Katılım 50 endeks getirilerinin BIST 100'e göre daha iyi performans gösterdikleri görülmüştür.

Endeksler arası nedensellik ilişkisi incelendiğinde Granger test sonuçlarına göre, Katılım 30 endeksinden BIST100 endeksine ve BIST100 endeksinden Katılım 30 endeksine doğru Granger nedensellik ilişkisi olduğu ifade edilebilir. Ancak Katılım 50 endeksi için böyle bir durum söz konusu değildir. Hafner ve Herwarzt varyansta nedensellik test sonuçları incelendiğinde, BIST100 endeksinden Katılım 30 endeksine ve Katılım 50 endeksinden BIST100 endeksine doğru varyansta nedensellik söz konusu olduğu görülmüştür.

Genel olarak bakıldığında Türkiye'deki İslami endekslerin performanslarının, konvansiyonel endekslere göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Bunun en önemli nedenlerinden biri endeks bünyesindeki şirketler ve yatırımcılardır. İslami endekslere seçilen şirketler sıkı bir filtreleme sürecinden geçmektedir. Bu filtreleme sürecinde istenen her bir şart aynı zamanda endeksinde riskini azaltmakta, dinende de uygun olmayan garar (belirsizlik) durumunu ortadan kaldırmaktadır. Konvansiyonel endekslerde böyle bir sınırlandırmanın olmaması spekülasyonu, manipülasyonu ve yüksek riski de beraberinde getirmektedir.

İslami endekslerin getiri oranının konvansiyonel endekslere göre daha yüksek olmasının en önemli nedeni ise faizdir. İslami endekslere dahil olan şirketlerin finansal tabloları düzenli aralıklarda incelenmekte, faizli işlemlerinin ve borç oranının belli bir eşiğin altında olması istenmektedir. Alınan bu sıkı önlemler İslami endeks şirketlerinin finansal durumunun genel olarak konvansiyonel endeks şirketlerinden daha iyi olduğu ve dolayısıyla endeks getirisinin daha yüksek olduğu gerçeğini bize göstermektedir.

Ayrıca yapmış olduğumuz literatür çalışmasında gördük ki; bazı benzer karşılaştırmalar kriz dönemlerinde de yapılmıştır ve elde edilen sonuçlar bize kriz dönemlerinde bile İslami endekslerin daha az etkilenmiş olduğunu göstermiştir.

Yatırımlarımızda, ticaretimizde ve hayatımızın diğer tüm alanlarında İslamiyetin gerektirdiği kurallara uyar ve bu doğrultuda adımlar atarsak kazanan yine bizler oluruz. Yaptığımız çalışmada da görmüş olduk ki Katılım endekslerine yönelik yatırım yapan

yatırımcılar, diğer geleneksel endekslere yatırım yapan yatırımcılara göre daha az risk alarak daha yüksek getiri sağlama imkânına sahip olurlar.



KAYNAKLAR

- AAOIFI. (2012). *"Faizsiz Bankacılık Standartları (Shari'a Standards-AAOIFI)."* İstanbul: TKBB.
- Abbes, Mouna Boujelbene (2012). "Risk and Return of Islamic and Conventional Indices." *International Journal of Euro-Mediterranean Studies*, 1-23.
- Abdul-Khaliq, Shatha (2014). "Comparison study of Murabaha and Istisnaa in Islamic banking in Jordan." *Interdisciplinary Journal OF Contemporary Research in Business*, 603-612.
- Ahmad, Ausaf (1995). "Contemporary Experiences of İslamic Banks: A Survey. İslamic Development". *İslamic Research And Training Institute*.Jeddah.
- Ahmad, Zambri, and Ibrahim, Haslindar (2002). "A Study of Performance of the KLSE Syariah Index." *Malaysian Management Journal*, 25-34.
- Ahmed, Adel (2010). *"Global financial crisis: an Islamic."* Liverpool, UK: Emerald Group Publishing Limited.
- Akın, Cihangir (1986). *"Faizsiz Bankacılık ve Kalkınma."* İstanbul: Kayıhan Yayıncılık.
- Akkurt, Taner (2020) Taşıt ve Konut Sektörlerinin İslami Finansa Sunduğu Fırsatlar, *Katılım Finans Dergisi*, 59.
- Aktepe, İshak Emin (2013). *"Sorularla Katılım Bankacılığı."* İstanbul: TKBB Yayınları.
- Aktepe, İshak Emin (2017). *"Katılım Finans."* İstanbul: TKBB Yayınları.
- Albaity, Mohamed, and Ahmad, Rubi (2008). "Performance of Syriah and Composite Indices: Evidence from Bursa Malaysia." *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 23-43.

- Al-Khazali, Osamah, HooiLean, Hooi, and Samet, Anis (2014). "Do Islamic Stock Indexes Outperform Conventional Stock Indexes? A Stochastic Dominance Approach." *Pacific-Basin Finance Journal*, 29-46.
- Alrifai, Tariq (2017). *"İslami Finans ve Yeni Finansal Sistem."* Buzdağı Yayınevi.
- Al-Saati, Abdulrahim (2003). *"The Permissible Gharar (Risk) in Classical Islamic Jurisprudence."* *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, 3-19.
- Altaş, Gökben (2008). *"İslami Finans Sistemi."* *Sermaye Piyasasında Gündem*, 18-30.
- Altın, Hakan ve Caba, Nihan (2016). "Borsa İstanbul'da İşlem Gören Katılım Endekslerinin Performanslarının Değerlendirilmesi." *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 229-248.
- Anwar, Habiba (2008). *"Islamic Finance: A Guide for International Business and Investment."* United Kingdom: GMB Publishing Ltd.
- Aras, Osman Nuri ve Öztürk, Mustafa (2011). "Reel Ekonomiye Katkıları Bakımından Katılım Bankalarının Kullandığı Fonların Analizi." *Ekonomi Bilimleri Dergisi*.
- Atta, Hajara (2000). *"Ethical Rewards."* Published Master Thesis. UK: Durham University.
- Bacha, Obiyathulla. Ismath ve Mirakhor, Abbas. (2014). *"İslami Sermaye Piyasaları ve Ekonomik Gelişim."* *Ekonomik Gelişim ve İslami Finans Borsa İstanbul*, 283.
- Bacha, Obiyathulla. Ismath, and Mirakhor, Abbas (2013). *"Islamic Capital Markets: A Comparative Approach."* Singapore: John Wiley and Sons.
- Bayındır, Servet. (2015). *"Fıkhi ve İktisadi Açından İslami Finans 2."* İstanbul: Süleymaniye Vakfı Yayınları.
- Beik, Irfan. Syauqi, and Wardhana, W. (2011). "The Relationship between Jakarta Islamic Index and Other Selected Markets: Evidence from Impulse Response Function." *Majalah Ekonomi*, 99-109.
- Bin Mahfouz, Saaed Salem, and Ahmed, Habib (2014). "Shariah Investment Screening Criteria: A Critical Review." *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, 111-145.

- Bist Pay Endeksleri Temel Kuralları, <https://www.borsaistanbul.com/>, Erişim Tarihi: 20 Mayıs 2020.
- Bollerslev, Tim (1986). "Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity." *Journal of Econometrics*, 307-327.
- Box, George, and Jenkins, Gwilym (1970). *"Time Series Analysis: Forecasting and Control."* San Francisco: Holden-Day.
- Brown, Kym, Hassan, Kabir, and Skully, Michael (2007). *"Operational efficiency and performance of Islamic banks."* *Handbook of Islamic Banking*.
- Camgöz, Mevlüt (2018). *"İslami Sermaye Piyasaları."* Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Camgöz, Mevlüt. (2018). "Sermaye Piyasasında İslami İlkeler: Seçilmiş Finansal Varlıklar Ve Operasyonel İşlemler Üzerine Bir İnceleme." *Kırklareli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*.
- Çürük, Suna Akten (2013). *"İslami Finansın Türkiye'deki Gelişimi, Mevcut Sorunlar Ve Çözüm Önerileri."* Doktora Tezi. Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çürük, Suna Akten (2018). "Sermaye Piyasalarında İslami Endekslerin Kullanımı: Borsa İstanbul Örneği." *Economics, Finance and Politics*, 51-62.
- Dağlı, Hüseyin, Ayaydın, Hasan, ve Eyüboğlu, Kemal (2011). "Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği." *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 18-31.
- Dede, Kenan (2017). *"Katılım Bankalarında Hazine Ürünleri ve Sermaye Piyasası Uygulamaları."* İstanbul: TKBB Yayınları.
- Dünyada ve Türkiye'de Faizsiz Finans 2018, HYPERLINK "<https://www.katilimfinans.com.tr/dunyada-ve-turkiyede-faizsiz-finans/>" <https://www.katilimfinans.com.tr/dunyada-ve-turkiyede-faizsiz-finans/> Erişim Tarihi: 21 Şubat 2020
- Dharani, Munusamy, and Natarajan. (2011). "Equanimity of Risk and Return Relationship between Shariah Index and General Index in India." *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 213-222.

Dow Jones Islamic Market Index (2020), HYPERLINK "<https://www.us.spindices.com/indices/equity/dow-jones-islamic-market-world-index>" <https://www.us.spindices.com/indices/equity/dow-jones-islamic-market-world-index> Erişim Tarihi: 19 Mart 2020.

Dow Jones Islamic Market Indices Methodology. HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-dj-islamic-market-indices.pdf>" <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-dj-islamic-market-indices.pdf> Erişim Tarihi 20 Mart 2020

Ehsan, Asim, and Shahzad, Muhammad Asghar (2015). "Bay Salam: A Proposed Model for Shari'ah Compliant Agriculture Financing." *Business & Economic Review*, 67-80.

El-Gamal, Amin Mahmoud (2006). Overview of Islamic Finance. *Office of International Affairs Occasional Paper*, 2-13.

El-Khamlichi, Abdelbari, Sarkar, Kabir, Arouri, Mohamed, and Teulon, Frederic. (2014). "Are Islamic Equity Indices More Efficient than Their Conventional Counterparts? Evidence from Major Global Index Families." *The Journal of Applied Business Research*, 1137-1150.

Ersoy, Arif ve Hazıroğlu, Temel (2017). *"İslam İktisadı Ve İslami Finansın Temel İlkeleri."* Yaşayan ve Gelişen Katılım Bankacılığı İstanbul: TKBB Yayınları.

Fehd, Tefvik. (2004). *TDV İslâm Ansiklopedisi* Ankara.

FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index. (2020). *FTSE Russell Factsheet*.

FTSE Bursa Malaysia Index Series, 2009. ftserussell. https://research.ftserussell.com/products/downloads/ftse_bursa_malaysia_index_series_faq.pdf. Erişim Tarihi: 6 Nisan 2020.

FTSE Bursa Malaysia MidS Cap Shariah Index. (2020). *FTSE Russell Factsheet*.

FTSE Global Equity Shariah Index Series. (2020). *FTSERussell Factsheet*.

FTSE Greater China Shariah Index. (2020). *FTSE Russell Factsheet*.

FTSE Hong Kong and China Shariah Indices. (2020). *FTSERussell Factsheet*.

FTSE Japan 100 Shariah Index. (2020, 03 31). *FTSERussell Factsheet*.

FTSE SET Shariah Index. (2020). *FTSE Russell Factsheet*.

FTSE SGX Asia Shariah 100 Index. (2020). *FTSE Russell Factsheet*.

FTSE USA Shariah Index. (2020). *FTSERussell Factsheet*.

FTSE/JSE Shariah All Share Index. (2020). *FTSERussell Factsheet*.

Global Finance Magazine, HYPERLINK "<https://www.gfmag.com/topics/islamic-finance/>" <https://www.gfmag.com/topics/islamic-finance/> Erişim Tarihi: 20 Aralık 2019.

Görmüş, Şakir ve Yabancı, Aydın (2019). *"Katılım Bankacılığı Ekosisteminin Gelişimi." Yaşayan ve Gelişen Katılım Bankacılığı* İstanbul: TKBB Yayınları.

Greene, William (2002). *"Econometric Analysis 4th Edition."* New York: Macmillan.

Hamilton, James (1994). *"Time Series Analysis."* Princeton University Press.

Hammoudeh, Shawkat, Kim, Won Joong, and Sarafrazi, S. (2016). "Sources of Fluctuations in Islamic, U.S., EU, and Asia Equity Markets: The Roles of Economic Uncertainty, Interest Rates, and Stock Indexes." *Emerging Markets Finance and Trade*, 1195-1209.

Hassan, Kabir (2001). "Nuances of Islamic mutual funds." *Islamic Horizons*, 16-18.

Hassan, 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*.

Hassan, Kabir, and Girard, Eric (2010). "Faith-Based Ethical Investing: The Case of Dow Jones Islamic Indexes." *Islamic Economic Studies*, 1-31.

Hassan, Kabir, and Lewis, Mervyn (2007). *"Handbook of Islamic Banking ."* Edward Elgar Publishing.

Hassan, Kabir, and Mahlkecht, Michael (2011). *"İslamic Capital Markets: Products and Strategies."* Wiley.

- HK Islamic Index. <http://www.hkislaamicindex.com/home.php>, Erişim Tarihi: 15 Nisan 2020
- Ho, Catherine, Rahman, Nurul Afifah, Yusuf, Noor Hafizha, and Zamzamin, Zaminor (2014). "Performance of Global Islamic Versus Conventional Share Indices: International Evidence." *Pacific-Basin Finance Journal*.
- Hussein, Khaled (2004). "Ethical Investment: Empirical Evidence from Ftse Islamic Index." *Islamic Economic Studies*, 21-40.
- Ibrahim, Shahul Hameed (2009). *"Accounting and Auditing for Islamic Financial Institutions."* Kuala Lumpur : International Islamic University Malaysia.
- Iqbal, Zamir (1997). "Islamic Financial Systems." *Finance & Development*.
- Islamic Banking and Takaful Department. (2015). *"Resolutions of Shariah Advisory."* Council of Bank Negara: Malaysia.
- Islamic Stock Index. <https://www.idx.co.id/en-us/idx-islamic/islamic-stock-index/> Erişim Tarihi: 15 Nisan 2020
- Kallek, Cengiz (2005). *"Mudarebe."* İstanbul: İslam Ansiklopedisi
- Karan, Mehmet Baha (2013). *"Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi."* Ankara: Gazi Kitabevi.
- Katılım Bankacılığı Nedir? Nasıl Çalışır? HYPERLINK "<https://tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/TKBB-Katilim-Bankaciligi-Nedir-Brosur.pdf>" <https://tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/TKBB-Katilim-Bankaciligi-Nedir-Brosur.pdf> , Erişim Tarihi: 27 Aralık 2020
- Katılım Endeksi (2011). <http://www.katilimendeksi.org> Erişim Tarihi: 21 Nisan 2020
- Kazancı, Fatih (2018). "Tawarruq Market In Turkey In Accordance With The Principles Of Interest-Free Banking: Product Specialization Exchange." *Journal of Islamic Economics and Finance*, 17-47.
- Krolzig, Hans Martin (1997). *"Markov-Switching Vector Autoregressions."* Berlin: Springer.

- KSE - 30 Index Based on Free-Float. Pakistan Stock Exchange Limited. https://www.psx.com.pk/psx/themes/psx/documents/BrochureKSE30_Idx.pdf Erişim Tarihi: 23 Mayıs 2020*
- Küçükkocaoglu, Güray (2005). "İslami Bankalar ve İslami Finans Kurumları Çalışma Notları." www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma17.doc. Erişim Tarihi: 15 Ocak 2020.
- Miniaoui, Hela, Sayani, Hameedah, and Chaibi, Anissa (2015). "The Impact Of Financial Crisis On Islamic And Conventional Indices Of The GCC Countries." *Journal of Applied Business Research*, 357-370.
- MSCI. (2019). Msci Islamic Index Series Methodology.
- Muhammad, Marjan, Sairally, Beebee, and Habib, Farrukh (2015). "*Islamic Capital Market: Principles & Practices*." Kuala Lumpur, Malaysia: International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance.
- Mukayeseli Tablolar, HYPERLINK "<https://www.tkbb.org.tr/mukayeseli-tablolar>" <https://www.tkbb.org.tr/mukayeseli-tablolar> . Erişim Tarihi: 28 Aralık 2019
- Nelson, Daniel (1991). "Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach." *Econometrica*, 347-370.
- Odabaşı, Mehmet (2011). "*Faizsiz Bankacılık Eğitim Notları*." İstanbul.
- Özsoy, İsmail (1995). *TDV İslâm Ansiklopedisi*. İstanbul.
- Özsoy, İsmail; Görmez, Birol ve Mekik, Seden (2013). "Türkiye’de Katılım Bankalarının Tercih Edilme Sebepleri: Ampirik Bir Tetki." *Yönetim ve Ekonomi* Manisa, 186-206.
- Özsoy, Şerafettin (2012). "*Katılım Bankacılığına Giriş*." İstanbul: Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.
- Öztop, Fahri (2006). "*Özel Finans Kurumlarının Vergilendirilmesi*." Yüksek Lisans Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Rahim, Fahmi Abdul, Ahmad, Noryati, and Ahmad, Ismail (2009). "Information transmission between Islamic stock indices in South East Asia." *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 7-19.

Rahman, Norfadelizan Abdul, Shahrim, Zairulniza, and Ramli, Razli (2014). *"Understanding Islamic Capital Market."* Kuala Lumpur: IBFIM.

Russell-Ideal Ratings Islamic Global Index Family. (2018). *FTSE Russell*.

S&P 500 Shariah Index (2020), HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-500-shariah-index/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-500-shariah-index/#overview> Erişim Tarihi: 10 Nisan 2020

S&P BRIC Shariah, (2020). HYPERLINK <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-bric-shariah-index/> \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-bric-shariah-index/#overview> Erişim Tarihi: 10 Nisan 2020.

S&P BSE 500 (2020). HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-bse-500/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-bse-500/#overview> Erişim Tarihi: 12 Nisan 2020.

S&P China Large-MidCap Shariah 10% Capped Index (2020). HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-china-largemidcap-shariah-10-capped-usd/>" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-china-largemidcap-shariah-10-capped-usd/> Erişim Tarihi: 11 Nisan 2020.

S&P Europe 350 Shariah Index (2020). HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-europe-350-shariah-index/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-europe-350-shariah-index/#overview> , Erişim Tarihi: 10 Nisan 2020.

S&P Frontier BMI Shariah Index (2020). HYPERLINK "<https://www.us.spindices.com/indices/equity/sp-frontier-bmi-shariah-us-dollar>" <https://www.us.spindices.com/indices/equity/sp-frontier-bmi-shariah-us-dollar> Erişim Tarihi: 12 Nisan 2020.

S&P GCC Composite Shariah (2020) HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-gcc-composite-shariah/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-gcc-composite-shariah/#overview> Erişim Tarihi: 11 Nisan 2020.

- S&P Global BMI Shariah Index, (2020). HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-global-bmi/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-global-bmi/#overview> Erişim Tarihi: 10 Nisan 2020.
- S&P Global Healthcare Shariah Index (2020). HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-global-healthcare-shariah-usd/>" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-global-healthcare-shariah-usd/> Erişim Tarihi: 11 Nisan 2020.
- S&P Global Property Shariah (2020). HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-global-property-shariah/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-global-property-shariah/#overview> Erişim Tarihi: 11 Nisan 2020.
- S&P Global REIT (2020). HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-global-reit/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-global-reit/#overview> Erişim Tarihi: 11 Nisan 2020
- S&P Japan 500 Shariah (2020). HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-japan-500-shariah-index/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-japan-500-shariah-index/#overview> Erişim Tarihi: 10 Nisan 2020.
- S&P Pan Africa Shariah (2020). HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-pan-africa-shariah-index/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-pan-africa-shariah-index/#overview> Erişim Tarihi: 10 Nisan 2020.
- S&P Pan Arab Composite Shariah (2020). HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-pan-arab-composite-shariah/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-pan-arab-composite-shariah/#overview> Erişim Tarihi: 12 Nisan 2020.
- S&P Pan Asia Shariah (2020). HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-pan-asia-shariah/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-pan-asia-shariah/#overview> Erişim Tarihi: 11 Nisan 2020

- S&P South Africa Composite Shariah (2020). HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-south-africa-composite-shariah/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-south-africa-composite-shariah/#overview> Erişim Tarihi: 12 Nisan 2020.
- S&P United States Large-Cap Shariah (2020). HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-united-states-largecap-shariah/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-united-states-largecap-shariah/#overview> Erişim Tarihi: 12 Nisan 2020.
- S&P/IFCI Composite LargeMidCap Shariah (2020) HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-ifci-composite-largemidcap-shariah/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-ifci-composite-largemidcap-shariah/#overview> Erişim Tarihi: 12 Nisan 2020.
- S&P/TOPIX 150 Shariah (2020). HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-topix-150-shariah/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-topix-150-shariah/#overview> Erişim Tarihi: 10 Nisan 2020.
- S&P/TSX 60 Shariah (2020). HYPERLINK "<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-tsx-60-shariah-index/>" \l "overview" <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-tsx-60-shariah-index/#overview> Erişim Tarihi: 11 Nisan 2020
- Said, Said, and Dickey, David (1984). "Testing for Unit Roots in Autoregressive-Moving Average Models of Unknown Order." *Biometrika*, 599-607.
- Sakarya, Şakir, Yıldırım, Hasan Hüseyin ve Yavuz, Mehmet (2018). "Kurumsal Yönetim Endeksi ve Katılım 30 Endeksi ile Bist 50 Endeksi'nin Performanslarının Değerlendirilmesi." *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 439-454.
- Sakti, Muhammad Rizky, and Harun, Yousuf (2013). "Relationship between Islamic Stock Prices and Macroeconomic Variables: Evidence from Jakarta Stock Exchange Islamic Index." *Global Review of Islamic Economics and Business*, 71-84.

- Saldanlı, Arif (2012). "Kurumsal Yönetim Endeks Performansının Analizi." *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 137-154.
- Sangmi, Mohiuddin, and Khaki, Audil Rashid (2012). "Islamic Banking: Concept and Methodology." 231-252. Rochester: Social Science Research Network.
- Saraç, Mehmet, and Ülev, Salih (2017). "Investing in Islamic Stocks: A Wiser Way to Achieve Genuine Interest-Free Finance." *Journal of King Abdulaziz University, Islamic Economics*, 61-72.
- Savaşan, Fatih, Yardımcıoğlu, Fatih, and Beşel, Furkan (2015). "The Effect of Exogenous Shocks on Participation Index of Borsa Istanbul: *Permanent or Temporary*." *Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 81-92.
- Sevim, Cüneyt. (2016). "Uluslararası Para ve Sermaye Piyasaları." 191-210: JEBPIR.
- Sorularla Katılım Bankacılığı. <http://www.katilimbanciligi.com/karz-i-hasen-nedir/> Erişim Tarihi: 20 Ocak 2020
- Sorularla Katılım Bankacılığı, HYPERLINK "<https://www.katilimbanciligi.com/murabaha-nedir/>" <https://www.katilimbanciligi.com/murabaha-nedir/> . Erişim Tarihi: 6 Ocak 2020.
- Sorularla Katılım Bankacılığı 2020, HYPERLINK "<https://www.katilimbanciligi.com/ortaklik-nedir/>" <https://www.katilimbanciligi.com/ortaklik-nedir/> . Erişim Tarihi: 13 Ocak 2020
- Stoxx Islamic Index.). <https://www.stoxx.com/document/Bookmarks/CurrentFactsheets/SXISBGR.pdf> Erişim Tarihi: 15 Nisan 2020
- Sümer, Gökhan ve Onan, Fatih (2016). "Dünyada Faizsiz Bankacılığın Doğuşu, Türkiye'deki Katılım Bankacılığının Gelişme Süreci Ve Konvansiyonel Bankacılıktan Farkları." *Dergipark*, 296-308.
- Swartz, Nico, and Coetzer, Pieter (2010). "Takaful: An Islamic insurance instrument." *Journal of Development and Agricultural Economics*, 333-339.
- Terzi, Hasan; Apan, Mehmet; Atar, Abdulkadir ve Şahin, Halil (2018). "Katılım Finansmanında Yeni Yaklaşımlar II." Ankara: TKBB Yayınları.

- TESAD. <https://www.tesadernegi.org/islami-endeks.html> Erişim Tarihi: 11 Mart 2020
- Thomson Reuters Ideal Ratings Islamic. (2015). *Thomson Reuters*.
- Tsay, Ruey (2005). *"Analysis of Financial Time Series."* John Wiley & Sons.
- Tunç, Hüseyin (2016). *"Katılım Bankacılığı Felsefesi, Teorisi ve Türkiye Uygulaması."* Nesil Yayınları.
- Uppal, Jamshed, and Magla, Inayat (2014). "Islamic Banking and Finance Revisited after Forty Years: Some Global Challenges." *Journal of Finance Issue*, 1-12.
- Ülev, Salih (2016, Haziran). *"Borsa İstanbul Katılım Endeksinin Piyasa Faiz Oranları İle İlişkisi ve Performansının Analizi."*Yüksek Lisans Tezi. Sakarya: Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ülev, Salih ve Özdemir, Mücahit (2015). "Katılım Endeksi ile Piyasa Faiz Oranları Arasındaki Nedensellik İlişkisi." *Conference: International Congress on Islamic Economics and Finance*, Sakarya 47-54.
- Yanpar, Atilla (2014). *"İslami Finans İlkeler, Araçlar ve Kurumlar."* İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Yıldıran, Mustafa (2011). "Küresel Finans Krizi Sürecinde Farklı Finans Uygulamalarının Analizi: Konvansiyonel ve Faizsiz Finans Sistemlerinin Karşılaştırılması." *Bütçe Dünyası Dergisi*, 105-120.
- Yıldırım, İsmail (2014). "Tekafül (İslami) Sigortacılık Sisteminin Dünyadaki Gelişimi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği." *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 49-58.
- Yıldız, Baha (2015). "Katılım 30 Endeksi ile BİST 100 Endeksi'nin Performanslarının Değerlendirilmesi." *Dergipark*, 132-144.
- Yılmaz, Osman Nihat (2010). *"Faizsiz Bankacılık İlkeleri ve Katılım Bankacılığı."* İstanbul: TKBB Yayınları.
- Yurttadur, Mustafa, ve Yıldız, İshak (2017). *"Faizsiz Finans."* İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Zakoian, Jean Michel (1994). Threshold Heteroskedastic Models. *"Journal of Economic Dynamics and Control"*, 931-955.

Zarqa, Muhammad Anas (1997). Istisna Financing of Infrastructure Projects. *"Islamic Research and Training Institute Seminar Proceedings"* Jeddah: Islamic Development Bank.

