



T.C.

UFUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME YÖNETİMİ PROGRAMI

**İSLAMİ YATIRIM FONLARI VE TÜRKİYE'DE İSLAMİ
YATIRIM FONLARININ GELENEKSEL FONLARLA
KARŞILAŞTIRILMALI ANALİZİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

BÜŞRA BAYKARA

TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. TÜRKMEN DERDİYOK

ANKARA

2018

T.C.
UFUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME YÖNETİMİ PROGRAMI

**İSLAMİ YATIRIM FONLARI VE TÜRKİYE'DE İSLAMİ
YATIRIM FONLARININ GELENEKSEL FONLARLA
KARŞILAŞTIRILMALI ANALİZİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Büşra BAYKARA

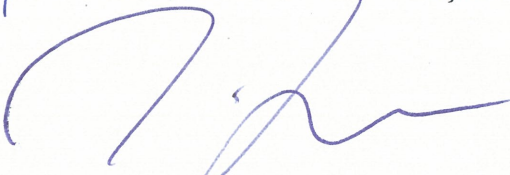
TEZ DANIŞMANI
Prof. Dr. Türkmen DERDİYOK


ANKARA
2018

KABUL VE ONAY

Büşra BAYKARA tarafından hazırlanan "İslami Yatırım Fonları ve Türkiye'de İslami Yatırım Fonlarının Geleneksel Fonlarla Karşılaştırılması Analizi " başlıklı bu çalışma, 06.12.2018 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.



Prof. Dr. Mustafa Umur TOSUN -**Başkan**


Prof. Dr. Türkmen DERDİYOK- **Danışman**


Doç. Dr. İlhami ÖZTÜRK- **Üye**

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.




Prof. Dr. Mehmet TOMANBAY
Enstitü Müdürü

ÖZET

BAYKARA Büşra, İslami Yatırım Fonları ve Türkiye’de İslami Yatırım Fonlarının Geleneksel Fonlarla Karşılaştırılmalı Analizi, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2018

Sermaye piyasalarında yatırım fonlarının geçmişine kıyasla yeni bir kavram olan islami yatırım fonları, Türkiye’de ilk kez Sermaye Piyasası Kurulu’nun III-52.1. sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde “Katılım Şemsiye Fonu” nun tanımlanmasıyla birlikte yasal bir zemine kavuşmuştur. Türkiye’de islami yatırım fonlarının, mevzuattaki ifadesiyle katılım fonlarının, ihraç edilmeye başladığı tarihten bu yana gelişen bir sermaye piyasası aracı olmasına karşın, katılım fonlarının yapısının, özelliklerinin ve geleneksel yatırım fonlarından farklılıklarının ortaya konulmasına ilişkin bir çalışma yapılmamış olduğu görülmüştür.

Bu çalışmanın amacı; ülkemiz için yeni bir kavram olan katılım fonlarının nasıl ortaya çıktığının, temel özelliklerinin ve yönetim yapısının araştırılmasıdır. Bununla birlikte islami yatırım fonlarının geleneksel fonlara kıyasla yatırımcıya nasıl bir alternatif sunduğunun değerlendirilmesi amaçlanmaktadır.

Bu amaç doğrultusunda; çalışmada, islami yatırım fonları ve bu fonların tabi olduğu temel piyasa olan islami finans piyasası, Türkiye’deki islami yatırım fonlarının yasal altyapısı ve mevcut piyasasına ilişkin bilgi verilmiş; Türkiye’de islami yatırım fonları ve geleneksel yatırım fonlarının büyüklükleri, portföy çeşitlilikleri, getirileri ve risk bazlı performansları karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir.

Analiz sonucunda elde edilen verilere göre; katılım fonlarının Türkiye’de yeni bir araç olarak hızlı bir büyüme gösterdiği ve gelişme potansiyeline sahip olduğu, ancak geleneksel yatırım fonlarına kıyasla katılım fonlarının yatırımcıya daha az bir portföy çeşitliliği sunduğu tespit edilmiştir. Diğer taraftan, islami yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonlarının getiri ve performansları karşılaştırmaya tabi tutulduğunda, yapılan fon gruplaştırmaları arasında getiri ve performans düzeylerinde büyük farklılıklar olmamakla birlikte geleneksel fonların getiri ve performans açısından ağırlıklı olarak islami yatırım fonlarına göre daha başarılı olduğu gözlemlenmiştir.

Anahtar Sözcükler: İslami Yatırım Fonları, Katılım Fonları, İslami Finans.

ABSTRACT

BAYKARA Büşra, Islamic Investment Funds and Comparative Analysis of Islamic Investment Funds and Conventional Funds in Turkey, Postgraduate Thesis, Ankara 2018

Islamic Investment Funds which is quite a new concept compared to the history of the Investment Funds in Capital Market Board has been legalized for the first time with the passing of ‘Participation Umbrella Fund’ regarding the Communiqué On Principles Of Investment Funds. In spite of the fact that Islamic Investment Funds are means of developing capital market since the date of first exportation, it has been seen that a study regarding the structure and features of participation funds and its difference from conventional investment funds has not been done.

The main purpose of this study is to examine how participation funds formed, basic features and governing structure. In addition to this, it is aimed to examine what kind of alternatives islamic investment funds offers compared to conventional funds.

In accordance with this purpose, this study provides information about islamic investment funds, islamic financial market, which Islamic funds subject to, and legal substructure and cannibalization of islamic investment funds in Turkey. Size, portfolio diversity, incomes and risk-based comparison of islamic investment funds and conventional investment in Turkey has been analyzed.

According to the data obtained as a result of the analysis, Islamic investment funds have showed a rapid growth as a new structure in Turkey and have potential to develop in this direction, Islamic investment funds offer less portfolio diversity to the investors than conventional investment ones. In spite of the fact that there is no significant difference in returns and performance levels among fund groups, it has been observed that traditional funds are more successful in terms of return and performance than Islamic investment funds when compared.

Keywords: Islamic Investment Funds, Participation Funds, Islamic Finance.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iii
ABSTRACT	iv
SİMGELER DİZİNİ	xi
TABLolar DİZİNİ	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

İSLAMİ FİNANS VE İSLAMİ SERMAYE PİYASALARI

1.1. İSLAMİ FİNANS	2
1.1.1. İslami Finans Kavramı ve Ortaya Çıkışı.....	2
1.1.2. İslami Sermaye Piyasaları.....	7
1.2. İSLAMİ FİNANSIN KAYNAKLARI.....	8
1.3. İSLAMİ FİNANSIN TEMEL İLKE VE YASAKLARI	12
1.3.1. İslami Finansın Temel İlkeleri.....	12
1.3.1.1. Faiz (Riba) İçermemesi	13
1.3.1.2. Risk/Getiri Paylaşımına Dayanması.....	13
1.3.1.3. İslam Hukukuna Uygun Aktiviteleri İçermesi	14
1.3.1.4. Sözleşmenin Kutsallığı.....	14
1.3.1.5. Belirsizlikten (Gharr) Kaçınma	15
1.3.2. İslami Sermaye Piyasalarında Temel Yasaklar	15
1.3.2.1. Faiz (Riba) Yasağı.....	16
1.3.2.2. Belirsizlik (Gharar) Yasağı	18
1.3.2.3. Kumar (Maysir) Yasağı.....	20
1.3.2.4. Manipülasyon (Tala'ub) Yasağı.....	22
1.3.2.5. İstifleme (İhtikar) Yasağı	24
1.3.2.6. Najsh (Yapay fiyat hareketliliği oluşturma) Yasağı.....	24
1.3.2.7. Kusurun gizlenmesi (Tadlis) Yasağı	25
1.4. İSLAMİ FİNANSTA TEMEL SÖZLEŞME TİPLERİ	25
1.4.1. Satış Temelli Sözleşmeler.....	26
1.4.1.1. Murabaha.....	26
1.4.1.2. Teverruk	28
1.4.1.4. Selemler	29
1.4.1.5. İstisna.....	30
1.4.1.6. Bay'al Wafa (Geri Satın Alma).....	30

1.4.2.	Kira Sözleşmeleri: İcara	31
1.4.3.	Ortaklık Sözleşmeleri	32
1.4.3.1.	Mudaraba	32
1.4.3.2.	Muşaraka	33
1.4.4.	Garanti Sözleşmeleri	34
1.4.4.1.	Kafalah (Garantörlük)	34
1.4.4.2.	Rehin sözleşmesi (Rahn)	35
1.4.5.	İlave Sözleşmeler: Vakala	35
1.4.6.	Hibrid Sözleşmeler	35

İKİNCİ BÖLÜM İSLAMİ YATIRIM FONLARI

2.1.	YATIRIM FONLARI	36
2.1.1.	Yatırım Fonlarının Tarihi ve İslami Yatırım Fonlarının Ortaya Çıkışı	39
2.1.2.	Yatırım Fonlarının Temel Avantajları	42
2.2.	İSLAMİ YATIRIM FONLARI	45
2.2.1.	İslami Fon Yönetimi	46
2.2.1.1.	Eleme Yöntemi (Screening)	48
2.2.1.2.	Portföyün Arındırılması (Purification)	52
2.2.2.	Şer'i Danışma Kurulları	54
2.2.3.	İslami Yatırım Fonu Türleri	55
2.2.3.1.	Hisse Senedi Fonları	55
2.2.3.2.	İcara Fonlar	56
2.2.3.3.	Emtia/Kıymetli Madenler Fonları	57
2.2.3.4.	Murabaha Fonları	58
2.2.3.5.	Karma Fonlar	59
2.2.3.6.	Para Piyasası Fonları	59
2.2.3.7.	Sukuk Fonları	60
2.2.3.8.	Dengeli Fonlar	60
2.2.3.9.	Endeks Fonlar	60
2.2.3.10.	Fon Sepeti Fonları (Funds of Funds)	61
2.2.3.11.	Borsa Yatırım Fonları (ETF)	61
2.2.3.12.	Diğer İslami Fonlar	62
2.3.	DÜNYADA İSLAMİ FON PİYASASI	63
2.4.	İSLAMİ FONLAR VE GELENEKSEL FONLARIN KARŞILAŞTIRILMASI	67

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE İSLAMİ YATIRIM FONLARI: KATILIM FONLARI

3.1. TÜRKİYE’DE KATILIM FONLARININ TARİHÇESİ	70
3.2. KATILIM FONLARINA İLİŞKİN MEVZUAT	71
3.2.1. Yatırım Fonları Tebliği’nde Yer Verilen Düzenlemeler.....	71
3.2.2. Diğer Düzenlemeler	72
3.3. TÜRKİYE’DE KATILIM FONU PİYASASI.....	74

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE KURULU İSLAMİ YATIRIM FONLARI İLE GELENEKSEL YATIRIM FONLARININ KARŞILAŞTIRILMALI OLARAK ANALİZ EDİLMESİ

4.1. LİTERATÜR	77
4.2. ANALİZİN AMACI VE ÖNEMİ.....	78
4.3. ANALİZİN KAPSAM VE SINIRLARI.....	80
4.4. ANALİZİN BULGU VE SONUÇLARI.....	80
4.4.1. Portföy Büyüklükleri	80
4.4.2. Portföy Dağılımları	84
4.4.3. Getirileri.....	91
4.4.4. Performansları.....	97
4.4.4.1. Performans Analizinde Kullanılan Methodlar	97
4.4.4.2. Performans Analiz Methodu	101
4.4.4.3. Performans Verilerinin Karşılaştırılması.....	103
4.4. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ.....	109
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	111
KAYNAKÇA	114

SİMGELER DİZİNİ

AAOIFI	Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions
ALFI	Association of Luxembourg Fund Industry
COMCEC	The Standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organization of the Islamic Cooperation
FTD	Fon Toplam Değeri
IFSB	Islamic Financial Services Board
MIFC	Malaysia International Islamic Financial Centre
PYŞ	Portföy Yönetim Şirketi
RG	Resmi Gazete
SAC	Shariah Advisory Council of Bank Negara Malaysia
SCM	Securities Commission Malaysia
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn.	Sermaye Piyasası Kanunu
Tebliğ	Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği

TABLOLAR DİZİNİ

TABLO DİZİNİ

Tablo 2.1. İslami Yatırım Fonları ile Geleneksel Yatırım Fonlarının Karşılaştırılması...	69
Tablo 4.1. Analize Dahil Edilen Fon Türleri.....	92
Tablo 4.2. Analiz Grupları.....	92
Tablo 4.3. Analiz Grupları İtibariyle Fon Sayıları.....	93
Tablo 4.4. Analiz Grupları İtibariyle Fon Sayıları.....	101

GRAFİK DİZİNİ

Grafik 1.1. 2000-2011 Aralığında İslami Finans Sektörü Varlık Büyüklüğü.....	5
Grafik 1.2. İslami Finansal Aktiflerin Dağılımı (2017).....	6
Grafik 2.1. Dünya'da İslami Finans Hizmet Sektörünün Yüzdelerik Dağılımı (2017).....	64
Grafik 2.2. İslami Fonların Sayısı ve Yönetilen Fon Büyüklüğü (2008-2017).....	65
Grafik 2.3. Bölgesel Olarak 2017 Yılı İslami Fon Getirileri (%).....	66
Grafik 2.4. Ülkelerin Yerleşikleri Tarafından Elde Tutulan İslami Fon Varlıkları (2017).....	67
Grafik 4.1. İslami Yatırım Fonlarının Fon Toplam Değerleri (2014-2017).....	81
Grafik 4.2. Geleneksel Yatırım Fonlarının Fon Toplam Değerleri (2014-2017).....	82
Grafik 4.3. Geleneksel Yatırım Fonları ile İslami Yatırım Fonları Fon Toplam Değerlerinin Yıllar İtibariyle Artış Yüzdeleri.....	83
Grafik 4.4. Geleneksel Yatırım Fonları 2014 Yılı Portföy Dağılımı	84

Grafik 4.5. Katılım Fonları 2014 Yılı Portföy Dağılımı	85
Grafik 4.6. Geleneksel Yatırım Fonları 2015 Yılı Portföy Dağılımı	86
Grafik 4.7. Katılım Fonları 2015 Yılı Portföy Dağılımı	86
Grafik 4.8. Geleneksel Yatırım Fonları 2016 Yılı Portföy Dağılımı	87
Grafik 4.9. Katılım Fonları 2016 Yılı Portföy Dağılımı	88
Grafik 4.10. Geleneksel Yatırım Fonları 2017 Yılı Portföy Dağılımı	88
Grafik 4.11. Katılım Fonları 2017 Yılı Portföy Dağılımı	90
Grafik 4.12. Birinci Grup Fonların Yıllık Ortalama Getirileri	94
Grafik 4.13. İkinci Grup Fonların Yıllık Ortalama Getirileri	95
Grafik 4.14. Üçüncü Grup Fonların Yıllık Ortalama Getirileri	95
Grafik 4.15. Dördüncü Grup Fonların Yıllık Ortalama Getirileri	97
Grafik 4.16. İslami Yatırım Fonları ile Geleneksel Yatırım Fonlarının 2014 Yılı Karşılaştırmalı Performansları	103
Grafik 4.17. İslami Yatırım Fonları ile Geleneksel Yatırım Fonlarının 2015 Yılı Karşılaştırmalı Performansları	105
Grafik 4.18. İslami Yatırım Fonları ile Geleneksel Yatırım Fonlarının 2016 Yılı Karşılaştırmalı Performansları.....	106
Grafik 4.19. İslami Yatırım Fonları ile Geleneksel Yatırım Fonlarının 2017 Yılı Karşılaştırmalı Performansları	108

GİRİŞ

İslam dininin, müslümanların yalnızca yaratıcı ile olan manevi ilişkilerine dair değil aynı zamanda Müslümanların sosyal ve ekonomik hayatlarındaki ilişkileri dair de kurallar içermesi nedeniyle islamiyetin ilk ortaya çıktığı tarihten bu yana ekonomik ilişkilerin de dinin öğretilerine göre şekillenmeye başladığı anlaşılmaktadır. Buna karşın modern anlamda islami finansın ortaya çıkışı 20. yy'da olmuştur. İslami yatırım fonlarının da, her ne kadar yatırım fonu yapısının temelinde kökenini islam toplumlarından alan vakıflar olsa da, modern dönemde ortaya çıkışı geleneksel yatırım fonlarına göre geç bir tarihe denk gelmektedir. İslami yatırım fonları, islami finans prensiplerine uygun olarak faaliyet gösteren ve islami finans prensiplerine uygun yatırım araçlarına yatırım yapan fon türleridir.

Türkiye’de islami yatırım fonları ilk olarak 9/7/2013 tarihli ve 28702 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kurulu’nun III-52.1. sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde “katılım fonu” olarak yasal düzenlemeye sahip olmuştur. Katılım fonunun tanımlanması öncesinde, mevzuatta islami yatırım fonu kurulmasına engel teşkil edecek bir düzenleme olmamakla birlikte; islami yatırım fonunun yapacağı yatırımlara ve yönetimine ilişkin açık bir düzenlemenin mevcut olmaması nedeniyle Türkiye’de islami yatırım fonlarının tarihini Yatırım Fonlarına İlişkin Tebliğ ile başlatmak yerinde olacaktır. İslami yatırım fonu/katılım fonu olarak, 2017 yılsonu itibarıyla Türkiye’de kurulmuş ve payları ihraç edilmiş 42 adet yatırım fonu bulunmaktadır.

Bu çalışmanın amacı; ülkemiz için yeni bir kavram olan katılım fonlarının nasıl ortaya çıktığının, temel özelliklerinin ve yönetim yapısının araştırılmasıdır. Bununla birlikte islami yatırım fonlarının geleneksel yatırım fonlara kıyasla yatırımcıya nasıl bir alternatif sunduğunun değerlendirilmesidir.

BİRİNCİ BÖLÜM

İSLAMİ FİNANS VE İSLAMİ SERMAYE PİYASALARI

1.1. İSLAMİ FİNANS

İslam dininin, Müslümanların yalnızca Allah ile olan ruhani ilişkilerine dair değil sosyal ve ekonomik ilişkilerine dair de getirdiği düzenlemeler itibarıyla, İslami finans, İslam'ın asli ve tali kaynaklarında yer verilen hususlar çerçevesinde Müslümanlığın ortaya çıkışından bu yana uygulanmaya başlanmıştır. Şeriat'ın veya İslam hukukunun, İslam'ın kaynaklarından yola çıkarak ekonomik hayata ilişkin olarak getirdiği düzenlemeler/sınırlamalar, İslami finansa dair bir ilkeler bütünü ve yasaklar listesi meydana getirmiştir.

Dolayısıyla, İslami finans, temellerini İslam dininin öngördüğü yaşam biçiminden almak suretiyle, ekonomik faaliyet ve hizmetlerin İslam dininin öngördüğü şer'i hükümlere uygun olarak yürütülmesini ifade eder. Bu kapsamda, genel kanının aksine İslami finansın yalnızca faiz (riba) içermeyen bir yatırım yöntemi olarak değerlendirilmesi mümkün olmayıp, İslami finans, İslam hukukunun "haram" olarak kabul ettiği birçok faaliyetin ekonomik sistem dışında bırakılmasının söz konusu olduğu bir "ilkeler bütünü" doğrultusundaki ekonomik işlemleri ifade eder.

Bu çerçevede, İslami finansın anlaşılabilmesi için öncelikle İslami finans kavramının ne olduğuna ve bu kavramın ortaya çıkışına değinmek yerinde olacaktır.

1.1.1. İslami Finans Kavramı ve Ortaya Çıkışı

İslam, hem manevi/ruhani hem de dünyevi yaşama dair boyutları olan bir din olup, yalnızca bireylerin Allah ile olan ilişkisini değil aynı zamanda insanların sosyal ve ekonomik ilişkilerini düzenlemektedir (Elfakhani, Hassan, & Sidani, 2007, s. 256). Dolayısıyla İslam dininin ortaya çıktığı ilk yıllardan bu yana sadece inanış ve dini temelli olan bir din değil aynı zamanda ekonomik aktivitelere katılımı da teşvik eden bütünlük bir yaşam biçimi olduğu söylenebilir (Aktek Çürük, 2013, s. 10) İslami finans da İslam'ın

sunduğu bu bütünlüşik yaşam biçimine uygun olarak İşlam'ın ilk ortaya çıktığı tarihlerde uygulama olarak ortaya çıkmıştır.

İşlami finans, fon talep edenin fon arz edene borçlandırılmasına dayanan geleneksel finans modelinden farklı olarak fon talep eden tarafın ihtiyaç duyduğu varlığın finanse edilmesi amacıyla fon talep edene yatırım yapılmasını temel alan bir kar/zarar yapısına dayanmaktadır (Chiu & Newberger, 2006, s. 8). Aslında, kar/zarar paylaşımı ve ortaklık esaslarına dayanan yatırım düşüncesi İşlam öncesine dayanan bir model olmakla birlikte, ekonominin merkezinin Batı dünyasına kaymasıyla birlikte gözden düşmüştür (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 2).

1960'lı yıllara gelindiğinde ise siyasi ve sosyoekonomik faktörlerin yakınlaşması, tefecilik ve faiz/riba yasağı da dahil olmak üzere inanç temelli İşlami finansal uygulamaların yeniden canlanmasını sağlamış, bu uygulamalara yönelik ilgiyi tetiklemiştir. Bu doğrultuda, 1963 yılında Mısır'da "Mit Ghamr İşlam Bankası"nın kurulması modern İşlami bankacılık hareketinin başlangıç noktası olarak kabul edilir (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 3).

1970'li yıllara dek İşlami bankacılık ağırlıklı olarak perakendeci piyasaya odaklanmıştır. 1970'li yılların sonuna gelindiğinde ise İşlami finansın yükselişi, bu dönemde yaşanan petrol krizi ile birlikte petrol ihracatı yapan ölkelere büyük sermaye akışlarının meydana gelmesi ile olmuştur (Capocci (Edt.), 2018, s. 5). Böylece petrol fiyatlarındaki önemli artışlar sonucunda petrol ihracatı yapan İşlam ölkelerinin cari hesap fazlası verdiği 1970'li yıllarda İşlami finans hızla büyüme gösterebilmiştir. Yine bu dönemde, İşlami temellere dayalı sosyopolitik ve ekonomik sistemler arzusu gibi diğer faktörlerin bu gelişme üzerindeki etkisi, geniş yapısal reformların gelişi, finansal sistemlerde sermaye hareketlerinin liberalizasyonu, özelleştirme ve finansal pazarların küresel olarak bütünlüşmesi, İşlami finansın gelişmesine destek olmuştur (Aktek Çürük, 2013, s. 6).

İşlami sermaye piyasalarının da 1970'lerde gelişme göstermeye başladığı, 1990 yılı itibarıyla da İşlam alimlerinin şirket paylarına yatırım yapılabilmesine ilişkin görüş birliğine varmasıyla birlikte, İşlam coğrafyasında sınırlı olmaktan çıkıp dünya genelinde yaygınlaştığı anlaşılmaktadır.

İslami finansın pratik anlamdaki çıkış noktası, Müslümanların faiz içeren geleneksel finans sistemine dahil olmaksızın sahip oldukları fonları değerlendirme ihtiyacı olmakla birlikte, İslami finansın modern dönemdeki bu ortaya çıkışının bir de politik arka planı bulunmaktadır. Tarihsel olarak bakıldığında, kapalı ekonomilerin hakim olduğu dönemlerde Müslümanlar batı dünyasından görece daha üstün bir yaşam standardı sağlamış durumdaydı. Ancak son üç yüzyıl içinde, batı medeniyetinin ekonomik anlamda Müslüman dünyayı geride bırakmış olması, İslam dünyasının da mevcut ekonomik sistem çerçevesinde kalkınmanın finansmanı için sermaye birikiminin nasıl finanse edilebileceği konusunu ön plana çıkarmıştır (Yanpar, 2015, s. 38).

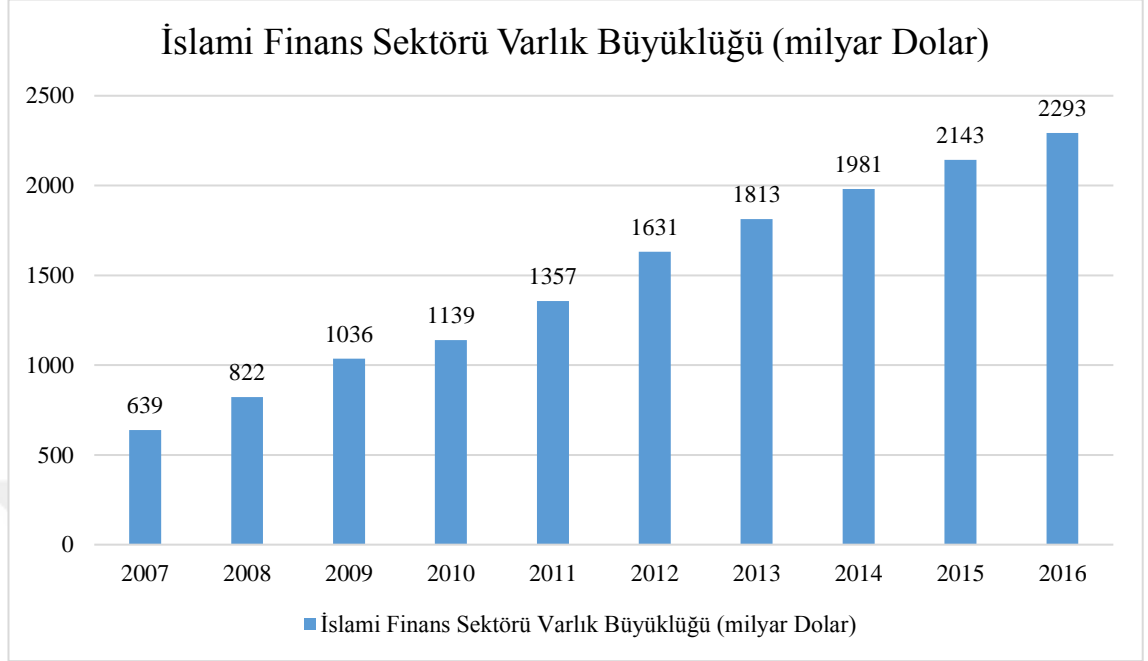
İslamın temel kurallarına uyularak nasıl bir ekonomik sistem kurulması gerekeceği hususu, son elli yıldır İslam düşünürleri arasında tartışılan önemli konulardan biri haline gelmiştir. Bu tartışmalar sonucunda “İslam Ekonomisi” veya “İslami Finans” olarak bilinen bir disiplin doğmuştur (Yanpar, 2015, s. 39)

Bu kapsamda, İslami finans uygulamalarının modern dönemde ortaya çıkışı ve 1970’li yıllar itibarıyla Dünya genelinde yaygınlaşmasını tetikleyen temel olarak üç faktör bulunmaktadır. Birincisi, 1975 yılında İslam Kalkınma Bankası’nın kurulmasıdır ki bu banka İslami finansın gelişiminde öncü bir rol üstlenmiştir. İkincisi, 1970’li yıllar itibarıyla İslami ticari bankacılığın yaygınlaşmasıdır ve bunları diğer finans kurumları takip etmiştir. Üçüncüsü ise Müslüman araştırmacıların finans alanında ortaya çıkardığı yeniliklerdir. Bu yenilikler sayesinde üretilen yeni teknikler İslami finansın yaygınlaşmasında önemli bir yapı taşı olmuştur (Ulusoy & Altun, 2017, s. 142).

Modern İslami finansın ortaya çıkışı, geleneksel finansa göre geç bir tarihe denk gelmekle birlikte, İslami finansın dünya genelinde gelişme göstermeye başladığı yıllar itibarıyla hızlı bir büyüme gösterdiği anlaşılmaktadır. Bugün İslami finansal varlıkların toplamı dünya genelindeki finansal varlıkların %1-2’si oluşturmakta ve İslami finans küçük ama büyüyen bir kategori olarak kabul edilmektedir (Capocci (Edt.), 2018, s. 5).

2007-2016 döneminde yıllar itibarıyla İslami finans sektörünün sahip olduğu toplam varlık tutarlarına baktığımızda, yaklaşık on yıllık dönemde İslami finans sektörü varlık yaklaşık 3,5 katına çıktığı anlaşılmaktadır.

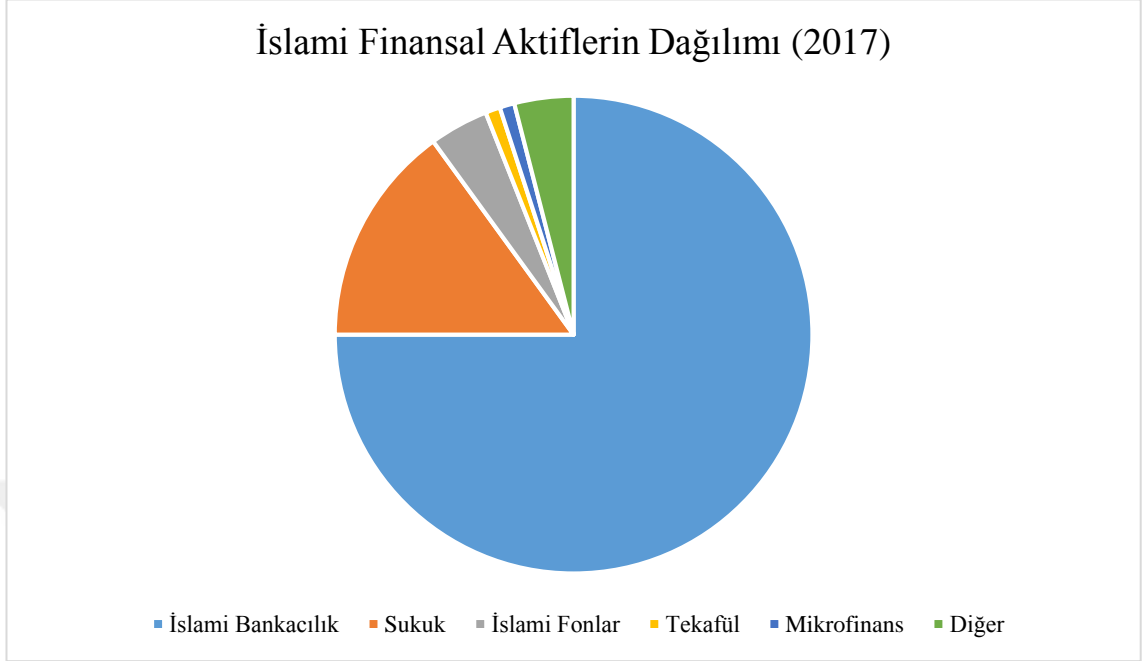
Grafik 1.1. 2007-2016 Aralığında İslami Finans Sektörü Varlık Büyüklüğü



Kaynak: Global Islamic Finance Report 2017 (Dubai Islamic Bank)

Bugün ise, IFSB verilerine göre 2017 yılsonu itibarıyla Dünya genelindeki İslami finans sektörünün toplam varlık tutarı 2,05 trilyon dolara ulaşmış durumdadır (Islamic Financial Services Industry Stability Report, 2018, s. 9).

Grafik 1.2. İslami Finansal Aktiflerin Dağılımı (2017)



Kaynak: Özdemir & Aslan, 2017, s.14.

2017 yılı itibariyle dünya genelinde İslami finansal varlıkların varlık türü bazında dağılımına baktığımızda ise ağırlığın %75 ile İslami bankacılık ürünlerinde olduğu görülmektedir. İslami sermaye piyasası ürünlerinden olan sukuk ise %15 ile bankacılık ürünlerini takip etmektedir. İslami yatırım fonlarının toplam değeri ise dünya genelindeki İslami finansal varlıkların toplam değerinin yaklaşık %4'ünü oluşturmaktadır.

Diğer taraftan, İslami finans mevcut durumda yaklaşık 90 ülkede uygulama bulmakta olup, bu ülkelerden 50 adedi Müslüman ülkelerdir. Dolayısıyla, İslami finansın yalnızca Müslüman nüfusu değil, aktif olarak uygulandığı İngiltere, Amerika, Çin, Avustralya, Singapur, Güney Afrika, Sri Lanka vb. ülkeler göz önüne alındığında, aynı zamanda Müslüman olmayanlara da hitap eden küresel bir finansal sistem olduğu söylenebilir (COMCEC, 2017, s. 7).

1.1.2. İslami Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasaları, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşı karşıya geldiği ve fon aktarımının genellikle doğrudan finansman yoluyla gerçekleştirildiği finans piyasalarıdır. Sermaye piyasalarında fon arz ve talepleri tahvil, hisse senedi (pay) gibi finansal araçlar yardımıyla karşılanmaktadır (Yanpar, 2015, s. 181). İslami sermaye piyasaları ise geleneksel sermaye piyasalarıyla aynı işlevleri yerine getiren şeriata uygun finansal ürünlerin işlem gördüğü piyasalardır (Yanpar, 2015, s. 182).

İslami sermaye piyasaları, İslami finans kuruluşlarının büyümesinde öncü bir role sahiptir. Geleneksel sermaye piyasalarına paralel olarak, İslami sermaye piyasalarının en önemli fonksiyonu, fon fazlası veren bireyler, şirketler veya devletlerden fon talep edenlere fon transferi sağlamasıdır. Dolayısıyla İslami sermaye piyasaları, sermaye arayanlar ile sermaye sağlayacak olanların bir araya geldiği bir sektördür (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 44).

Çağdaş İslami bankacılık ve finansın kökenleri 1960'lı yılların başlarına kadar izlenebilmesine rağmen, petrol gelirlerinin ilk dalgasının gerçekleştiği 1970'lere kadar İslami ilkelere uygun ürünlere yatırım fikri ivme kazanamamıştır. Orta Doğu'da petrol geliri elde eden bireyler, 1980'lerde büyük miktarlarda servet biriktirmeye ve tasarruflarına yatırım yapacakları İslam ilkelerine uygun finansal ürünleri aramaya başlamıştır. Bu doğrultuda, bu dönemde Batı bankaları müslüman müşterilerine İslami "pencereleri" aracılığıyla hizmet vermeye başladılar ve yeni organize olmuş İslami bankalar da İslam hukukuna uyumlu finansal ürünlere yönelik artan inanç temelli talebi karşılama isteğiyle, bu pazara hızla katıldılar (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 44).

1990'lı yıllar boyunca İslami bankacılık mevduatları İslami finans piyasalarının talep ettiği sermayeyi sağlamak için yeterliydi, ancak zamanla piyasadaki fon talebi, fonların arzını hızla aştı. Geleneksel finansal ürünlerin esnekliği ve inovasyonu ile rekabet edebilecek yeni İslami finansal ürünlere ihtiyaç vardı, ancak iki faktör İslami sermaye piyasasının bu ürünleri teslim etme yeteneğini engelledi. Birincisi, geleneksel finansal piyasaların muazzam bir hızla ve pek çok farklı yönde gelişmişliği idi. Bu yeni ürünleri İslam hukukuna uyarlamaya zorlanan İslami finans piyasaları, rekabetçi bir tempoyu

sürdürmek için çabaladı. İslami sermaye piyasası gelişiminin hızını yavaşlatan ikinci faktör ise, İslam hukukuna uyumu neyin oluşturduğuyla ilgili tartışmayı çevreleyen çatışmadır (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 45).

Yine de, İslami sermaye piyasası için sürdürülebilirlik yeni ve rekabetçi ürünler elde etmeye zorunluydu. Bu dönemde birçok Müslüman ülkede kuralsızlaştırma, İslami sermaye piyasasının ciddi bir biçimde büyümesinin önünü açan İslam hukukuyla uyumlu hisse senedi fonları ve sukukun (İslami tahviller) yaratılmasına kapıyı açtı (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 45).

1999'dan beri, İslami sermaye piyasası Müslüman ihraççılar ve yatırımcılara olduğu kadar gayrimüslimlere de hitap etmektedir. Bununla birlikte bugün İslami sermaye piyasaları geleneksel finansal ürünlerin getirileriyle yarışan ve bu ürünlerin özelliklerine benzer çok sayıda ürünü içeriyor. Hisse senedi ve tahvil ürünlerinin yanı sıra, piyasa borsa yatırım fonları, türevler, swaplar, tröstler, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, emtia fonları ve bir dizi İslam endeksleri ve endeks ürünlerini de kapsayacak şekilde genişlemiştir. İslami sermaye piyasası, bu İslami ürünlerle ilgilenen aktif birincil ve ikincil piyasalardan oluşmaktadır (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 45).

1.2. İSLAMİ FİNANSIN KAYNAKLARI

İslam'ın ekonomik alanında yer bulan İslami finans, hukuki çerçevesini de İslam'ın kendisinden almaktadır. İslam hukukunun altında yatan temel prensip, Allah'ın iyiyi emrettiği, toplumun refahını sağlamaya/korumaya yönelik olduğu; şeytanı yasakladığı çünkü şeytanın toplumun faydasını engellemeye yönelik olduğudur. Bu kapsamda Şer'i kurallar hem İslami ahlak kurallarını hem de hukuk kurallarını içeren bir öğretilerdir. İslam hukuku ve ahlak öğretisinin ise topluma pozitif bir etki yaratacağı, refahı artıracacağı kabul edilmektedir (Ahmed, 2011, s. 3).

Hukuk ve ahlak arasındaki ayrımı yapabilmek için İslam içtihadını ifade eden "Teklifi Hüküm"e bakmak gereklidir. Teklifi Hüküm, Allah'ın/İslam'ın insanların fiillerine yönelik emirleri kapsamında sınıflandırılmış beş fiil türünü ifade etmektedir. Bunlar; yapılması zorunlu fiiller olan *Vacip (Wajib)*, yapılması tavsiye edilen fiiller olan *Mendub*

(*Sünnet/Mendub*), kaçınılması gereken fiiller olan *Mekruh (Makruh)*, yasaklanan fiiller olan *Haram* ile insanların yapıp yapmamakta serbest bırakıldığı fiiller olan *Mübah*'tır (Ahmed, 2011, s. 3). Dolayısıyla yapılması istenenler, terki istenenler ve serbest bırakılanlar olmak üzere temelde üç türdür diyebiliriz.

İslam'da ahlaki öğretisi, tavsiye edilen fiillerin teşvik edilmesi, yasaklı fiillerden ise kaçınılması üzerine kuruludur. Bu çerçevede, İslam öğretisinde insanlara kadınlara, yaşlılara veya hayvanlara zarar verilmemesinin öğütlenmesi Şeriat'ın ahlaki dayanaklarını temsil etmektedir. İslam hukukunun yasakladığı fiillerden olan aşırı faiz uygulamak/tefecilik veya kumar oynamak ise yasal yaptırımları gerektirmektedir (Ahmed, 2011, s. 4).

Müslümanlar, İslam hukukunun Allah ve onun peygamberi Hz. Muhammed'den kaynaklandığına inanmaktadır. Bu çerçevede, İslami hukukun asli kaynakları olarak öncelikle Kitap (Kuran-ı Kerim) ve Sünnet'ten bahsedilir. Bununla birlikte İcma ve Kıyas da İslam hukukunun asli kaynakları arasında yer almaktadır. İslam hukukunun tali kaynakları ise İstihsan, İstislah, İctihad ve Örf'tür (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 13).

Asli kaynaklardan birincisi, Kuran, Müslümanlar tarafından, Allah'ın değişmez ve nihai vahiyi olarak kabul edilir. Tanrı'nın çarpıtılmamış/değiştirilmemiş tek kitabı olduğuna inanılır hem maddi hem de manevi hayatta başarı için bir rehber olarak görülür (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 13).

Bu kapsamda, İslam hukukunun temel kaynağı olarak Kuran, Müslümanların yalnızca bireysel tutumlarına ilişkin olarak değil hayatlarının ekonomik, sosyal ve kültürel yönlerine ilişkin kuralları da içermektedir (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 14).

İkinci olarak Sünnet, Müslümanlar tarafından Hz. Muhammed'in gerçek ifadeleri ve kayda geçmiş eylemleri olarak kabul edilir. Sünnet, Arapça kökenli bir sözcük olarak "yöntem" anlamına gelir ve İslami uygulamaları kolaylaştırmak için gerekli temel unsurları ve ayrıntıları sağlayarak veya belirli örtük Kuran emirlerini yaparak Kuran'ın talimatlarını açıklar. Sünnet, Hz. Muhammed'in dini bir soruya ilişkin sözü, Hz. Muhammed'in bir eylemi/uygulaması veya başkaları tarafından gerçekleştirilen bir

eylemin Hz. Muhammed tarafından açıkça veya sessiz kalarak onaylanması olmak üzere üç türdür (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 14).

Herhangi bir konuda müracaat edilmesi gereken ilk kaynak hiç şüphesiz Kur'an-ı Kerim, Kur'an-ı Kerim'de açık bir hüküm mevcut değilse müracaat edilmesi gereken ikinci temel kaynak sünnettir. Eğer herhangi bir konuda Kur'an-ı Kerim ve sünnette açıklık yok ise, o takdirde diğer hukuki kaynaklara başvurulur (Aktek Çürük, 2013, s. 12).

Üçüncüsü, İcma, "saptamak" ve "bir şey üzerinde anlaşmak" anlamına gelen Arapça "ajma'a"dan türetilmiştir. Belirli bir dini konuda, belirli bir zaman diliminde nitelikli hukuk bilgilerinin kesin bir biçimde konsensüse vardığı hususlara işaret etmektedir. İcma, İslam hukukunun uygulanmasındaki pratik sorunlara değinmek için gereklidir ve bugün, İslam hukuku bilginlerinin görüş birliğini ve delege edilmiş mevzuatın önemini göstermektedir (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 14).

İcmanın bir eylemin hukuki niteliğinin tespitinde yeterli olduğu düşünülür çünkü Hz. Muhammed, "*Benim topluluğum hiçbir zaman yanlış bir karar vermez*" demiştir (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 14). Dolayısıyla, İslam alimlerinin herhangi bir dini konu üzerinde mutabakatı İslam'da asli hukuki kaynaklardan biri olarak kabul edilir. Bir konu üzerinde bir İcmânın oluşmasının ardından, bu konu üzerinde ihtilâfın önü kesilmiş olur ve usulüne uygun olarak iptal edilinceye kadar bağlayıcılık içerir (Aktek Çürük, 2013, s. 13)

Dördüncü olarak, Kıyas, yeni dünyevi gelişmeler için İslami yasal hükümleri türetmek amacıyla benzetme (karşılaştırma) yapılması için kullanılan bir yöntemdir. Nitelikli hukuk bilimcileri, Kuran ya da Sünnet tarafından ele alınmayan durumlar için yeni bir karar almak üzere, kıyasları ya da önceki kararları (emsalleri) kullanırlar. Esasen, kıyas, İslam hukuku ile ilgili bir karar alınması ve bu kararın aynı temel unsurları paylaştığı yeni bir davada uygulanması sürecidir (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 14). Örneğin, Kuran'ı Kerim'de veya sünnette belli bir durum yahut işlem yasaklanmıştır. Kendisi için yasaklama yapılan "müessir" sebep bakımından bu işlem ile ortak diğer işlemler de kıyas yapılarak yasak kapsamına alınmaktadır (Aktek Çürük, 2013, s. 13).

İslam hukukunun tali kaynaklarından bahsedecek olursak:

İstihsan, İslam hukukun uygulamasında doğabilecek katılığı ve adaletsizliği önlemek için kişisel yorumların kullanılmasıdır. İstihsan, “tercih edilen bir şeyi saymak” anlamına gelen Arapça bir kelimedir. Örneğin, İslam hukukçuları arasında, İslam hukukunun kabul edilmiş ilkelerine uymayan belirli sözleşme biçimlerine izin verilmektedir. Bazı hukuk uzmanları, istihsan kavramının Batı hukukundaki eşitlik kavramına benzer olduğunu düşünmektedir. İstihsan, İslam hukukunun toplumun değişen ihtiyaçlarına adapte edilmesinde önemli bir rol oynamaktadır (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 14).

İstislah, Müslüman hukukçular tarafından kutsal dinî metinlerde net cevaplara sahip olmayan sorunları çözmek için kullanılan bir yöntemdir. “Kamu yararı” olarak yorumlanabilecek Arapça “maslahat”tan gelen bir kavramdır. İslam alimi Ebu Hamid Muhammed ibn Muhammed el-Gazali, maslahatı bir faydayı güvence altına alan veya bir zararı önleyen şey olarak tanımlamaktadır. Bu çerçevede, maslahat, yaşam, din, akıl, soy ve mülkiyetin korunmasına ilişkin bir kavramdır. Bu beş temel değeri koruyan herhangi bir önlem maslahat kapsamına girer. Ancak, maslahat, yalnızca Şer’i hükümlerle uyumlu olduğunda uygulanabilmektedir (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 15).

İçtihad, Arapça kelime anlamıyla “çaba” anlamına gelir. İslam hukukunun, Kur’an ya da Sünnette (ya da hadislerde) ele alınmayan durumlara ya da meselelere uyum sağlamasına olanak veren kavramdır. İçtihad’ın doğruluğu veya gerekçesi Kur’an ve Sünnet’e uyumuyla ölçülür (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 15).

Örf veya adet, insanlar için kabul edilebilir yinelenen uygulamalar olarak tanımlanabilir. İslami değerler ve ilkelere aykırı veya çelişmediği sürece, kararlar ve yargılar için bir temel olarak kabul edilir. İslam hukukçuları, örfü, belirli bir bölgedeki vatandaşların kabul edebileceği sözler ve eylemler olarak tanımlamaktadır (Shanmugam and Zahari, 2009:15). Eğer bir adet, İslam hukukunun hükümleri, özü veya ruhu ile çelişmiyorsa “adet ile kanıtlanan bir şey, İslam hukuku tarafından kanıtlanmıştır.” ilkesine dayanmaktadır (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 15).

Örf, esasen yerel veya bölgesel uygulamalardır, oysa icma, bölgeler ve ülkeler arasında İslam’ın ve Şeriatın hukuk bilginleri üzerinde anlaştığı uygulamalardır (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 15).

1.3. İSLAMİ FİNANSIN TEMEL İLKE VE YASAKLARI

1.3.1. İslami Finansın Temel İlkeleri

İslami finansın dayandığı temel ilke, fon sahibi ile bu fonu kullanan tarafların adil şekilde ticari girişimin riskine katılmalarıdır. Bu süreç sözleşme ile başlar, sözleşmenin risk paylaşımını esas alması, ortaklık ilkesine dayanması gerekir. Daha sonrasında ise İslam'ın "haram" kabul ettiği ve yasakladığı faaliyetlerin sözleşme kapsamı dışında bırakılması söz konusu olur (Ulusoy & Altun, 2017, s. 142).

İslami finans ilkeleri, borçlu ve alacaklı arasındaki karşılıklı faydasal dengenin ve sözleşmesel kesinliğin sürdürülmesini garanti eder. İslami kanun, altında herhangi bir finansal işlem varlık performansına doğrudan katılımı ifade eder ve bu doğrultuda performans durumuna bağlı olarak herkese paylarıyla orantılı getiri sağlayan açıkça tanımlanabilir haklar ve yükümlülükler meydana gelir. Şer'i kanun, faiz elde etme amacı güden borçlanma araçlarının alım ve satımını (riba), gerçek bir ekonomik aktivite olmaksızın kar elde etmeyi ve yasal belirsizliğin söz konusu olduğu varlık transferini yasaklamaktadır. Kumar, yetişkin eğlenceleri, ateşli silahlar, alkol ve domuz eti ile birliktelik içermeyen aktiviteler ile ilişkili olan finansın yalnızca faizsiz formları İslami finasta izin verilebilir olarak dikkate alınır. Ancak İslam hukukunda hem alacaklı hem de borçlu tarafından yatırım riskinin birlikte paylaşılması gerekmekte olup, karların şer'i çerçevede kazanılması söz konusu olmadığı sürece bir varlığın kullanımı için ödeme yapılmasını ve kar elde etmeyi amaç edinmemektedir. Buna ek olarak, getiriler önceden tahmin edilerek garanti edilemez, sadece yatırımın kendisi gelir elde ederse gelir elde edilir (Hesse, Jobst, & Sole, 2008).

Diğer taraftan tüm mali ve ticari işlemler ikincil bir takım koşullara da uyum sağlamalıdır (Bukhari & Azam, 2015, s. 55):

- Para sadece bir değişim aracıdır, bir varlık değildir ve bu nedenle kendi başına bir getiri elde edemez.
- Risk satılamaz veya transfer edilemez ancak paylaşılabilir.
- Borç satılamaz ancak ederine uygun olarak değiştirilebilir.
- Sahip olunmayan bir varlık satılamaz.

- Tüm finansal işlemler, dayanak varlığa bağlı gerçek ekonomik işlemler olmalıdır.

Bu çerçevede, İslamî finansın temel ilkelerini *Faiz/Riba içermemesi, risk/getiri paylaşımına dayanması, İslam hukukuna uygun aktiviteleri içermesi, sözleşmenin kutsallığı ve gharardan kaçınma* olmak üzere beş başlıkta incelememiz mümkündür. Burada özellikle, risk paylaşım esasına dayanması ve sözleşmenin kutsallığı ilkeleri üzerinde durulacak olup, yasaklara daha sonra değinilecektir.

1.3.1.1. Faiz (Riba) İçermemesi

Riba, Arapça “büyüme, artış” anlamına gelmekte olup, günümüzde verilen nakdin/borcun kullanımı karşılığında talep edilen faize işaret etmektedir. Ancak Kuran-ı Kerim’de açıkça yasaklanmış olan “riba”, sadece borç verme karşılığında talep edilen ilave faizi değil sabitlenmiş veya garanti edilmiş herhangi bir emeğe dayanmayan her türlü ödemeyi kapsamaktadır (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 8).

Riba yasağının İslami sermaye piyasalarındaki yasaklar kapsamında anlamına ve sonuçlarına ayrıca değinilecektir.

1.3.1.2. Risk/Getiri Paylaşımına Dayanması

İslam hukuku, faiz getirisine dayalı kazanç sağlamayı yasaklarken, taraflar arasında risklerin ve getirilerin paylaşılmasına dayanan işlemlere izin vermektedir. Karın paylaşılması üzerine kurulu olan bu mekanizmanın insanları “ortak olmaya”, birlikte çalışmaya, borç-alacak ilişkisine kıyasla daha çok teşvik ettiğine inanılır. Bununla birlikte ortaklık ilişkisi, finanse edilen projenin sonucu için karşılıklı sorumluluğu teşvik eder ve bunun da girişimin başarıya ulaşma olasılığını artırdığına inanılır (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 8).

İslam dininin egemen olduğu bir finansal yapı yalnızca İslam’ın yasakladığı faiz, kumar gibi şeylerden kaçmayı değil; aynı zamanda risk/getiri paylaşımı esasına dayanması nedeniyle sosyal adalet ve eşitliği teşvik edici bir sistemi gerektirir.

1.3.1.3. İslam Hukukuna Uygun Aktiviteleri İçermesi

Faiz ve kumar yasağından bağımsız olarak, İslami finasta, İslam hukukuna uygun olmayan mal ve hizmetlere ilişkin işlemlerden uzak durulması gerekmektedir. Bu işlemler, Kuran'ı Kerim ve Sünnet/Hadisler başta olmak üzere İslam'ın kaynaklarında yasaklanmış olan aktivitelerdir (Islamic Banking&Finance: Principles and Practices, 2014, s. 26).

Bu çerçevede, özellikle domuz veya İslami esaslara uygun olarak kesilmemiş hayvanlar gibi helal olmayan yiyecekleri içeren, sarhoş edici içecekler, pornografi, tütün içerikli ürünler ve silah içeren mal ve hizmetler yasaklanmıştır. Yasak yalnızca bu ürünlerin alınıp satılmasına ilişkin değildir; aynı zamanda dağıtım, transfer, depolama gibi üretim sürecindeki herhangi bir aşamaya katılmayı da içerir (Islamic Banking&Finance: Principles and Practices, 2014, s. 26).

1.3.1.4. Sözleşmenin Kutsallığı

İslam hukukuna göre, İslam hukukuna uygun olarak kurulmuş bir sözleşmenin taraflara getirdiği yükümlülükler kutsaldır. Bununla birlikte, sözleşmeye ilişkin bilgilerin tamamıyla açıklanması da taraflar için kutsal bir görev demektir. Sözleşmeye dair bilgilerin tamamıyla açıklanması yani şeffaf olunması, İslami finasta kesinlikle yasaklanmış olan spekülasyonun da önüne geçilmesini sağlayacaktır (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 8).

Bir sözleşmenin geçerli bir şekilde kurulabilmesi için ise taraflar arasında adil olmayan bir durum yaratılmasına neden olabilecek herhangi bir unsurun sözleşmede şüpheye yol açmayacak şekilde, açıkça belirlenmiş olması gerekir. Bu çerçevede, sözleşmenin altında yatan varlıklar ve kar paylaşım oranları gibi unsurlar açıkça belirlenmelidir. Bir sözleşmenin geçerliliği için bir diğer husus ise tarafların sözleşmenin kurulmasında istekli olmalarıdır. Dolayısıyla tarafların özgür iradesi ile kurulmamış olan sözleşmeler geçersiz olacaktır, sözleşmeden doğan yükümlülüklerin gerçekleştirilmesinin talep edilmesi mümkün değildir (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 8).

1.3.1.5. Belirsizlikten (Gharar) Kaçınma

İslam hukuku, hile, aşırı risk veya aşırı belirsizlik olarak çevirebileceğimiz “gharar” unsurunun finansal işlemlerde yer almasını yasaklamaktadır. Gharar uygulamada, herhangi bir işlemdeki varlıkların fiyatlamasına, teslimatına, niteliğine ve niceliğine ilişkindir. Taraflardan birinin söz konusu hususlarda bilgi eksikliğinin derecesi sözleşmeyi etkileyebilmektedir. Bilgi eksikliği taraflar arasında yanlış anlaşılmaya, hataya, hileye veya cebre yol açabilmektedir (Islamic Banking&Finance: Principles and Practices, 2014, s. 26). Ancak ribanın aksine, gharar içeren bir işlem doğrudan geçersiz kabul edilemez. İşlemin içerdiği gharar derecesine göre geçerli veya geçersiz kabul edilebilmektedir (Shanmugam & Zahari, 2009, s. 9).

1.3.2. İslami Sermaye Piyasalarında Temel Yasaklar

İslami sermaye piyasaları dediğimizde genel itibarıyla İslam hukukunun gereklilikleri ile uyumlu sermaye piyasası aktiviteleri ve enstrümanlardan bahsedilmektedir. Özellikle İslami sermaye piyasası araçları ve aktivitelerinin İslam hukukuna uygunluğunun sağlanmasında belirli kurallara uygun davranılmasından ziyade belirli davranışlardan kaçınılması aranmaktadır. Bunlar özellikle faizden, belirsizlikten (gharar), kumardan, spekülasyondan uzak durmak; yasaklanmış sektörlere yatırım yapmaktan kaçınmak ve hileli, aldatıcı davranışlarda bulunmamaktadır (Muhammad, Sairally & Habib(Edt.), 2015, s. 90). Dolayısıyla İslami sermaye piyasası araçlarının ve aktörlerinin İslami finansın temel ilkelerine uyumlu olarak gerçekleştirdikleri sözleşmeleri takiben İslam hukukunun yasakladıklarından uzak durmak suretiyle faaliyetlerini sürdürmeleri söz konusudur.

İslami sermaye piyasaları, şeriat gereklilikleri ve prensiplerine uygun olarak işlemlerin, operasyonların ve aktivitelerin yürütüldüğü piyasalardır. Bir sermaye piyasasına “İslami” diyebilmemiz için temel kural söz konusu piyasanın şeriata göre yasaklanmış olan aktiviteleri içermemesidir. Bu aktiviteler temel olarak; faiz, belirsizlik (Gharar), kumar (Maysir), manipülasyon (Tala’ub), istifleme (Ihtikar), yapay fiyat hareketliliği oluşturmak (Najsh), kusurun saklanması (Tadlis)’dir. Bu temel yasaklar ile şeriatın sağlamak istediği hem ihtiyaçların karşılanabileceği bir işlem ortamı oluşturabilmek hem

de taraflar arasındaki sözleşme özgürlüğünü koruyabilmektir. Şeriatın koyduğu bu yasaklar ile sözleşmelerin tarafları bir yandan fayda (maslahah) sağlarken bir yandan da aralarındaki adillığın ve eşitliğin garanti edilmesi söz konusu olmaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 90).

1.3.2.1. Faiz (Riba) Yasağı

Riba'nın sözlük anlamı büyüme, genişlemek, artmak, çoğalmaktır. Bir şeyin orjinal büyüklüğüne göre niceliksel olarak artmasına riba denilmektedir. Riba İslam'ın temel yasaklarından biri olmakla birlikte, İslami finansta her türlü artış/büyüme yasaklanmış değildir. Örneğin ticari bir aktivite sonucunda kişinin refahında bir artış meydana gelmiş olabilir bu riba olarak değerlendirilemez. Al-Jurjani tarafından riba şu şekilde tanımlanmaktadır: *“Sözleşmenin taraflarından birinin belirlediği kurallar sonucunda yapılan değiş tokuştan elde edilen kazanç/artış.”* Ibn Abidin ise ribayı *“Eşit değerdeki iki mülkün takasında herhangi bir gerekçe olmaksızın meydana gelen artış”* olarak tanımlamaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 91).

Riba'nın türleri şu şekildedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.) , 2015, s. 91):

a) Nedenine göre Riba: Zaman veya miktar faktörü sonucunda meydana gelebilir.

Bu kapsamda Riba'yı:

- Riba al Nasi'ah (iki emtianın sahipliğinde kesin zamana erteleme)
- Riba al-Fadl (iki varlığın takasında ekstra ilave)

olarak sınıflandırabiliriz.

b) Kaynağına göre Riba: Borç verme işleminde ve satış işleminde meydana gelebilir;

- Riba al-Duyun: Borç verme işleminde borcun geri ödenmesi zamanında veya borcun ödemesinin ertelenmesinde borç tutarının üzerinde bir geri ödeme olacaksa riba söz konusu olur. Dolayısıyla borç verme işleminde ribanın hem zaman hem de miktardan kaynaklandığı görülmektedir. Bazı kaynaklarda borç verme işleminde doğan Riba iki tür olarak ele alınmaktadır. Birincisi belirli bir miktar borç alma/verme işleminde borca konu tutara ek olarak kazanç/artış içerecek şekilde tarafların anlaştığı sözleşmeler olan *Riba al*

Qard, ikincisi borcun geri ödemesinin ertelenmesi durumunda ekstra ücret talebini ifade eden *Riba al-Jahiliyyah*.

- *Riba al-Buyu*: Bir satış veya takas işleminden doğan ribada, işlemin taraflarından birinin işlem sonucunda satışa/takasa konu emtiayla eşit olmayan tutarda emtiayı teslim etmesi söz konusudur. *Riba al- Buyu*, Hz. Muhammed'in "*Altını, altın mukabilinde ancak misli misline, gümüşü, gümüş mukabilinde ancak misli misline değiştirin! Birbirinden eksik veya fazla olmasın. Satış meclisinde mevcut olanı, mevcut olmayanla mübadele etmeyin!*" hadisine dayandırılmaktadır.

Söz konusu hadis çerçevesinde emtia alışverişlerinde ribanın olmaması için (Muhammad Sairally, & Habib (Edt.), 2015, s. 92):

1) Aynı kategori ve türdeki emtiaların (örneğin altın-altın, gümüş-gümüş) değişimine ilişkin sözleşmenin aşağıdaki unsurları içermesi beklenir:

- *Al-tamathul*: Ölçüde eşitlik olmalıdır.
- *Al-hulul*: Sözleşme anında teslimat içermelidir.
- *Al-taqabud*: Sözleşme esnasında sözleşmeye konu emtialara sahip olunması (majlis al-‘aqd) gerekmektedir.

2) Aynı kategori ancak farklı türdeki emtiaların (örneğin altın-gümüş) değişimine ilişkin sözleşmenin aşağıdaki unsurları içermesi beklenir:

- *Al-hulul*: Sözleşme anında teslimat içermelidir.
- *Al-taqabud*: Sözleşme esnasında sözleşmeye konu emtialara sahip olunması (majlis al-‘aqd) gerekmektedir.

3) Farklı kategori ve türdeki emtialara ilişkin ise herhangi bir koşul söz konusu değildir.

Riba, mevcut konvansiyonel/geleneksel sermaye piyasalarında borçlanma araçlarında (tahvil, bono) veya repo-ters repo gibi işlemlerde mevcuttur. Bu araçlar, borç veren tarafa belirli bir tarihte belirli bir oranda kazanç (faiz) vaat etmektedir. Söz konusu

konvansiyonel sermaye piyasası araçlarına alternatif olarak İslam hukukuna uygun olacak şekilde riba içermeyen araçların (sukuk, vaad gibi) oluşturulduğu görülmektedir (Muhammad Sairally, & Habib (Edt.), 2015, s. 93).

1.3.2.2. Belirsizlik (Gharar) Yasağı

Ticari işlemlerde yasaklı unsurlardan biri olan gharar, ribanın aksine mutlaklık içermemekte; ghararın bazı durumlarda İslam hukukunda tolare edildiği görülmektedir. İslam hukuku çerçevesinde yalnızca kontrol edilemeyen riskin neden olduğu spekülasyon ve kumarı içeren aşırı bir gharar'ın (*gharar fahish*) yasaklanmış olduğu anlaşılmaktadır (Muhammad Sairally, & Habib (Edt.), 2015, s. 94).

Gharar aynı zamanda, taraflar arasında adaletsizliğe ve ihtilafa neden olabilecek bir belirsizlik veya hileyi ifade eder. Bu çerçevede, şariat için bir sözleşmede önemli olan anlaşmada mümkün olduğunca spesifik olarak unsurların belirlenmesi ve böylece gelecekte taraflar arasında ihtilafa neden olabilecek bir belirsizliğin bulunmamasıdır (Muhammad Sairally, & Habib(Edt.), 2015, s. 94).

İslam hukukunda gharar'ın yasak olduğunun kabul edilmesi Kuran-ı Kerim'e ve Hz. Muhammed'in bir hadisine dayandırılmaktadır (Muhammad Sairally, & Habib(Edt.), 2015, s. 94):

- “*Ey iman edenler! Birbirinizin malını haksız şekilde yemeyin. Ancak karşılıklı rıza ile yaptığınız ticaret müstesnadır. Nefislerinizi öldürmeyin. Muhakkak ki Allah size karşı pek merhametlidir.*” (Ümit Şimşek, Kuran-ı Kerim 4:29; <http://www.kuranmeali.org/>, 01.08.2018)
- “*Allah'ın müjdecisi gharar içeren alışverişi yasaklamıştır.*” (Sahih Muslim, hadis no. 1513; <http://www.sahihhadisler.com/>, 01.08.2018)

Gharar'ın yasaklanmasıyla, İslam hukukunda sözleşme özgürlüğüne dayanarak anlaşma yapan tarafların her ikisinin de anlaşmadan kaynaklanan yararlarını korumak, sözleşmede belirsiz bir husus bırakmayarak taraflar arasında şeffaflık sağlamak istenmektedir.

Gerekli olan tüm bilginin açıklığa kavuşturulması yoluyla bir yandan da hilenin ve aldatmanın önüne geçilmektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.) , 2015, s. 94).

Bir işlemde gharar sözleşmenin kendisinde veya konusunda meydana gelebilir. Örneğin satış sözleşmesinde satılacak varlığın veya fiyatının belirsiz olması, bilinmiyor olması yahut mevcut bulunmaması gharar olarak nitelendirilir. Böyle bir durumda işlem sonucunda elde edilecek gelirin veya malvarlığındaki artışın belirsizliği taraflar için aşırı bir risk teşkil edecek ve nihai olarak taraflar arasında düşmanlığa veya anlaşmazlığa neden olabilecektir. Bu nedenle İslam hukukunda olması gereken; tarafların, sözleşme gerçekleşmeden sözleşme konusu varlığa ve fiyatına ilişkin olarak yeterli bilgiye sahip olmasıdır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 94).

Gharar üç tür olarak ortaya çıkabilir (Muhammad Sairally, & Habib, 2015, s. 95):

- 1) Düşük derecede gharar (Gharar yasir): Taraflar arasında tolare edilebilecek düzeyde önemsiz/basit bir belirsizliğin mevcudiyeti. İslam hukuku içtihatlarında bu konuda verilen örnek sözleşmenin konusunun gelecekte sahipliğinin net olmadığı “forward icara (ileri vadeli kiralama)” sözleşmeleridir. Bu durumda kiraya veren tarafın sözleşmenin yükümlülüğünü tamamen biliyor olduğu göz önünde bulundurularak sözleşmenin geçerli olduğu kabul edilir.
- 2) Orta derecede gharar (Gharar mutawasit): İslam hukuku yargıçlarının içtihatlarında düşük ile yüksek derece arasında kalan bazı durumları bu kapsamda değerlendirdiği görülmektedir.
- 3) Aşırı gharar (Gharar fahish): Örneğin havadaki kuşun satılması gibi konusu imkansız nesnelere satışına ilişkin sözleşmeler bu kapsamdadır. Bu şekilde oluşan aşırı derecede gharar’lar pek çok hadiste yasaklanmış durumdadır.

Sonuç olarak gharar’ın İslam hukukunda yasaklandığı temel durumları şu şekilde özetleyebiliriz (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 95):

- İşlemin gelecekteki getirisinin veya işleme konu varlığın gelecekteki mevcudiyetinin belirsiz olması.
- Sözleşme sırasında işleme konu varlığın sahipliğindeki belirsizlik.

- Ödeme metodunda veya işleme konu varlığın türü, şekli, niceliği, ağırlığındaki belirsizlikler.
- Sözleşmede gereksiz karmaşıklık (hile ve aldatmaya yol açacak şekilde).
- Sadece şansa dayalı işlemler (şans oyunları gibi.)

Gharar, mevcut konvansiyonel sermaye piyasalarında açığa satış işlemlerinde ve spekülasyon işlemlerinde söz konusu olmaktadır. Bir kişinin sahip olmadığı veya ödünç aldığı bir varlığın satılmasına yönelik yaptığı açığa satış işlemleri hem işleme konu varlığın mülkiyetinde hem de getiride belirsizlik oluşturmaktadır. Açığa satış işlemleri, Hz. Muhammed'in "*Sahip olmadığınızı satmayın*" hadisine dayanarak yasaklanmış bir faaliyet olarak kabul edilir. Buna karşın, Malezya Şeriat Danışma Konseyi (SAC) aşırı belirsizlik içeren her türlü anlaşmayı/işlemi yasaklamakla birlikte, İslami sermaye piyasası uygulamalarında açığa satış işlemlerine ilişkin geniş düzenlemeler sonucunda anlaşmalardaki aşırı belirsizliklerin ortadan kalkması nedeniyle "Düzenlenmiş Açığa Satış İşlemleri"ne (Regulated Short Selling-RSS) izin vermektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 96).

Yatırımcıların fahiş fiyatlı varlıklara/piyasalara ilişkin spekülasyonlar yoluyla yatırımcıların kar elde ettikleri bilinmektedir. Bununla birlikte türev piyasalarda yaratılan spekülasyonlar yatırımcıların bu piyasalarda herhangi bir ticari faaliyet veya reel iş aktivitesi olmaksızın kar elde etmelerini sağlamaktadır. Gharar, fiyatlar hakkında belirsizlik kadar varlıkların alım-satımına ilişkin belirsizliği de içermektedir. Türev piyasalardaki belirsizliklere ilişkin spekülasyonlar ekonomide düzensizliğe sebep olabilmektedir. Aşırı derecede spekülasyonun yarattığı tehlikeyi dünya ekonomisi 2011 yılında petrol fiyatlarındaki tırmanıştan kaynaklanan finansal krizde tecrübe etmiştir. Dolayısıyla bu şekilde genel ekonomik düzeni etkileyen veya yatırımcıların herhangi bir faaliyet olmaksızın gelir elde etmesine yol açan düzeydeki aşırı spekülasyon işlemlerin gharar içerdiği bilinmektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 95).

1.3.2.3. Kumar (Maysir) Yasağı

Maysir, bahse dayalı olarak gerçekleştirilen ve kazananın bahse konu varlığın tamamını elde ettiği, kaybedenin ise tamamını kaybettiği aktiviteleri ifade eder. Al-Sullami

tarafından maysir sadece mülkleri riske sokmak suretiyle servet elde etmek olarak tanımlanmıştır. Maysirde sözleşmenin kendisi risk almak üzerine kurulu olup taraflar için belirsizlik kaçınılmazdır. Söz konusu risk günlük hayatta alınan veya ticari hayatın gerektirdiği nitelikte bir riskten ziyade sözleşmeye dayanan bir risktir. Maysirin temelinde spekülasyona dayalı olarak hareket etmek yatmaktadır. Ancak İslam hukukunda spekülasyon genel itibarıyla yasaklanmış değildir, yalnızca kumara yol açacak derecede spekülasyonlar yasaklanmıştır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 97).

Maysirde iki tarafın da fayda sağladığı bir işlem değil, doğrudan taraflardan birinin kazanması diğerinin ise tümüyle kaybetmesi üzerine kurulu bir durum söz konusudur. Maysir kazanma veya kaybetme durumunda belirsizliğin varlığı veya getirinin belirsiz olması gibi bazı açılardan gharar ile benzerlik göstermektedir. Ancak gharar genellikle satış sözleşmelerinde oluşabilecek bir durum iken maysir ile doğrudan taraflardan birinin sahip olduğunu elde etmek üzerine kurulu bir oyuna dayalı anlaşmaların kendisi kast edilmektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 97). Günümüzde yaygın olan oyuna dayalı anlaşmalar kumar ve bahis oyunlarıdır. Söz konusu oyunların aynı zamanda gharar içerdiği şüphe götürmemekle birlikte, maysirin ayırt edici özellikleri gerçekleşmedikçe bütün akitlerin maysir olarak değerlendirilmesi veya maysire benzetilmesi doğru olmayacaktır. Dolayısıyla gharar içeren bir sözleşmenin aynı zamanda maysir içerip içermediğinin ayrıca değerlendirilmesi gerekir (Yanpar, 2015, s. 72)

Maysirin yasaklanması belirsizliğin varlığı ve beklentileri karşılanmayan taraflar arasında bir düşmanlık doğurma tehlikesine dayanmaktadır. Bununla birlikte Kuran-Kerim’de maysirin katı bir biçimde yasaklandığı da görülmektedir:

“Ey o bütün iman edenler! İçki, kumar, putlar, kısmet çekilen zarlar hep Şeytan işi murdar bir şeydir, onun için siz ondan kaçının ki yakayı kurtaraszınız. (Elmalılı Hamdi Yazar, Kuran-ı Kerim meali 5:90; <http://www.kuranmeali.org/>, 01.08.2018)”

Maysir, sermaye piyasasında gerçekleştirilecek yatırım faaliyetlerinde özellikle spekülatif amaçlı pay piyasası işlemlerinde ortaya çıkmaktadır. İslam hukuku

çerçevesinde, İslam hukukuna uygun kabul edilen (yasaklı faaliyetler göstermeyen) şirketlerin paylarının piyasada alınıp satılmasına izin verilmektedir. Ancak, söz konusu paylar uzun vadeli bir yatırımdan ziyade, kısa sürede elden çıkarıp aşırı kar elde etme amacıyla alınıp satılıyorsa bu durum maysir olarak kabul edilmekte ve yasaklanmaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 97).

Buna benzer bir şekilde, konvansiyonel sermaye piyasalarında gerçekleştirilecek futures, swap ve opsiyon işlemleri aracılığıyla türev piyasada spekülasyon işlemleri yapmak hem gharar hem maysir doğurmaktadır olup İslam hukukunda yasaklanmış bulunmaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 97).

1.3.2.4. Manipülasyon (Tala'ub) Yasağı

Manipülasyon olarak Türkçeye çevirebileceğimiz Tala'ub, mevcut durumda konvansiyonel alanda da sermaye piyasası otoriteleri tarafından yasaklanmış bir aktivitedir. Örneğin manipülasyon SPKn. madde 107'de "Piyasa Dolandırıcılığı" olarak yasaklanmış ve sermaye piyasası suçlarından kabul edilmiştir:

"Piyasa dolandırıcılığı

MADDE 107 – (1) *Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına, fiyat değişimlerine, arz ve taleplerine ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandırmak amacıyla alım veya satım yapanlar, emir verenler, emir iptal edenler, emir değiştirenler veya hesap hareketleri gerçekleştirenler iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin günden on bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar. Ancak, bu suçtan dolayı verilecek olan adli para cezasının miktarı, suçun işlenmesi ile elde edilen menfaatten az olamaz.*

(2) (Değişik: 27/3/2015-6637/11 md.) *Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkilemek amacıyla yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi veren, söylenti çıkaran, haber veren, yorum yapan veya rapor hazırlayan ya da bunları yayan ve bu suretle menfaat sağlayanlar iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar.*

... ”

Bununla birlikte manipülasyonun kasıtlı olarak yapılmadığı fiiller ise SPK'nın VI-104.1 Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nde sayılmış ve söz konusu fiillerin gerçekleştirilmesi halinde yaptırım olarak idari para cezası öngörülmüştür.

Manipülasyon SEC tarafından ise şu şekilde tanımlanmaktadır: *“Manipülasyon, bir menkul kıymete yönelik olarak piyasayı kontrol ederek veya yapay olarak etkileyerek yatırımcıları aldatmak için tasarlanmış kasıtlı bir davranıştır. Manipülasyon, bir stokun arzını veya talebini etkilemek için bir takım teknikleri içerebilir. Bunlar şunları içerir: bir şirket hakkında yanlış veya yanıltıcı bilgi yaymak; kamuya açık hisselerin sayısını kısıtlayıcı biçimde azaltmak; veya bir menkul kıymete talebi etkilemek amacıyla yanlış veya yanıltıcı bir izlenim oluşturmaya yönelik teklifler, fiyat teklifleri yapmak veya yorumlarda bulunmak. Manipülasyona katılanlar çeşitli idari ve cezai yaptırımlara tabidir.”* (<https://www.sec.gov/fast-answers/answerstmanipulhtm.html>, 01.08.2018)

Konvansiyonel sektörde düzenleyici otoritelerin mevzuatında manipülasyonun temel olarak bilgi saklama yoluyla yapılan manipülasyon ve işlem gerçekleştirmek suretiyle yapılan manipülasyon olmak üzere ikili bir sınıflandırmaya tabi tutulduğu görülmektedir.

İslam hukukunda manipülasyon yukarıda yer verilen tanımlamalardan çok da farklılık göstermemektedir. Bununla birlikte modern dönemde bazı İslam hukukçuları manipülasyonu istifleme yapmak (İhtikar) ile eşanlamlı görürken bazıları yapay fiyat hareketliliğine yol açmak (Najsh) ile eşanlamlı görmektedir. Ancak bugün İslam hukukunda manipülasyon hem İhtikar'ı hem Najsh'ı hem de kusurun gizlenmesi olarak tanımlayabileceğimiz Tadlis'i kapsayacak şekilde “ taraflar arasında aldatmaya ve hileye neden olacak hileler” olarak ele alınmaktadır. Manipülasyonun İslam hukukunda yasaklanmasının temelinde çok sayıda hadis yer almaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 97).

Bu çerçevede, İslam hukukunda manipülasyonun tanımının tam anlamıyla ortaya konulabilmesi için manipülasyon başlığı altında da incelenebilecek olan ancak her biri kendi içerisinde farklı yasakları ifade eden İhtikar, Najsh ve Tadlis'in incelenmesi gerekmektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 97).

1.3.2.5. İstifleme (İhtikar) Yasağı

İhtikar, teknik anlamıyla piyasada gerçekleştirilecek çok miktarda alım işlemi sonucunda alıma konu varlığın/menkul kıymetin kıtlığına yol açmak suretiyle fiyatını etkilemektir. İslam hukukunda, piyasada fiyat hareketliliğini etkileyebilecek ve yapay bir fiyat oluşumuna yol açabilecek olan ihtikar/istifleme yasaklanmıştır. Çünkü söz konusu yapay fiyat hareketliliği aldatmaya ve hileye neden olmaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 98).

Hz. Muhammed'in birçok hadisinde de istiflemenin yasaklandığı görülmektedir. Örneğin Hz. Muhammed bir hadisinde "*Yalnızca günahkârlar istifler/biriktirir.* (Sahih Muslim, hadis no. 1605; <http://www.sahihhadisler.com/>, 01.08.2018)" demektedir. Bazı yazarlar istifleme fiyat manipülasyonuna benzer kabul etmektedir ancak fiyat istifleme aslında manipülasyonun mekanizmalarından sadece biridir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 98).

1.3.2.6. Najsh (Yapay fiyat hareketliliği oluşturma) Yasağı

Najsh'ın kelime anlamı hile olmakla birlikte teknik olarak Imam Al-Shafi'i tarafından "*bir kişinin satın alma niyeti olmadığı bir malın yalnızca başkalarını alabileceklerinden daha fazlasını almaya teşvik etmek amacıyla fiyatını yükseltmesi (yüksek fiyat teklif etmek)*" olarak tanımlanmıştır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 98).

Hile yapmak (Najsh) hadislerde yasaklanmış durumdadır (Muhammad, Sairally & Habib, 2015, s. 99):

"Abdullah İbn Umar şöyle demiştir: Hz. Muhammed hileyi yasaklamıştır. (Sahih al-Bukhari, hadis no. 2727)"

Bununla birlikte, islam hukukçuları, aldatma amacıyla yüksek fiyat teklif edenler kadar diğer alıcıların kandırılması amacıyla fiyat teklif edenle işbirliği yoluyla sahip olduğu malı adil fiyatının üzerinde bir fiyattan satmaya yönelik anlaşılan satıcıların da hileye karıştığını kabul etmektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 99).

İslam hukukçuları, najsh gerçekleştiren bir kişinin günah işlediği hususunda aynı fikirde olmakla birlikte najsh'ın etkileri konusunda anlaşmamaktadır. Bazıları, anlaşmanın geçerli olacağı ancak eşitsizlik aşırı derecedeysen alıcı taraf için bir seçenek yaratılacağını düşünmektedir. Bazıları günahkar bir işlem olmakla birlikte geçerli olacağını belirtmektedir. Yine anlaşmanın geçerli olup olmayacağı hususunda da farklı görüşler mevcuttur (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 99).

1.3.2.7. Kusurun gizlenmesi (Tadlis) Yasağı

İslam hukukunca yasaklanmış bulunan tadlis, teknik anlamıyla bir satış sözleşmesinde ürünün kusurlarının kasıtlı bir biçimde gizlenmesidir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 99). Tadlis yasağı Hz. Muhammed'in şu hadisine dayandırılmaktadır:

“ Deve ve koyunun memelerinde süt bekletmeyin. Kim böyle sütü bekletilmiş bir sağmal hayvan satın almışsa sağdıktan sonra muhayyerdir, dilerse kabul eder, dilerse sütün karşılığı olarak bir kap kuru hurma da vererek iade eder. (Sahih al-Bukhari, hadis no. 2148)”

Söz konusu hadis de göz önünde bulundurulduğunda islam hukukçuları tadlis durumunda sözleşmenin geçerli olduğu ancak alıcıya bir opsiyon tanınması (sözleşmenin iptali gibi) gerektiği hususunda görüş birliğine sahiptir (Muhammad ,Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 99).

Sonuç olarak, islam hukukunda manipülasyon olarak değerlendirilebilecek yukarıda yer verilen durumların piyasada adil fiyatlamayı etkilemesi ve yapay bir fiyat oluşumuna neden olması halinde konvansiyonel piyasada da yasaklanmış olduğu anlaşılmaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 100).

1.4. İSLAMİ FİNANSTA TEMEL SÖZLEŞME TİPLERİ

İslami finasta insanlar arasında çeşitli gerekçelerle yapılan sözleşmelerde; tarafların haklarının korunması ve sözleşmenin taraflarının hileye uğramasını önlemek amacıyla, sözleşmelerin bazı şartları taşınması gerekmektedir. Bu şartlar; *akdolunma, sıhhat, geçerlilik, lazım olma* şeklinde bir sınıflandırılabilir (Celebcioğlu, 2017, s. 64).

Akdolunma ilkesi; İslam hukukuna göre sözleşmenin varlığı için bulunması gereken asgari hususları kapsamakta olup, bu hususlar bulunmadığı takdirde sözleşme yok hükmünde yani batıl sayılacağı hususunun anlaşıldığı önemli bir geçerlilik ilkesidir. Bu ilkelerden bazıları; icap ve kabulün birbirine uygun olması, sözleşmenin taraflarının ehliyetli olması, bazı istisnaî durumlar hariç tek kişinin sözleşmenin her iki tarafını temsil edememesi, konusunun fayda unsurunu içermesi ayrıca konunun mevcut-meşru-mümkün sayılacak nitelikleri taşıması, kararlaştırılan hususların sözleşmeyi yapan taraflarca bilinmesi, pis yasaklanmış-haram sayılacak sözleşme türlerinden olmaması gibi hususlar olmaktadır (Celebcioğlu, 2017, s. 64).

Sihhat şartı; sözleşmenin taraflarından birinin sözleşmede yer almaması durumunda sözleşmenin geçersiz yani fâsit olduğunu belirten bir şarttır. Bununla birlikte sözleşmenin sihhat şartı taşıması için; sözleşmenin cehalet ve tehdit gibi unsurları taşınamaması, sözleşmenin sürekli değil geçici özellikte olması, bünyesinde gharar yani aldatma unsurunun olmaması ayrıca sözleşmenin zarar verici bir içerikte olmaması gerekmektedir (Celebcioğlu, 2017, s. 64).

Yapılan sözleşmelerin geçerlilik şartı genel olarak mülkiyet ve vekâlete dayanmaktadır. Sözleşmenin lâzım olması ise, sözleşmenin her iki tarafından birinin içlerinden birine sözleşmeyi feshetme iznini vermemesi demektir ki bu da her iki tarafın irade beyanıyla olacak bir şey olmaktadır. Yapılan sözleşmeler; taraflardan birinin ya da her ikisinin ölmesi, sözleşmenin karşılıklı rıza ile feshedilmesi, karşılıklı izin anlaşmasına dayalı sözleşmelerde anlaşmadaki iznin ortadan kalması gibi hallerde son bulmakta olup, kanunen hiçbir hüküm ifade etmeyecek hale gelirler (Celebcioğlu, 2017, s. 64).

İslami sermaye piyasalarında da mevcut durumda kullanılan veya kullanılabilecek olan araçlar, islami sözleşme tiplerine uygun olarak tasarlanmıştır. Dolayısıyla islami sermaye piyasası araçlarını ve islami fon türlerini anlayabilmek için öncelikle islami sözleşme türlerinden bahsetmek gerekli olacaktır.

1.4.1. Satış Temelli Sözleşmeler

1.4.1.1. Murabaha

İslami finans işlemlerinde en çok kullanılan sözleşme tipi olan Murabaha, teknik olarak, bir varlığın/emtianın kar marjı eklenmek suretiyle satışını ifade etmektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 108). Sözleşme tipi itibariyle murabaha, taraflardan birinin sahip olduğu sermayesini diğerinin ise emeğini (bilgi ve tecrübesini) ortaya koyduğu, tamamıyla güvene dayalı bir ortaklık bir tipidir.

Murabanın, islami finasta bir finansman modeli olarak kullanılması ise müşterinin (emek sahibinin) ihtiyaç duyduğu varlığın maliyetinin islami finans kurumunca üstlenilmesi suretiyle gerçekleştirilmektedir (Aljifri & Khandelwal, 2013, s. 86). Bunun için öncelikle, müşteri, finans kurumu adına ihtiyacı olan varlığı finans kurumunun sağladığı finansman ile satın alır. Ardından, müşteri ile finans kurumu arasında, varlığın üzerine eklenen kar marjı ile müşteriye satışına ilişkin “murabaha sözleşmesi” imzalanır. Murabahanın diğer ticari/satış temelli islami finans sözleşmelerinden temel farkı sermayenin taraflardan biri tarafından ortaya koyulması suretiyle oluşturulması nedeniyle güven unsuruna dayanmasıdır. Dolayısıyla, emeğini ortaya koyan müşterinin kazanması halinde sözleşmeden belirlenen oran üzerinden kar paylaşımı yapılır, zarar meydana gelmesi halinde ise sermayeyi koyan kişi islami finans kurumu olduğundan zarara katlanacak olan da odur. Ancak uygulamada, islami finans kurumlarının müşterilerden ek güvenceler istedikleri görülmektedir.

İslam hukuku çerçevesinde bir murabaha sözleşmesinin geçerliliği için aranan temel şartlar şunlardır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 109) (Yanpar, 2015, s. 155):

- Sözleşme sırasında sözleşmeye konu varlık var olmalıdır ve satıcı taraf söz konusu varlığın mülkiyetine ve aynı zamanda fiziki ve hukuki kontrolüne sahip olmalıdır.
- Sözleşmeye konu varlık, haram kılınan amaçlarla/varlıklarla ilgili olmamalı, bunları içermemelidir.
- Sözleşme konusu varlığın gerçek fiyatı taraflarca bilinmelidir: Eğer orijinal fiyat alıcı tarafa açıklanmazsa sözleşme geçersiz kabul edilir.
- Kar marjı bilinmelidir: Eğer satıcı, varlığın fiyatına eklediği kar marjını açıklamazsa bu bir murabaha sözleşmesi olarak değil normal bir satış sözleşmesi olarak görülecektir.

- Sözleşme riba (faiz) içermemelidir: Satıcı taraf olan finansal kuruluş, varlığı kar marjı eklemek suretiyle satmaktadır. Ancak bu marj, faize yol açacak şekilde olmamalıdır. Bunun tespitinde genel olarak piyasadaki diğer islami finans kuruluşlarınca talep edilen tutarların üzerinde bir ödeme olup olmadığı kontrol edilir.
- İlk sözleşme geçerli olmalıdır: Varlığın murabaha sözleşmesiyle satışı öncesinde gerçekleştirilen ilk satış sözleşmesi islam hukukuna uygun ve geçerli olmalıdır.
- Sözleşme şarta bağlı olmamalı; varlığın teslimi kesin olmalıdır.

1.4.1.2.Teverruk

Teverruk, esas itibariyle likidite sıkıntısı yaşananların başvurduğu bir yöntem olup; kelime anlamı itibariyle “gümüş aramak, likit aramak” anlamlarına gelmektedir. Teverruk, “Ters Murabaha” veya “Emtia Murabahası” olarak da isimlendirilebilmektedir.

Teverruk temel itibariyle bir kişinin, müşterinin ihtiyaç duyduğu nakdi elde etmesi amacıyla bir malı ona yüksek fiyattan vadeli şekilde satın alıp onun tesliminden sonra, yüksek ödenen tutar müşteride (borç olarak) kalmak kaydıyla, aynı malı daha düşük fiyattan peşin bedelle geri satın almasıdır (Celebcioğlu, 2017, s. 155).

Teverruk sözleşmesi finansman yöntemi olarak uygulanmasında esas itibariyle, klasik teverruk ve organize teverruk olmak üzere iki türüdür. Klasik teverruk sözleşmesi, üç taraflı bir işlem olup, nakde ihtiyaç duyan kişinin öncelikle vadeli bir sözleşme yapmak suretiyle bir taraftan mal satın alması ardından o malı peşin satmak suretiyle ihtiyaç duyduğu nakdi elde etmesi şeklinde iki sözleşme ile gerçekleştirilir. Organize teverruk ise dört taraflı bir işlem olup, islami finans kurumlarının devreye girdiği asıl sözleşmelerdir. Burada, nakde ihtiyacı olan müşteri islami finans kurumuna başvurur, islami finans kurumu spot piyasadan aldığı malı vadeli olarak müşteriye satar; müşteri ise bu malı üçüncü bir kişiye satarak ihtiyaç duyduğu nakdi elde eder. Dolayısıyla organize teverrukta, üç farklı satış sözleşmesi gerçekleştirilmektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.) , 2015, s. 112).

Teverruk sözleşmesinin geçerli bir şekilde kurulabilmesi için öncelikle satışa konu malın mülkiyetinin, satış esnasında satıcı tarafta olmasıdır. Bununla birlikte, teverruk

sözleşmesi, islam hukukunun gerekliliklerini taşıyor olmalıdır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.) , 2015, s. 115).

1.4.1.3. Bai Bithaman Ajil (Taksitli Satış)

Belirli bir zaman dilimi içerisinde belirli bir malı vadeli satışını ifade eden Bai Bithaman Ajil sözleşmesi, bir ödeme mutabakatı mekanizması olarak kullanılır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.) , 2015, s. 116). İslami finasta BBA olarak kısaltılan bu mekanizma, esasen Malezya kökenlidir. Aslında BBA, bir sözleşme tipi olmaktan ziyade bir ödeme yöntemi olarak değerlendirilmektedir ve esasen islam hukukunda bey müeccel (vadeli satış) ile aynı kapsama girmektedir (Yanpar, 2015, s. 169).

Sözleşmenin temel şartları şöyledir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.) , 2015, s. 116):

- Ödeme zamanı belirli bir tarih veya belirli bir periyod olarak belirlenebilir.
- Eğer ödeme zamanı belirsizse sözleşme geçersiz kabul edilir.
- Vadeli fiyat, nakit fiyattan daha çok olabilir ancak fiyatın sözleşme sırasında belirlenmiş olması gerekir.
- Vadeli fiyat bir kere belirlendikten sonra vade dolmadan ödeme yapma durumunda (satıcı kendi takdiri ile iskonto yapmadığı sürece) indirilmesi veya temerrüt durumunda artırılması mümkün değildir.

Bithaman Ajil sözleşmesi, islami finans sektöründe uygulanması murabah sözleşmesi ile içiçe geçmiş durumdadır. Murabaha sözleşmesinde, islami finans kurumunun müşterisine yaptığı kar marjı eklenmiş satış da vadeli satış olarak değerlendirilebilir. Ancak Bithaman Ajil sözleşmesi tek başına düşünüldüğünde bir finansman veya yatırım yöntemi değil yalnızca satılmasına dair bir işlemdir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.) , 2015, s. 117).

1.4.1.4. Selem

Kelime anlamı “vermek, teslim etmek” olan selem, paranın peşin malın ise sonradan verilmesini ifade eder. Bu çerçevede, nakde ihtiyacı olan kişiye, ileride teslim edeceği malın piyasa fiyatı üzerinden bir ödeme yapılır, bu kişi malın teslimini sözleşmede belirlenmiş olan ileri bir tarihte gerçekleştirir.

Selem sözleşmesinin “Basit Selem” ve “Paralel Selem” olmak üzere iki türü mevcuttur. Basit selem, yukarıda tanımlandığı gibi iki kişi arasında yapılacak sözleşme çerçevesinde nakdin şimdi malın ise ileri bir tarihte teslimidir. Genellikle bankaların kullandıkları “Paralel Selem”de ise banka, nakde ihtiyacı olan müşterisiyle yaptığı selem sözleşmesine paralel olarak üçüncü bir tarafla (toptancı) satış sözleşmesi gerçekleştirir. Aynı vade tarihine sahip olan bu iki sözleşme vasıtasıyla bankalar, müşterilerine şimdi verecekleri nakde karşılık olarak ileride alacakları malı satış sözleşmesi yaptıkları üçüncü tarafa satarak nakde çevirmektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.) , 2015, s. 119).

Selem sözleşmesinde vadeli olarak yani daha sonraki bir tarihte verilecek olan bir “mal” olması nedeniyle, selem sözleşmesinde önemli olan malın nitelik ve niceliklerinin sözleşme sırasında açık bir şekilde belirlenmesidir. Alıcı taraf, ödemeyi satışın gerçekleştiği anda peşin olarak yapmalıdır ve sözleşmeye konu varlığın teslimat günü ve yeri net bir şekilde belirlenmelidir. Öte yandan, selem sözleşmesi, belirlenmiş özel bir ürün veya belirli bir arazinin ürünü üzerine yapılamamaktadır (Yanpar, 2015, s. 165).

1.4.1.5. İstisna

“İmal etmek, inşa etmek” anlamına gelen istisna sözleşmesinde, selem sözleşmesine benzer şekilde sözleşme konusu varlık sözleşme sırasında mevcut bulunmamaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 122). İstisna sözleşmesi genel olarak inşaat/yapı faaliyetlerinin gerçekleştirilmesinde kullanılan bir finansman yöntemi olup, inşaatı gerçekleştiren tarafın ihtiyaç duyduğu nakdi şimdi alması, sözleşmede öngörülen vadede ise inşa ettiği şeyi/gayrimenkulu teslim etmesi şeklinde gerçekleştirilmektedir. İstisna sözleşmesi de yine selem sözleşmesiyle aynı şekilde “Basit İstisna” ve “Paralel İstisna” olarak gerçekleştirilebilir.

1.4.1.6. Bay'al Wafa (Geri Satın Alma)

Bay'al Wafa, satıcının sattığı malı alıcıdan geri alma hakkını içeren bir satış sözleşmesi türüdür. Bu sözleşmede her iki taraf da sözleşmenin öngördüğü geri alma-satma hakkına sahiptirler. Taraflardan biri talepte bulunduğu diğerinin sözleşmenin gereklerini yerine getirerek malı satma veya alma yükümlülüğü doğmaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.) , 2015, s. 127).

Geri alma/satma hakkının kullanılacağı tarih sözleşmede açıkça belirlenebileceği gibi boşluk olarak da bırakılabilir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.) , 2015, s. 127).

1.4.2. Kira Sözleşmeleri: İcara

“Bir şeyi kiraya vermek” anlamına gelen icara, teknik olarak iki şekilde uygulama bulur: Birincisi bir kişinin emeğini kiraya vermesi diye ifade edebileceğimiz, bir hizmette ücret karşılığı çalışmasını, ikinci olarak ise bir varlığın/mülkün intifa hakkının devredilmesi suretiyle yapılan kiralama işlemi (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.) , 2015, s. 128).

İcara sözleşmesi, bugün islami finasta orta veya uzun vadeli finansman ihtiyacını sağlamaya amacıyla bir “leasing yöntemi” olarak kullanılmakta olup, esasen müşterinin talep ettiği ekipman, bina gibi taşınmazların ya da bazı hakların sözleşmede belirlenen kira bedeli karşılığında finansmanını ifade etmektedir (Celebcioğlu, 2017, s. 67).

İcara, İslami finans kurumlarınca “İşletme kiralaması” ve “Finansal kiralama” olmak üzere iki model olarak uygulanmaktadır. İşletme kiralamasında finansal kuruluş sahip olduğu çeşitli varlıkları icara sözleşmesi çerçevesinde belirli kira ödemesi karşılığında müşterilerine kiralar. Kira sözleşmesi sona erdiğinde, finans kurumu kiralanan varlığı geri alır; yeni kiracılara kiralar. Finansal kiralama ise islami finans kurumları tarafından en çok uygulanan araçlardan biridir. Finansal kiralamada, finansal kuruluşun kiraladığı varlığın mülkiyeti kiralama sözleşmesi sonunda kiracıya geçmektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 132).

İcara sözleşmesinin en yaygın formlarından biri kişilerin kendi sahip oldukları bir varlığı nakit ihtiyacı doğrultusunda önce bir başkasına satması ardından geri kiralaması şeklinde olmaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 133).

İcara sözleşmesinden türetilen ve genellikle islami finans sektöründe eğitim, sağlık, hava ulaşımı, hac-umre gibi çeşitli hizmet alanlarında uygulanan icaranın bir diğer türü ise forward icara veya ileriye dönük icaradır. Forward icara, kiralanan varlığın önceden ayrıntılı olarak açıklanması gereken ancak sözleşmenin yapıldığı zamanda mevcut olmadığı bir durumu içerir. Henüz mevcut olmayan ancak ileride tamamlanacak olan

nitelikleri ayrıntılı olarak belirlenmiş bu varlık, forward icara ile finans kuruluşuna devredilerek ödeme alınır. Ardından varlığın tamamlanmasıyla birlikte müşteri finans kuruluşuna kira ödemeye başlar (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 133).

İleriye dönük/Forward icara ile, islami finansta yapılmasına izin verilmeyen vadeli işlem sözleşmelerinin “kira ödemesi”ne dayandırılması suretiyle yapılabilmesi imkanı doğmuştur (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 133).

1.4.3. Ortaklık Sözleşmeleri

1.4.3.1. Mudaraba

Mudaraba, sermaye ile emeğin kara dayalı olarak oluşturduğu ortaklık sözleşmesidir. Mudaraba sözleşmesi, sermaye kaybının tamamıyla sermaye koyan tarafça üstlenilmesi nedeniyle islami finansta riskli sözleşmelerden biri olarak görülür. Mudaraba, sermaye koyan taraf (rabb al-mal) ile emeğini ortaya koyan girişimci (mudarib) arasında, sermayenin temsil ettiği, emeğin ise ortaya çıkaracağı konuya ilişkin gerçekleştirilen pay sahipliğine dayalı bir ortaklık sözleşmedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 134).

Mudaraba ile gerçekleştirilecek projenin bütün masrafları sermaye sağlayan tarafça üstlenilmekte, yönetim ise emeği sağlayan girişimci/mudarib tarafından gerçekleştirilmektedir. Tamamen güvene dayalı bir ortaklık modeli olan mudarabada karın daha önceden belirlenen ve anlaşılan bir oran üzerinden taraflar arasında paylaşılması, zararın ise sermaye sahibi tarafından karşılanması esastır (Yanpar, 2015, s. 141).

Bu çerçevede mudaraba modelinin beş temel ayırt edici özelliğinden söz etmek mümkündür (Yanpar, 2015, s. 142):

- Sermayenin tamamı, taraflardan biri tarafından sağlanır.
- Sermaye sağlayan tarafın işin yönetimine karışma hakkı yoktur.

- Zarar oluşması halinde tamamını sermayeyi sağlayan taraf üstlenir.
- Sermayeyi koyan tarafın sorumluluğu, koyduğu sermaye ile sınırlıdır.
- Ortaklığın tek sahibi sermayeyi koyandır. Emek sağlayan tarafın oluşacak kardan payını istemek dışında ortaklık içerisindeki varlıklar üzerinde hakkı bulunmamaktadır.

Mudaraba tipi fon kullandırma yöntemi, sözleşmeye konu işin başarısız olması halinde tüm yükün sermaye koyan taraf olan İslami finans kurumlarının üzerinde kalacak olması nedeniyle pratikte uygulama bulmamaktadır. Ancak bu yöntem, koyulan sermayenin bir takım teminatlara bağlanması yoluyla kredi kullandırma işlemlerinde yaygın olarak uygulanmaktadır (Yanpar, 2015, s. 144).

1.4.3.2. Muşaraka

Muşaraka, iki veya daha fazla taraf arasında yatırım yapmak, kar elde etmek amacıyla gerçekleştirilen pay sahipliğine dayalı bir diğer sözleşme tipidir. Mudaraba ile karşılaştırıldığında daha az riskli olarak kabul edilen muşarakada sözleşmedeki tüm tarafların kara/zarara ortak olması ve girişimin yönetimine katılması söz konusudur. Muşaraka ayrıca hem sermayeye katılma hem de yönetimde esneklik sağlayan bir anlaşmadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 139).

Muşaraka sözleşmesi temel itibarıyla iki türden sözleşmeyi de kapsamaktadır: Birincisi, paylı mülkiyet diyebileceğimiz bir eşyanın üzerindeki ortak pay sahipliğidir (sharikah al-milk). Bu ortaklık, isteğe bağlı olarak kurulabileceği gibi miras sonucunda elde edilen zounlu bir paydaşlık da olabilir. İkincisi ise bir sözleşme çerçevesinde kurulan iş ortaklığıdır (sharikah al-'aqd). Burada taraflar gönüllü bir şekilde yaptıkları sözleşme çerçevesinde yatırım gerçekleştirmekte, kara/zarara ortak olmaktadır. AAOIFI, bu tür muşarakayı, iki veya daha fazla taraf arasında varlıklarına, emeklerine veya yükümlülüklerine ilişkin olarak kar elde etmek amacıyla gerçekleştirdikleri sözleşme olarak tanımlamaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 140).

İş ortaklığı şeklindeki muşaraka;

- Tarafların sermaye, kar ve yükümlülüklerde eşit oranda paya sahip olduğu ortaklık,
- Tarafların farklı oranlarda sermaye koyduğu ve kara bu oranlar dahilinde ortak olduğu ortaklık,
- Yalnızca para koymak suretiyle gerçekleştirilen ortaklık,
- Tarafların emeklerini (örneğin bir hizmet) ortaya koymak suretiyle gerçekleştirdiği ortaklık,
- Tarafların ortak bir şekilde ticari faaliyet (alım-satım) gerçekleştirdiği ortaklık (unvan ortaklığı)

olmak üzere çeşitli şekillerde kurulabilmektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 141).

1.4.4. Garanti Sözleşmeleri

1.4.4.1. Kafalah (Garantörlük)

Kafalah, bir anlaşmanın taraflarının haklarını ve yükümlülüklerini korumaya, güvence altına almaya yönelik olarak yapılan tamamlayıcı bir sözleşmedir. Genellikle kredi veya satış sözleşmelerinde uygulanan kafalah sözleşmesi, esas itibariyle üçüncü bir kişinin garantörlüğünü ifade etmektedir. Gerçekleştirilecek bir garanti sözleşmesi çerçevesinde, garantör sözleşmeden kaynaklanan sorumluluk ve yükümlülüklerin sözleşmeden doğacak herhangi bir iddaya karşı garanti altına alınması söz konusu olur (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 143).

Garanti sözleşmesi diyebileceğimiz kafalah, varlığın asıl sahibine iadesini garanti altına alma (kafalah bi al-mal) ve bir otoriteye (yargı kuruluğu gibi) birinin getirilmesini garanti altına alma (kafalah bi al-nafs) olmak üzere iki türde incelenir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 143).

Kafalah sözleşmesinin diğer islami finans sözleşmeleriyle birlikte uygulanmasına örnek olarak; murabahada murabaha işlemlerinin yürütülmesini garanti altına alma, icarada kira ödemesini garanti altına alma, selemde malın teslimini garanti altına almayı verebiliriz (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 144).

1.4.4.2. Rehin sözleşmesi (Rahn)

Yine sözleşmenin taraflarının haklarını korkumaya yönelik olarak yapılan rahn/rehnetme, kafalah'a göre ödemenin garanti edilmesinde daha etkin bir yöntemdir. Ancak rehin sözleşmesi, taraflar arasındaki güven ilişkisine bağlı olarak kurulabilecek opsiyonel bir sözleşmedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 145).

1.4.5. İlave Sözleşmeler: Vakala

Destekleyici/ilave sözleşmeler, islami finasta kullanılan temel sözleşme tiplerinden biri olmamakla birlikte bir işin gerçekleştirilmesi sırasında ihtiyaç duyulan ilave bir sözleşme niteliğindedir. Bu sözleşmelerden biri olan vekalet sözleşmesi (wakalah), genellikle bir acenta (*wakil*) aracılığıyla satış işleminin genel kapsamını genişletmek amacıyla gerçekleştirilen bir sözleşmedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 149).

Vekalet sözleşmesinin islami finasta uygulanması murabaha, selem, istisna ve icare sözleşmelerinin öncesinde taraflar arasında veya müşterinin elindeki tasarrufları finans kuruluşuna teslim etmesi, finans kuruluşunun ise bir bakıma bir yatırım uzmanı gibi ilgili birikimleri değerlendirdiği işlemlerde uygulama bulmaktadır.

1.4.6. Hibrid Sözleşmeler

İslami finasta yeni araçlar oluşturulması amacıyla birden fazla sözleşmenin unsurlarının bir araya getirilmesiyle oluşturulan hibrid sözleşmelerin meydana geldiği görülmektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 153).

İKİNCİ BÖLÜM

İSLAMİ YATIRIM FONLARI

2.1. YATIRIM FONLARI

Yatırım fonları, bir grup yatırımcının tasarruflarının inançlı mülkiyet esaslarına göre çeşitli araçlardan oluşan portföy aracılığıyla yatırıma yönlendirilmesi amacıyla kurulmuş sermaye piyasası araçlarıdır. Yatırım fonlarının, sermaye piyasası yatırımcılarına sağladıkları profesyonel portföy yönetimi, çeşitlendirilmiş yatırım imkanı ve riskin-getirinin paylaşılması gibi avantajlar nedeniyle her türden yatırımcı için uygun bir sermaye piyasası aracı olduğu bilinmektedir.

Yatırım fonu yatırımcıları, bireysel yatırımcılardan veya kurumsal yatırımcılardan oluşabilmekte ve katılma payı sahipleri olarak tanımlanmaktadır. Katılma payı sahiplerinin yatırımlarını onların yararına profesyonel olarak yöneten ise fon yöneticileri veya fon yönetim şirketleridir. Fon yöneticisi veya fon yönetim şirketi müşterilerinin tasarruflarını ortaklık payları, borçlanma araçları, para piyasası araçları vb. araçlardan oluşan bir portföy oluşturmak suretiyle yatırıma yönlendirirler. Fon portföyünün hangi yatırım araçlarından oluşacağı, yatırım amaçları ve fona yatırım yapma yöntemleri fonların bilgilendirme dokümanlarında yer almakta ve müşterilerin/yatırımcıların bilgisine sunulmaktadır (COMCEC (Edt.), 2018, s. 11).

Bu çerçevede, AAOIFI, yatırım fonlarını şu şekilde tanımlamaktadır:

“Fonlar, kurucularından mali olarak bağımsız olan yatırım araçlarıdır. Fonlar, pay sahiplerinin varlıklardaki ve kar veya zarardaki pay oranlarını temsil eden eşit (haklara sahip) katılım payları şeklindedir... Fonların yatırım dönemi boyunca devam eden kolektif bir yatırım şekli olması nedeniyle katılımcıların hakları ve görevleri, üçüncü tarafların hakları ile ilgili olduklarından ortak çıkarlar tarafından tanımlanır ve sınırlandırılır. Bu nedenle, fonun bir kurum tarafından yönetildiği durumlarda, katılma payı sahipleri, fon içtüzüğünde belirlenen sınırlamalar ve şartlar haricinde, fonun gerçekleştireceği itfa veya likidite/bozdurma işlemlerinde haklarını fon yönetimine devretmektedir.” (AAOIFI)

Yatırım fonlarının kurulması ve yönetilmesi, ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmekte, bu çerçevede de isimlendirilmesinde farklılıklar meydana gelebilmektedir: yatırım tröstleri, kolektif yatırım şemaları, yatırım fonları gibi. Örneğin Amerika’da fonlar malvarlığı olarak “yatırım fonu” yapısında kurulmakta iken İngiltere, Malezya, Endonezya’da fonların tröst yapısında kuruldukları görülmektedir. Türkiye’de yatırım fonları tröst yapısı olarak değil bir malvarlığı olarak yalnızca SPK tarafından faaliyet izni verilmiş “Portföy Yönetim Şirketleri” (PYŞ) tarafından kurulup payları ihraç edilebilmekte ve söz konusu fonların portföyleri de yine PYŞ’ler tarafından portföy yöneticileri aracılığıyla yönetilmektedir.

Yatırım fonlarını yöneten şirketler, yatırımcılara düşük riske karşılık görece yüksek getiri sağlamayı hedefler. Yatırımcılar, fon yöneticisi tarafından ihraç edilen “fon katılma paylarına” sahip olmak suretiyle fona yatırım yaparlar. Fon katılma payları, yatırımcının fondaki payını temsil eder ve fonun toplam değeri (net asset value-NAV) esas alınarak hesaplanacak birim pay değeri üzerinden alım satımı gerçekleştirilir. Fon toplam değeri ise fonun portföyünde yer alan varlıkların değerlendirilmesi neticesinde bulunan fon portföy değerine, fonun varsa diğer varlıkların ve alacakların eklenmesi ve borçların düşülmesi suretiyle ulaşılan değeri ifade etmekte olup, fonun birim pay fiyatının hesaplanmasına esas teşkil etmekte birlikte aynı zamanda fon piyasasının büyüklüğünün tespit edilmesinde kullanılan bir değerdir.

Bir yatırım fonunun katılma payını almak isteyen yatırımcı, fonun alım tarihi itibarıyla mevcut olan birim pay fiyatını ödemek suretiyle fona katılır. Yatırımcı, fonda sahip olduğu katılma payı adedine bağlı olarak fon portföyüne ortak olmuş olur. Yatırımcının, katılma payını alım tarihinde ödediği birim pay fiyatı ile fondan ayrılmak istediği tarihte katılma payını satabileceği birim pay fiyatı arasındaki fark, yatırımcının ilgili fondan karını veya zararını ifade etmektedir. Dolayısıyla bir yatırım fonunun belirli bir dönemde birim pay değerinde meydana gelen artış, söz konusu fonun o dönemdeki brüt getirisini gösterir. Bununla birlikte, bazı özel nitelikli fonlarda birim pay değerindeki artışa ilave olarak, yatırımcılara fonun yatırım yaptığı varlıklardan elde edilen karların dağıtılması suretiyle de getiri imkanı sunulmaktadır.

Yatırım fonları, katılma payı karşılığında toplanan paralar ile oluşturduğu portföy üzerinden temel olarak üç yolla kazanç sağlamakta daha doğru bir ifadeyle portföyünün değerini artırmaktadır. Bunlardan birincisi, fon portföyünde yer alan menkul kıymetlerden elde edilen kar payı veya faiz gelirleridir (Dede, 2017, s. 162). Örneğin fonun yatırım yaptığı bir borçlanma aracı veya kira sertifikası kapsamında yapılan faiz veya kar payı ödemeleri bu niteliktedir. Diğer taraftan, fon portföyünde yer alan bir ortaklık payı da, ortaklığın kar dağıtımını yapması halinde borçlanma araçlarına benzer şekilde getiri sağlamaktadır.

İkincisi, fon portföyünde yer alan menkul kıymetlerin değerlerinin yükselmesidir (Dede, 2017, s. 162). Yatırım fonlarının portföylerinde yer alan varlıklar, belirli aralıklarda, mevzuatta belirlenen kurallar çerçevesinde değerlemeye tabi tutulmaktadır. Bu kapsamda, bir menkul kıymetin piyasa değerinin yükselmesi halinde bu durum fon portföy değerine artış olarak yansiyacaktır.

Son olarak ise, fon portföyünde yer alan varlıkların alım satımları sonucunda fon kar elde edebilmekte olup, bu da fon portföyünde getiri olarak değerlendirilmektedir (Dede, 2017, s. 162).

İslami yatırım fonları dediğimizde ise, temel olarak geleneksel yatırım fonları ile aynı işlemlere sahip olan ancak yönetim ve hukuki yapısının İslam hukukuna uygun olması ile yatırım yaptıkları alanların İslam hukukuna uygun olması olmak üzere iki noktada farklılaşan yatırım fonlarından söz edilmektedir (Yanpar, 2015, s. 196). İslami finans, daha dar bir ifadeyle İslami sermaye piyasaları içerisinde İslami yatırım fonlarının önemini kavrayabilmek için öncelikle yatırım fonlarının tarihçesine göz atmak yerinde olacaktır. Çünkü “yatırım fonu” kavramı itibarıyla batı dünyasında ortaya çıkmış ve gelişmiş olmakla birlikte kökenleri İslamiyete dayanmaktadır. Bu çerçevede, bu başlık altında öncelikle yatırım fonlarının tarihçesinden ve İslami yatırım fonlarının ortaya çıkışından, ardından yatırım fonlarının hem yatırımcılara hem de fon kurucularına ve ülke ekonomisine sağladığı temel avantajlardan bahsedilecektir.

2.1.1. Yatırım Fonlarının Tarihi ve İslami Yatırım Fonlarının Ortaya Çıkışı

Dünyada fon yapısının ilk örneği olarak İslam dünyasında ortaya çıkan ve gelişen “Vakıf” yapıları kabul edilmektedir. Vakıfların İslamiyetin ilk dönemlerinde varlık gösterdiği görülmektedir. İlk vakıf örneği Medine’de Kuba camisinde dini bir vakıftır. Daha sonraki dönemlerde ise fakirlere ve ihtiyaç sahibi insanlara yardım etmek amacıyla kurulan sosyal vakıf örneklerine rastlanmaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 534).

Vakıf kelimesi köken olarak Arapça kökenli bir kelime olup, anlam olarak “alıkoyma, durdurma, tutuklama, duruş, kımıldanmama, tamamen vermek, büsbütün vermek, bağışlamak” anlamlarına gelmekte, bir kavram olarak değerlendirildiğinde ise bir mal veya mülkün satın alınmayacak şekilde hayır işine bağışlanması, böylece özel mülkiyet hakkının terk edilmesi olarak karşımıza çıkmaktadır (Akyıldız & Abay, 2017, s. 143).

Vakıf, bir mülkiyetin veya malın tamamen ve kalıcı olarak toplumun ya da insanlığın yararına bırakılmasıdır. Vakıf kurumu insani, sosyal ve ulusal boyutlara sahip yönleri ile sosyal bir kurumdur. Vakıf, bireyin şahsi mülkiyetini, hayır amacıyla ihtiyacı olan bireylerin tasarrufu adına tahsis etmesidir. Vakıf kavramı literatürde farklı anlamlarda kullanılmaktadır. Bunun nedeni ise kavramın hukuki, iktisadi ve dini boyutlarının olmasıdır. İktisadi tanıma göre vakıf; bireysel çalışma ve gayretle kazanılan olanakların ve malvarlığının gönüllü olarak paylaşılmasını ifade eden bir sistemdir (Akyıldız & Abay, 2017, s. 143)

İslâmın geliştirip tarihe hediye ettiği bu önemli kurumu Osmanlılar başlangıçtan itibaren benimsemekte tereddüt etmemiştir. Hâkim oldukları bölgelerde daha önceki İslâm toplumlarının kurmuş olduğu vakıfları itina ile korumakla yetinmemiş; onu sosyal ve iktisadî hayatın hemen her alanında büyük bir yoğunlukta yaygınlaştırmış, derinleştirmiş ve ona yeni boyutlar kazandırmışlardır (Sırım, 2017, s. 177).

Osmanlı Devletinin daha ilk kuruluş yıllarından itibaren, İslam medeniyetinin bir mirası olarak alınan vakıf uygulamasının, devletin siyasi ve malî kudretinin gelişmesine paralel olarak hem nicelik hem nitelik olarak arttığını söyleyebiliriz. Bu istikamette yüzyıllar boyunca milyonlarca kilometrekarelik hakimiyet alanı dahilinde pek çok mescid, türbe, ribat, tekke, medrese, mektep, köprü, sulama kanalı, su yolu, kervansaray, hastane ve

imaret gibi dinî ve hayrî tesis vakıf kurumu sayesinde oluşturulmuştur. Orhan Gazi'den başlamak üzere, Osmanlı Padişahları, vezirleri, emirleri, zenginleri sayısız vakfı halkın hizmetine sunmuştur. Vakıfların kurulmasına, korunmasına ve vakfiyelerindeki şartlarına göre işlemesine azami riayet ve hassasiyet gösteren Osmanlı Devleti, fethedilen yerlerdeki vakıflara da asla dokunmamış, eskiden beri vâkıfın şartı ne ise ona aynen riayet etmiştir. Daha önceden Müslüman idareci ve hükümdarların hakimiyeti altında bulunup Osmanlı sınırları dahiline katılan topraklarda var olan ve işleyen vakıflar şartları değiştirilmeden uygulanmaya devam edilmiştir (Sırım, 2017, s. 177).

Batı dünyasının “vakıf” kavramıyla tanışması ise, 13. yüzyıl itibariyle meydana gelmiştir. Bugün hukuki bir kurum olarak “tröst” adıyla kurulan ortaklık yapılarının temel prensiplerinin vakıflardan adapte edildiği belirtilmektedir. Avrupa’da tröst yapısının temelleri, akademisyenler arasında tartışma konusu olmuştur. Avisheh’e göre tröstlerin temelinde Roma, Cermen ve İslam medeniyetlerinin etkisi vardır. Özellikle İngiltere’de tröstlerin İslami temellere dayandığına ilişkin görüşler yaygındır. Bu görüşü savunanlar İngiltere’yi tröst yapısıyla tanıştıranın 18. yy’da Haçlı Seferlerinden dönen Franciscan Friars olduğunu belirtmektedir. Franciscan Friars, İslam dünyasında gördüğü bu yapıyı, ihtiyaç duyduğu sermayeyi elde etmek için güvenilirlik üzerine kurulu oluşturduğu bir yapıya burada elde edilecek gelirden faydalanmak isteyenlerin mülklerini devrettiği bir ortaklık olarak uygulamıştır. Daha sonraları ise yine İngiltere’de eğitim kuruluşlarının sosyal amaçlı vakıf benzeri tröstler kurduğu görülmüştür. Sonuç olarak vakıf, esas olarak İslam dünyasında doğmuş ve büyümüş bir kurum olup, daha sonraları vakfın Batı dünyasında tröstün ilk uygulamaları olarak yardım, dini veya eğitim amacıyla kurulduğu anlaşılmaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 537).

Vakıfların veya Batı dünyasındaki adıyla tröstlerin mali amaçlarla ilk olarak 18. yy’da kurulduğu görülmektedir. Hollandalı bir tüccar ve komisyoncu olan Abraham van Ketwich tarafından 1774 yılında “Eendragt Maakt Magt” adıyla “yabancı hükümetler tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarına, bankalara ve Antil Adaları’ndaki tarımsal faaliyetlere yatırım yapmak” amacıyla ilk mali amaçlı vakıf/tröst kurulmuştur. Kapalı uçlu bir fon yapısında kurulan bu kurum, 2000 pay ihracı gerçekleştirmiştir. 1776 yılında ise Utrecht’li bankacılar tarafından basiretli ve karlı anlamına gelen “Voordeeling en Voorsigtig” isminde bir konsorsiyum kurulmuştur. Bu kurum topladığı sermayenin %40’ı

ile tarımsal faaliyetlere yatırım yapmıştır. Üçüncü olarak ise yine Abraham van Ketwich tarafından “Concordia Res Parvae Crescunt” adıyla “önemli spekülasyonlar sonucunda değeri düşmüş sağlam tahvillere” yatırım yapmak üzere bir fon kurulduğu görülmektedir. Concordia Res Parvae Crescunt fonunun, modern fonların atası olduğu düşünülmektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 537).

1780 ve 1790’larda ise Amerika’da otuzdan fazla yatırım fonunun kurulmuştur. Bu fonlar yalnızca spekülasyona dayalı yatırım faaliyetleri gerçekleştirmiş olup, yatırım fonları 19. yy itibariyle Avrupa’ya yayıldıklarında ise daha düşük riskli ve küçük yatırımcıya yönelik portföylerde fonlar da kurulmaya başlamıştır. Ancak 1924 yılında Amerika’da kurulan “Massachusetts Investor Trust” fonuna kadar kurulmuş olan tüm fonlar kapalı uçlu yapıdadır. İlk açık uçlu yapıdaki fon olan bu fonun başarıya ulaşmasını takiben açık uçlu fon yapılarının popülarite kazandığı görülmekte olup, bugüne geldiğimizde dünyadaki fonların büyük çoğunluğu açık uçlu yapıda kurulmaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 537).

İslam dünyasına geri döndüğümüzde ise modern anlamda bir yatırım fonu ve portföy yönetimi öncesinde İslami finansın bankacılık, sermaye piyasası ve sigortacılık piyasası (tekafül) alanlarında gelişme gösterdiği görülmektedir. 1960lı yıllarda ilk islami finans kurumlarının oluşmaya başlamasıyla islami finans, coğrafi sınırlamalarından kurtulmuş ve global anlamda gelişme göstermeye başlamıştır. Bu dönemde, 1963 yılında Malezya’da Müslümanların hac faaliyetlerini gerçekleştirmelerine yönelik bir tasarruf ve fon yönetim kurumu olarak “Malaysian Lembaga Tabung Haji” kurulmuştur. Söz konusu kurum tarafından kurulan “Malaysian Pilgrim’s Fund” dünyada ilk modern islami fon olarak kabul edilmektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 537). Malaysian Lembaga Tabung Haji, islami bankacılık ve sermaye piyasaları alanında önemli başarılı bir deneyim olarak görülmekte olup, yalnızca tasarrufların değerlendirilmesi amacıyla fon kurulması ve yönetimi değil aynı zamanda fon yatırımları ile elde edilen getirilerin kullanılacağı hac faaliyetlerinin organizasyonu veya söz konusu getirilerden zekat verilmesi gibi faaliyetleri de üstlenmiştir (Habibah, Mohd & Aida vd., 2016, s. 49).

Ancak Malaysian Lembaga Tabung Haji tarafından kurulan “Malaysian Pilgrim’s Fund” ile başlayan fon yönetim süreci ilk aşamada gelişme gösterememiş ve yaygınlaşmamıştır. Bunun nedeni 1990’lara kadar islami finans dünyasında şirket paylarına yatırım yapılabilmesine ilişkin bir standardizasyonun mevcut olmamasıdır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 537).

Şirket paylarına yatırım yapılmasına ilişkin belirsizliğin yatırım fırsatlarının önünü tıkadığını fark eden bazı islami finans kuruluşları 1990’larda kendi Şer’i danışmanlarından şirket paylarına yatırım yapılması sürecine ilişkin hizmet almaya başlamıştır. Bu dönemde payların islam hukukuna uygunluğuna ilişkin ilk kriterler geliştirilmeye başlamıştır. Bu doğrultuda 1997 yılında Malezya’nın menkul kıymet otoritesi, Şer’i hükümlere uygun payların sıralandığı ilk listesini ve payların Şer’i hükümlere uygunluğunda aranacak kriterleri yayınlamıştır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 537).

Şirket paylarına yatırım yapılmasına uygunluk verilmesiyle birlikte 1993 yılında paylara da yatırım yapabilecek şekilde bugünkü islami yatırım fonlarına benzer ilk fon Malezya’da kurulmuştur. İlk islami yatırım fonunun 1993 yılında Malezya’da kurulmasını takiben 1994-2001 yılları arasında 120 adet islami yatırım fonunun kurulduğu anlaşılmaktadır. Bu fonların %60’ı uluslararası paylara yatırım yapmak üzere kurulmuştur.

Bununla birlikte, Malezya’nın menkul kıymet otoritesinin paylara ilişkin yayınladığı listeyi takiben yine 1997 yılında “Dow Jones İslami Piyasa Endeksi”nin oluşturulmasıyla islami finansın ve islami fon piyasasının kovansiyonel piyasalar karşısındaki dezavantajlarından biri daha ortadan kalmıştır. 2017 yılı itibariyle dünya genelindeki islami yatırım fonu türlerine baktığımızda ağırlıklı olarak ortaklık paylarına yatırım yapan fonların toplam büyüklüğünün ikinci sırada yer aldığı görülmektedir (MIFC (Edt.), 2017, s.4).

2.1.2. Yatırım Fonlarının Temel Avantajları

Finansal kuruluşların temel fonksiyonu fon fazlası olan birimlerden fon açığı olan birimlere doğru kaynak aktarımına aracılık etmektir. Bu fonların etkin kullanılması ve

verimli alanlara aktarılması ekonomi açısından son derece önemlidir. Bu çerçevede, profesyonel bir şekilde yönetilen yatırım fonları, tasarrufların ekonomiye aktarılmasını bireysel yatırımcılara göre daha etkin gerçekleştirmektedir (Ural, 2010, s. 29).

Sermaye piyasalarında etkin bir şekilde faaliyet gösteren yatırım fonlarının hem yatırımcılar hem fon kurucuları hem de nihai olarak ülke ekonomisi üzerinde çeşitli avantajları bulunmaktadır.

Fon kurucuları, fonlardan tahsil ettikleri yönetim ücretleri ile getiri sağlamakta, bununla birlikte, yatırım fonları kurucular açısından önemli bir reklam aracı, prestij kaynağı olmaktadır (Ural, 2010, s. 30).

Ülke ekonomisi açısından ise, özellikle Türkiye gibi tasarrufların yetersiz olduğu ülkelerde, vatandaşlara sunulan kolayca erişebileceği bir yatırım aracı imkanı ile tasarruflarını artırmaya teşvik edici bir rol üstlenmektedir. Bununla birlikte yine sermaye birikiminin yetersiz olduğu ülkelerde küçük yatırımcıların tasarruflarının sermaye sahiplerine iletilmesinde önemli bir etkiye sahiptir. Son olarak, yatırım fonlarının kamu borçlanma araçlarına yatırım yaptıkları düşünüldüğünde devletin bütçe açıklarının kapatılmasında veya ihtiyaç duyduğu kaynağın sağlanmasında da etkili olduğu söylenebilir (Ural, 2010, s. 31).

Yatırım fonlarının yatırımcılara sağladığı en önemli avantaj, profesyonel yönetimidir. Yatırım fonlarının yöneticileri, alanında uzman kişilerden oluşmakta ve fonda toplanan nakdin piyasa şartlarına, yatırım yapılacak varlıkların performanslarına ilişkin olarak yaptıkları detaylı bir analiz çerçevesinde en uygun şekilde yatırıma yönlendirilmesini sağlamaktadırlar. Halbuki, bireysel bir yatırımcının çeşitli yatırım araçları arasında seçim yapması hem uzmanlık gerektirmesi nedeniyle zordur hem de zaman harcanmasını gerektirmektedir. Dolayısıyla, yatırımcılar yatırım fonları ile görece düşük bir ücret karşılığında profesyonel yönetim hizmetinden faydalanmış olmaktadır (Kılıç, 2002, s. 7) Yatırım fonlarının yatırımcılara sağladığı bir diğer avantaj riskin dağıtılmasıdır. Riskin dağıtılması en basit anlatımla çok fazla ve değişik yapıda varlığın portföye alınması ile mümkün olmaktadır. Bu şekilde çeşitlendirilmiş portföy, bazı varlıklardan doğan kayıpların diğer varlıklardan elde edilen kazançlar ile telafi edilmesini sağlayarak riskin azaltılmasına imkan tanımaktadır. Yatırımcıların yatırım fonları olmaksızın tek başlarını

böyle çeşitlendirilmiş bir portföyü oluşturmaları hem zor hem de pahalı olacaktır (Kılıç, 2002, s. 8).

Yatırım fonlarının yatırımcılara sağladığı önemli avantajlardan biri de düşük maliyettir. Her ne kadar yatırım fonlarının yöneticileri sağladıkları profesyonel yönetim karşılığında komisyon/ücret alsalar da yatırım fonları yatırımcılara, ölçek ekonomisi sayesinde yatırımcıların düşük maliyet ile profesyonel bir yönetim hizmeti ile oluşturulan çeşitlendirilmiş bir portföyde pay sahibi olmalarını sağlamaktadır. Yatırım fonları ile yatırımcılar tek başlarına yatırım yapamayacakları kadar büyük hacimlerde yatırımlara ortak olmak suretiyle, büyük yatırımın sağladığı düşük maliyet avantajından faydalanmakta; bununla birlikte çok sayıda yatırım fonunun olması nedeniyle rekabet avantajlarını da elde etmektedir (Kılıç, 2002, s. 8)

Yatırım fonları, sermaye piyasalarındaki diğer yatırım araçlarına kıyasla likit varlıklardır. Özel nitelikli yatırım fonları haricinde çoğu fonun katılma paylarının günlük olarak alım satımı yapılabilmektedir. Böylece, yatırımcılar, yatırım fonları ile likidite imkanına da sahip olmaktadır.

Son olarak, yatırım fonlarının portföylerindeki çeşitlilikten kaynaklanan düşük risk de avantajlardan biridir. Yatırım fonu portföyüne alınabilecek çeşitli risk düzeylerindeki araçlar ile herhangi bir araçtan kaynaklanabilecek kayıp diğer araçlardaki kazançlar ile telafi edilebilecektir (Kılıç, 2002, s. 8).

Dolayısıyla yatırım fonlarının yatırımcılara sağladığı temel avantajları şu şekilde özetleyebiliriz:

1. Çeşitlendirme: Tek bir araca yatırım yapmak yerine yatırım fonu katılma payı sahipleri fon portföyü aracılığıyla çeşitlendirilmiş birçok varlığa yatırım yapma imkanına sahip olmaktadır.
2. Düşük risk: Hem çeşitlendirmenin hem de diğer katılma payı sahipleriyle riski paylaşmanın getirdiği düşük risk avantajına sahiptir.
3. Likidite: Diğer sermaye piyasası araçlarına kıyasla daha likittirler. Özel nitelikli fonlar (gayrimenkul yatırım fonu, girişim sermayesi yatırım fonu) haricinde çoğu yatırım

fonu günlük olarak alınıp satılır ve fonda oluşan getirinin elde edilebilmesi için belirli bir süre yatırım yapma şartı aranmaz.

4. Profesyonel Yönetim: Yatırımcılar sahip oldukları tasarrufları yatırım fonlarında değerlendirmesi halinde fonların düzenlemelerde belirtilmiş tecrübe ve lisans şartlarına sahip portföy yöneticileri tarafından yönetilmesi imkanına sahiptir. Böylece yatırımcıların tasarrufları bireysel olarak yapacakları yatırımlara kıyasla daha düşük riskle profesyonel bir şekilde yönetilmektedir.

5. İşlem kolaylığı: yatırım fonu katılma paylarının alınıp satılması, diğer sermaye piyasası araçlarına kıyasla çok kolaydır. Yatırımcılar aracı kurumlar, bankalar aracılığıyla bu fonları alabilecekleri gibi bu amaçla oluşturulmuş platformlardan¹ da herhangi bir aracıya ihtiyaç duymaksızın alım satım yapabilmektedir.

6. Ölçek ekonomisi avantajı: Tasarruf sahipleri yatırım fonları ile bireysel olarak yatırım yapabilecekleri tutardan daha büyük tutarlarda yatırımlar yapabilmekte, böylece yatırımda elde edebilecekleri getirinin artması söz konusu olmaktadır.

2.2. İSLAMİ YATIRIM FONLARI

İslami yatırım fonları da, geleneksel/konvansiyonel fonlarla aynı esaslara tabi olarak yatırımcılara getiri sağlamak amacıyla kurulmakla birlikte aralarındaki temel fark islami yatırım fonlarının yönetim ve hukuki yapısı ile yatırım yaptığı alanların islam hukukuna uygun olması gerekliliğidir. Fonun İslami hukukuna uygun olarak faaliyet gösterip göstermediğinin denetimi ise fon yöneticinin bünyesinde kurulan veya dışarıdaki bir kurumdan hizmet olarak alınan Şer'i danışma kurulları tarafından kontrol edilmektedir (Chuweni & Eves, 2015, s. 4).

Bir yatırım fonunun katılma payını almak suretiyle ona yatırım yapan kişiler, fonun zarar etmesi halinde zararı, kar elde etmesi halinde ise karı fondaki sahiplik oranları doğrultusunda paylaşmaktadır. Bu çerçevede, islami yatırım fonunda yatırımcı olan kişiler arasındaki ilişkinin müşaraka yapısında meydana geldiği söylenebilir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 524).

¹ Türkiye'de bu kapsamda TEFAS faaliyet göstermektedir.

2.2.1. İslami Fon Yönetimi

İslami fonların yönetilmesi ile geleneksel fon yönetimi tanım itibariyle aynı olmakla birlikte aradaki temel fark İslami fon yönetiminde fonların İslam hukukuna uygun olarak (Şer'i hükümlere uygun olarak) yönetilmesidir.

İslami bir yatırım fonundan söz ettiğimizde öncelikle fonun oluşum yapısına bakmak gerekmektedir. Bu çerçevede, islami bir fonun katılma payını almak suretiyle ona yatırım yapan yatırımcı ile fon yöneticisi arasındaki ilişki, islam hukuku kapsamında nasıl değerlendirilmelidir? Bu çerçevede fonun yatırımcısı ile fon yöneticisi arasındaki ilişkinin islami sözleşme türlerinden Murabaha, Vakala veya Müşaraka ile kurulduğu görülmektedir.

Mudaraba yapısında kurulan bir fonda, yatırımcı fona sermayesini yönetici emeğini koymakta; yöneticinin bu emeği karşılığında sağlanan getiri üzerinden belirli bir oran dahilinde faydalanması gerekmektedir. Dolayısıyla bir fonda eğer fon yöneticisine ödenecek yönetim ücreti, kara ortak olmak suretiyle fon yatırımcılarının elde ettiği getiriye bağlı olarak belirleniyorsa mudaraba yapısında bir fondan söz edilebilir (Islamic Banking&Finance: Principles and Practices, 2014, s. 146).

Vakala yapısında kurulan bir fonda ise, fon yatırımcısı tasarruflarını yönetmesi için vekil olarak atadığı fon yöneticisine fonun getirisinden bağımsız olarak sabit bir yönetim ücreti veya oranında ödeme yapmaktadır. Dolayısıyla vakala yapısını, mudarabadan ayıran durum, yöneticinin vekil olarak görülmesidir ve vakalada fon yöneticisinin getiriye ortak olması söz konusu olmayıp, vekilliğine karşılık olarak kendisine bir ücret ödenmesi söz konusudur. Ödenecek olan ücret, sabit bir tutar olarak belirlenebileceği gibi, fon toplam değeri üzerinden hesaplanan bir oran olarak da belirlenebilir (Islamic Banking&Finance: Principles and Practices, 2014, s. 146).

Son olarak müşaraka yapısında ise, yöneticinin de yatırımcı gibi fona sermaye koymak suretiyle ortak olmasını gerektirir. Fon yöneticisi ile yatırımcısı arasındaki ilişkide rastlanılmayan bu yapının daha çok yatırımcıların kendi arasında olduğu söylenebilir (Islamic Banking&Finance: Principles and Practices, 2014, s. 146).

İslami fonları kuracak/yönetecek kuruluşlarda aranan nitelikler ülkeler arasındaki uygulamalarda farklılıklar göstermektedir. Şer'i hükümlere uygunluğun denetiminden/gözetiminden sorumlu bir üst otoritenin var olduğu bazı İslam ülkelerinde söz konusu otoritelerin münhasıran İslami fon yönetimi gerçekleştirecek şirketlere/kuruluşlara lisans verdiği görülmektedir. Ancak daha sonra inceleneceği gibi Türkiye'de böyle bir üst otoritenin varlığı söz konusu olmayıp, pratikte Sermaye Piyasası Kurulu tarafından İslami fon yönetimi için şirketlerin içeride istihdam edecekleri veya dışarıdan hizmet alacakları uzmanların danışmanlığına başvurmaları beklenmekte fakat buna ilişkin yasal bir düzenleme mevcut bulunmamaktadır. Yine Türkiye'de İslami fonun kurulması ve yönetilmesi sadece İslami fon şirketi tarafından gerçekleştirilebileceği gibi, geleneksel fonlar da kurup yönetebilen şirketler tarafından da yapılabilmektedir.

Fonun yapısı, İslam hukukuna uygun bir şekilde oluşturulduktan sonra fon portföyünün oluşturulması aşamasına gelinmektedir. İslami bir yatırım fonunun portföyü İslam hukukuna belirlenmiş kurallar ve düzenlemelere uygun olarak oluşturulacaktır. Bu kapsamda, İslami fon yönetimini, mali ve yatırım hedeflerine ulaşmak için Şer'i hükümlere uygun olacak şekilde çeşitli menkul kıymetlere ve diğer varlıklara yatırım yapılmasına ilişkin bir faaliyet olarak tanımlayabiliriz. Bununla birlikte İslami fon yönetimi, İslam öğretilerine uygun bir şekilde portföyün oluşturulması ve yönetimi olduğu kadar mali analiz yapılması, varlık seçimi, yatırım stratejisini planlamak gibi temel fon yönetimi aktivitelerini de içermektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 524).

İslami yatırım fonlarının Şer'in hükümlere uygun olarak portföylerinin oluşturulmasında yatırım yapabilecekleri çeşitli varlıklar mevcuttur. Genel itibarıyla baktığımızda Katılım bankalarının mevduat hesapları, sukuklar ve İslam hukukuna uygun olduğu kabul edilen şirket paylarına yatırım yapabilmektedirler. Yatırım yapılamayacak "haram" olarak kabul edilen araçlar ise geleneksel banka mevduat hesapları, borçlanma araçları, depozitolar ve yasaklı sektörlerde (alkol, domuz ürünleri, kumar gibi) faaliyet gösteren şirket paylarıdır (Mansor, 2012, s. 35).

Böylece, İslami fonlarının portföylerinin oluşturulması iki temel dayandırılabilir (Mansor, 2012, s. 35):

1) Sabit getiri yerine fon tarafından elde edilen kar/zararın paylaşılmasına dayanırlar. Bu doğrultuda belirli bir oranda getirinin vaadedilmesi mümkün değildir. Yatırımcılar fona girerken fonun kazanacağı getirinin veya kaybının paylaşılması üzerine kurulu bir yapı olduğunu anlamaları gerekmektedir. Eğer fon yüksek oranda getiri sağlarsa sahip oldukları payların değer artabilecektir. Ancak fonun zarar ettiği durumlarda da bu zararı diğer yatırımcılarla paylaşmak durumundadırlar.

2) Fon iş yöntemi itibariyle Şer'i hükümlere uyumlu olmalıdır. Dolayısıyla sadece islam hukukuna uygun yatırım gerçekleştirilmesi değil aynı zamanda müşterileriyle islami prensiplere uygun olarak ilişki kurması gerekmektedir.

Bu iki temele dayalı olarak islami yatırım fonlarının portföylerinin oluşturulabilmesi, bir diğer ifadeyle islami yatırım fonlarının yatırımcılarına "islam hukukuna uygun esaslar" dahilinde yatırımların gerçekleştirileceğini garanti edebilmesi için fon portföyleri oluşturulurken uygulanan yöntemler mevcuttur. Bu yöntemler, fon portföyüne dahil edilecek yatırım araçlarının islami finansın temel ilkeleriyle uyumlu olması ile islam hukukunun yasakladığı varlık ve işlemleri içermemesini sağlamada kullanılmaktadır. Bu yöntemler, eleme (screening) ve arındırma (purification) yöntemleridir.

2.2.1.1. Eleme Yöntemi (Screening)

Eleme yöntemi, özellikle fon portföyüne ortaklık paylarının dahil edilmesinde, islam hukukunun prensipleriyle uyumlu şirket paylarının seçilmesi için kullanılmaktadır. Eleme yöntemi, islam devletlerinin şeri denetim otoriteleri veya islami finans kuruluşlarının şeri denetim kurulları tarafından çeşitli şekillerde kararlaştırılmış olmakla birlikte temel olarak iki şekilde yapılmaktadır: İş alanı bazlı eleme (Business Screen) ve Finansal tablo bazlı eleme (Financial Screen).

2.2.1.1.1. İş Alanı Bazlı Eleme

İş alanı bazlı elemelerde, bir işin içerdiği ticari faaliyete odaklanılmakta ve söz konusu faaliyetin islam hukukuna göre yasaklanmış varlık, iş ve işlemlerden oluşması halinde

elenmesi söz konusu olmaktadır. Bu çerçevede, yasaklanmış olan eleme gerektiren temel işler şunlardır:

- Geleneksel Faize Dayalı Finans, Ticaret, Hizmet, Aracılık
- Alkol üretimi ve satışı
- Kumar, şans oyunları oynatılması
- Pornografi
- Domuz veya helal olmayan et içeren ürünlerin üretimi ve satılması
- Silah sanayisi

Bu faaliyetlerde genel olarak elenmesi kesin olanlar olmakla birlikte, çeşitli Şer’i denetim otoriteleri veya kurulları tarafından izin verilip verilmeyeceği tartışılan işler de mevcuttur. Örneğin kök hücre faaliyetleri ile uğraşan şirketlere yatırım yapmak bazı methodlarda uygun görülürken bazılarında görülmemektedir.

Bir şirket için ana faaliyet alanı belirlenirken öncelikle şirket esas sözleşmesine bakılır. Şirketin esas sözleşmesinde yer verilen ana faaliyet alanı, yukarıdaki maddelerden en az biriyle ilgiliyse şirket payının alım-satımı uygun değildir. Diğer taraftan, şirketin esas sözleşmesinde bu faaliyet alanları yer almasına rağmen, fiili durumda islam hukukuna aykırı faaliyetlerde bulunmuyorsa ve bu durum sabit ise, şirket payları alım satımına konu olabilir (Dede, 2017, s. 128).

Eleme yönteminde her bir methoddaki farklılıklarla birlikte asıl sorun yatırım yapılacak şirketin farklı alanlarda faaliyet gösteriyor olması halinde söz konusu olmaktadır. Örneğin şirketin asıl aktivitesi islam hukukuna uygun ancak alt iş alanları uygun olmadığında nasıl bir yöntem izlenecek? Böyle durumlarda, şirketlerin islam hukukuna uygun olmayan aktivitelerinin düzeyi gözönüne alınmakta olup, bu derecenin tolare edilebilir düzeyi belirlenmektedir (Muhammad, Sairally, & Habib (Edt.), 2015, s. 494). Bu çerçevede, AAOIFI başta olmak üzere çoğu otorite/kurul, söz konusu uygun olmayan aktivitelerden elde edilen gelirin şirket gelirlerine oranının %5’i geçmemesi halinde, ilgili şirketin elenmeyebileceğine karar vermiştir. SCM ise, uygun olmayan ürünlerin toplam değerinin şirket gelirlerinin %20’sini aşmadığı sürece tolare edilebileceğine karar vermiştir. Dolayısıyla, tolare edilebilir eşik oranları otoriteye/kurula göre değişmekte

olup harfi harfine uyulması gereken genel bir kural mevcut değildir (Muhammad, Sairally, & Habib (Edt.), 2015, s. 495).

2.2.1.1.2. Finansal Tablo Bazlı Eleme

Büyümlerini finanse etmek veya işlerini yürütürken ihtiyaç duyduğu likiditeye kavuşmak amacıyla birçok şirket geleneksel/konvansiyonel finansal şirketlerden borçlanmakta ve dolayısıyla faiz gideri ödemektedir. Şirketlerin, bu veya başka bir şekilde geleneksel finans ürünleriyle çok fazla temas halinde olması, şirket iş alanı olarak elenmemiş olsa dahi, islam hukukuna uygun bir yatırım aracı olup olmadığı hususunda endişelere neden olabilecektir.

Finansal tablo bazlı eleminin dört unsuru mevcuttur (DeLorenzo, 2011, s. 3):

a) Faiz ve diğer şüpheli kazançlar yoluyla kazanılan gelir

Şirketler için en yaygın gereksinim, işletme sermayesidir. Genel olarak organize olmuş şirketler, bu endişeyi gidermek için finansal kurumlara başvurmaktadır. İslami finansın yaygın olduğu bir ortamda bu bir sorun olmayacaktır ancak İslami finans uygulaması yaygın değildir ve birçok İslami finans kurumu şirketlerin ihtiyaç duyduğu işletme sermayesini karşılayacak yeterli kaynağa sahip değildir.

Diğer taraftan, Bankalar, modern zamanlarda işlemlerin kolaylaştırılmasında çok önemli bir rol oynamaktadır. Bir işletmenin tüm nakit akışları bankalar aracılığıyla yönlendirilir. Sonuç olarak tüm işletmeler bankalar ile hesaplarını sürdürmek zorundadır. Bu hesaplarda nominal faiz kazanımı söz konusu olmaktadır. Şirketler ayrıca hazine yönetimin bir ölçüsü olarak banka mevduatı ve menkul kıymetlere aşırı kısa vadeli likidite uygulamaktadır. Bu da onlar için bazı faiz gelirleri tahakkuk etmektedir.

Böyle durumlarda islami finans bilginleri, faiz ile hukuka aykırı kazanılmamış gelir (ya da her ikisinin kombinesi) arasında şirketin toplam gelirine oranının ihmal edilebilir düzeyde ve mümkün olduğunca düşük olmasını şart koşmuştur. Alimlerin çoğu bu oranın toplam gelirin %5'ini geçmemesi gerektiği konusunda hem fikirdir. Ancak bu orana

ilişkin olarak açık bir kural bulunmamakta olup, günümüzde bazı alimler bu oranda daha katı bir uygulamaya gidilmesini düşünmektedir (Elgari, 2000, s. 3)

b) Toplam varlıklar veya ortalama piyasa değerine karşı nakit ve borç

Borç ticareti çeşitli İslam hukuku okulları arasında bir tartışma konusu olmuştur. Şeriatta bir borcun üçüncü bir tarafa satılmayacağı hususu yer alır, ancak eşit olarak satılırsa izin verilir. Benzer olarak nakde karşılık nakit satışı Şeriat tarafından onaylanan döviz kuru koşullarına uymak zorunda olan bir işlemin örneğidir. Bu nedenle, akademisyenler bir şirketin bilançosundaki toplam nakit ve borçların, toplam varlıkların değerini veya ortalama piyasa değerini geçmemesi gerektiği sonucuna ulaşmışlardır, örneğin, nakit ve borç mevcut varlıklar veya ortalama piyasa değerinin %30-%50'sinden daha az olmalıdır.

c) Özkaynak veya ortalama piyasa değerine karşı borç

Birçok anonim şirketin bazen iş faaliyetlerini genişletmek veya acil nakit ihtiyaçlarını karşılamak için belirli bir faiz doğrultusunda kaldıraç kullandıkları görülmektedir. Bu borç veren taraflara faiz ödemesini içerir. Birçok anonim şirketin uzun bir araştırmasından, borçlar ve özkaynaklar arasındaki oranın bazen on altı kat daha yüksek olduğu bulunmuştur. Bu nedenle, şeriat denetleme kurulları %30-33'ten daha fazla olmayan bir yüzdenin bu gerekliliğe uyması gerektiği düşüncesindedir.

d) Alacaklar hesabı

Alacak hesapları müşteriler (bireyler veya kurumlar) tarafından kullanılan ya da iletilen hizmet veya ürünlerin takasında bir şirkete borçlu olunan henüz ödenmemiş paradır. Şeriat alacak hesaplarını şirkete borç olarak değerlendiriyor. Borcun alım satımı için genel islam hukuku ilkesi yalnızca başa başta (nominal değeri üzerinden, yalnızca anapara) izin verilmesidir.

Bir şirketin payı şirketin varlıklarının bölünmemiş kısmını temsil eder. Bu varlıklar başlıca nakit ve alacaklar ise, o zaman, pay bu varlıkların nominal değerinden farklı bir fiyat üzerinden satılmaz, çünkü, onlar bunun için farklı bir değerde satılırsa İslam hukuku bakış açısından faiz olarak kabul edilir. Genellikle İslam hukuku bilgileri

alacakların toplam varlıklar veya piyasa değeri oranı için kabul edilebilir limitini %33 olarak belirlemiştir.

Bu kapsamda, faaliyet alanları islam hukukuna uygun olan bir şirketin finansal tablosunda yer verilere dayalı olarak yapılacak bir inceleme çerçevesinde şirketin islam hukukuna göre yatırım yapmaya uygun olup olmadığı ayrıca incelenmektedir.

2.2.1.2. Portföyün Arındırılması (Purification)

Arındırma ile bir yatırım fonunun portföyü islam hukukuna uygun olmayan unsurlardan temizlenmektedir. Katılım bankalarında açılan katılım hesaplarının, “kazanılan faiz” olarak listelenen miktarları hayır kurumuna bağışlanması suretiyle yapılan arındırma işlemine benzer şekilde islami yatırım fonlarında da, fonun yatırım yaptığı şirketler tarafından elde edilen islam hukukuna uygun olmayan getirinin (şeriat ilkeleri ve öğretileri tarafından kabul edilemez varsayılan araçlar yoluyla kazanılan paranın) miktarı göz önüne alınarak fon portföyündeki bu tür kazançlar ölçülmeli ve portföyden arındırılmalıdır (DeLorenzo, 2011, s. 3).

Portföy arındırması, elemine edilmiş pay senetlerinden oluşan bir yatırım fonu portföyünün arındırılması işlemidir. Dolayısıyla, burada fonun mevcut durumda islami finans prensiplerine uygun olarak yatırım gerçekleştirilmesi söz konusu olup asıl olan islam hukukuna uygun olduğu kabul edilen bu payların arındırılmasıdır. Bu kapsamda özellikle yatırım yapılan şirketlerin gelirleri arındırılır. Şirketlerin bu gelirleri, faiz taşıyan yatırımlardan elde edilen gelirleri veya bir şirketin birincil işinin kapsamı dışında kalan yasaklanmış ticari faaliyetlerden elde edilen gelirleri içerebilir. Çoğu zaman bu tür kazançlar kurumsal çeşitlendirme ve yeni satın almalarından kaynaklanır. Kaynakları her ne olursa olsun, İslam hukuku standartları tarafından göz ardı edildiği düşünülen ve arındırılması gereken şeriat uyumlu payların bile sık sık küçük bir yüzdelerlik gelir elde etmektedirler (DeLorenzo, 2011, s. 3).

Bu bağlamda, fon portföyünü arındırılması, söz konusu tüm gelirlerin fon tarafından hesaplandığı ve gelirlere karşılık gelen bir yüzdelerlik payın düşürüldüğünü, temettüleri yoluyla yatırımcılara aktarıldığını ve böylece islam hukukuna uygun olmayan gelirlerin

olmadığını, getirinin tamamen helal olduğunu temin etmektir. Hesaplama yöntemleri fondan fona, Şer'i otoritelere veya kurullara göre (her ne sebeple olursa olsun kuruldaki bilginlerin meseleye bakış açılarına göre) farklılık gösterebilir. Ancak bu ikincil öneme sahiptir. Birincil önem arz eden husus fonun arındırmaya kendini adanması ve düzenli olarak bu tür bir arındırmaya dahil olmasıdır (DeLorenzo, 2011, s. 3).

Bu tür mali arındırmanın somut sonuçları para miktarının birikmeye başlamasıdır. Genel olarak fonların bu tutarları ayrı hesaplara çekmesi önerilir. Fonun Şeriat Denetim Kurulunun tavsiyesi ve danışmanlığı ile yine şeriat bilginlerinin denetimi altında bu miktarlar uygun hayır kurumları arasında dağıtılabilir veya bu amaç için bir hayır kurumu oluşturulabilir (DeLorenzo, 2011, s. 3).

Portföyün haram faaliyetlerden elde edilen gelirden arındırılması sürecinde dikkat edilmesi gereken temel husus elde edilen karın dağıtılması veya hayır kurumuna bağışlanması işleminin zekattan farklı olmasıdır. Arındırma işlemine esas olan gelirler doğrudan harama bulaşarak elde edilmiş olmakla birlikte, ticari zorunluluklar nedeniyle elde etmekten kaçınılamayan gelirlerdir. Arındırma işlemi de bu gelirlerin bağışlanarak, harama bulaşmadan elde edilen temiz kazancın aklanmasıdır. Dolayısıyla, bağışlanan kısmın dönem sonunda helal kazanç üzerinden hesaplanarak dağıtılacak zekat ile ilgisi bulunmamaktadır (Yanpar, 2015, s. 123).

Diğer taraftan, arındırmanın fon tarafından gerçekleştirilmeksizin tamamen bireysel yatırımcıya bırakılması da mümkündür. Yine de bir fona değer katmaktan bahsettiğimizde, fonun bu işlevi gerçekleştirmekteki performansının yatırımcıyı sorumluluktan ve bunu gerçekleştirmek için gerekli olan zaman ve çabadan kurtaracağı açıktır. Aslında bunun fonun kendisi tarafından, özellikle de ilgili verilerin toplanması da dahil olmak üzere, hesaplama sürecinin, bunu üstlenecek donanıma sahip olmayanlar için basit bir mesele olmadığı zaman çok daha etkin bir şekilde gerçekleştirildiği bir hizmet olduğu açıktır (DeLorenzo, 2011, s. 3).

Arındırma işleminin bir diğer boyutu ise "ahlaki arındırma"dır ve kazançların mali olarak arındırılması kadar önemli kabul edilmektedir. Ahlaki arındırma, Kuran'ın "doğruyu tembihleme ve yanlış yasaklama" kavramı bağlamında ele alınmaktadır. Bu sorumluluğu yerine getirmenin yolları çeşitlidir. Ancak modern kurumsal demokrasi Müslüman

yatırımcılara kurumsal uygulama ve politika ile ilgili düşünce ve görüşlerini yöneticiler ile paylaşma fırsatı vermektedir. Aslında kamuya ait şirketlerin kanunen hissedarları için yıllık toplantılar düzenlemeleri gerekmektedir ve bunlar Müslüman yatırımcılara ya da onların ilgi alanlarına bakan şeriat denetçileri için onların uğraşlarını zorunlu hissettikleri kadar doğrudan ve sözel olarak dillendirme fırsatı sağlar. Tabi ki şeriat denetçilerinin fon portföyündeki her bir holdingin her yıllık toplantısına katılacağını varsaymak pratik değildir. Ancak vekalet ve posta yoluyla kullanılan oy araçları sayesinde kurumsal yönetim sürecine katılmak hala mümkündür. Hissedarların yönetim ile ilgili konuları gündeme getirmesi ve kurumsal hissedar kararları ile pozitif değişime ön ayak olunması da aynı şekilde mümkündür. Önemli holdinglere sahip bir fonda bir sorun çıkarsa, yönetim kesinlikle dinleyecektir (DeLorenzo, 2011, s. 3).

Bir İslami fonun şirketlerle proaktif katılım stratejisinde şeriat bilginlerinin katılımı önemlidir. Öncelikle fonun, yatırımcıları adına ahlaki arındırma ile ilgili olmasını sağlamak önemlidir. Daha sonra, İslami bir bakış açısıyla Müslümanlar için önem taşıyan konuların büyük şirketlerin yönetimine etkili ve doğru bir şekilde sunulmasını sağlamak önemlidir. İslami yatırım fonları büyüdükçe ve şirketlerin paylarının daha büyük bölümünü tutmaya başladıkça şirketlerin dikkatini üzerine çekmesi orantılı olarak artacaktır (DeLorenzo, 2011, s. 3).

2.2.2. Şer'i Danışma Kurulları

Şer'i danışma kurulları, islami yatırım fonlarının faaliyet ve işlemlerinin islam hukukunun temel prensiplerine uygunluğunu kontrol eden özel veya kamu kurumlarıdır. Danışma kurulları, müslüman alimlerden oluşan bir komite olarak düşünülebilir (ALFI (Edt.), 2012, s.7). Bu kurullar, fonun kendi bünyesinde (fon yöneticisi şirket bünyesinde) oluşturulabileceği gibi, fonun faaliyetlerine özel olarak dışarıdan yetkili bir kurumdan hizmet almak yoluyla da oluşturulabilir.

Şer'i kurullar, fonun faaliyetlerinin islami hukuk prensipleri ile uyumunu sağlama/kontrol etme yanında aynı zamanda fon yöneticilerine yönetim faaliyetlerinde bir rehber görevi görür (COMCEC (Edt.), 2018, s. 28). Bu çerçevede örneğin fon portföyüne dahil edilecek

ortaklık paylarının islami hukuk prensiplerine uygun olup olmadığına ilişkin olarak fon yöneticileri tarafından danışma kurulundan icazet alınması söz konusudur.

Dolayısıyla danışma kurullarının islami yatırım fonları için iki temel işlevinden söz edilebilir (DeLorenzo, 2011, s. 2):

- i) Alım-satımı yapılan her bir varlığın islam hukukuna (şer'i hükümlere) uygunluğunu onaylamak.
- ii) Yatırımcının gelir elde edebileceği bir portföy oluşturulabilmesi adına gerekli özen ve titizliği göstermek.

2.2.3. İslami Yatırım Fonu Türleri

2.2.3.1. Hisse Senedi Fonları

Hisse senedi fonları, ağırlıklı olarak şirket paylarına yatırım yapmak suretiyle yatırım yapılan şirketlerdeki büyümeden fon yatırımcılarının pay almalarını sağlamaktadır. Bu türde fonlar, islami yatırım fonları arasında en yaygın olanlardır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 540).

İslami hisse senedi fonlarında, geleneksel olanlarından farklı olarak yatırım yapılacak payların seçilmesinde öncelikle şer'i hükümlere uygunluk aranmaktadır. Bu kapsamda bir şirketin payına yatırım yapılabilmesi için genel olarak aşağıdaki şartları sağlaması beklenir (Elfakhani, Hassan, & Sidani, 2007, s. 258):

1. Şer'i hükümleri ihlal eden şirketlere yatırım yapılamaz. Bu kapsamda haram olarak kabul edilen içki, kumar ve pornografi gibi sektörlerde faaliyet gösteren şirketlere yatırım yapılamaz.
2. Haram olarak kabul edilen sektörlerde faaliyet göstermemekle birlikte, şirketin faiz içerecek aktivitelere dahil olacak olması durumunda şirket ortaklarının mümkünse onay vermemesi beklenir.

3. Faiz içerecek işlemlerden gelir elde edilmiş olması halinde, şirketten elde edilen temettü gelirinin belirli bir oranının yardım kuruluşlarına verilmesi suretiyle gelir arındırılır.
4. Sahip olunan şirket paylarının devredilmesi/elden çıkarılması yalnızca likidite edilemeyecek olması halinde mümkündür. Eğer likidite imkanı mevcutken devredilmesi söz konusuysa paylar sadece itibari değeri ile satılabilir.

Yukarıdaki şartlar hangi firmaların fona dahil edilebileceğini ve hangi şirketlerin kapsam dışına çıkarılması gerektiğini belirlemek için katı bir filtreleme sürecini gerektirmektedir. Filtreleme işleminde önce yasaklanmış öğeleri içeren tüm şirketler hariç tutacaktır. İkinci filtreleme mekanizması ise şirketlerde aranan bir dizi mali oran içerir. Bu oranlar, faizlerden kaynaklanan karların kazancına karşı korunmak için kullanılır (Elfakhani, Hassan, & Sidani, 2007, s. 258).

İslami hisse senedi fonlarına dahil edilecek payların belirlenmesin kullanılan elemine etme ve arındırma methotlarına İslami Fon Yönetimi bölümünde yer verilmiştir.

2.2.3.2. İcara Fonlar

İcara, fonların varlık satın almak ve üçüncü taraf kullanıcılara kiralamak için kullanıldığı kiralama anlamına gelir. İslami finansman yöntemleri arasında icaranın popülaritesi gittikçe artmaktadır ve özellikle İngiltere’de İslami yöntemle ev finansmanında en popüler yöntem haline gelmiştir. Bir anlamda “leasing” yöntemi olan icara, çoğu Müslüman aliminin bakış açısından giderek kabul gören bir araçtır (Elfakhani, Hassan, & Sidani, 2007, s. 258).

İcara fonunda, fonun yatırımcıların fona yatırdığı tutarlar otomobil, tarım aleti, iş makinesi gibi varlıkların alımında kullanılmakta; alınan varlıkların kiralanması suretiyle fona gelir sağlanmaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 541). İslami finans prensiplerine göre yönetilen gayrimenkul yatırım fonları icara fonlarının bir örneği olarak kabul edilebilir.

İcara yöntemi islam hukukuna uygun bir yöntemdir ancak yöntemin uygulanmasında da islam hukukuna uygun hareket edilmesi gerekir. Bu kapsamda kiralamaya konu

varlıkların kendileri helal olmalıdır; kumarhane olarak işletilen, kumar oynatılmasında kullanılan aletler veya alkol üretiminde kullanılan aletler/yerler uygun değildir. Bununla birlikte icara işleminin islami prensiplere uygun olabilmesi için kira ücretlerinin başlangıçta belirlenmesi ve işlemde yer alan taraflarca ücretlerin bilinmesi ve kira süresinin tamamını kapsaması gerekir. Kiraya veren, mülk sahibinin müteakip tüm sorumluluklarını üstlenir, böylece kiraya veren, malvarlığını yerine getirirken mal varlıklarını tamir etmek de dahil olmak üzere, varlıklarını yönetme görevini üstlenir. Bunlara ek olarak, kiralama ajansı, kiralama süresi boyunca kiralanan nesneye sahip olmalıdır (Elfakhani, Hassan, & Sidani, 2007, s. 258).

İcara ekonomik kalkınmaya yol açan ve ev ipoteği ve otomobil gibi perakende finansmanında giderek daha çok kullanılan bir araç olarak görülüyor. İcara fonu içinde fon yönetimi, fon yatırımcılarının bir temsilcisi olarak hareket eder ve böylece, verdiği hizmet için ücret talep edebilir. Bu tür ücretler, alınan kiralamaların bir yüzdesi veya sabit bir oran olabilir (Elfakhani, Hassan, & Sidani, 2007, s. 258).

2.2.3.3. Emtia/Kıymetli Madenler Fonları

İslam hukuku kapsamında emtiaların (petrol, canlı hayvan gibi) veya kıymetli madenlerin (altın, gümüş gibi) kar amacıyla alınıp satılmasına yönelik fonların kurulması da mümkündür. Kıymetli madenler veya emtia fonu diyebileceğimiz bu fonlarda emtiaların satışından elde ettikleri kârlar, fondaki yatırımcılar arasında yatırımlarıyla orantılı olarak dağıtılmaktadır.

İslam hukukuna uygun olarak faaliyet gösterecek bir emtia veya kıymetli maden fonunda öncelikle alım satımına konu edilecek emtiaların helal olması gerekir. Ek olarak, malların fiyatı işlemin yapıldığı sırada taraflarca bilinmelidir. Fiyat bilinmiyorsa veya başka bir olasılığa bağlıysa, buna izin verilmez. Ayrıca, satıcının satılacak olan mal üzerinde fiziksel veya yapıcı kontrolü olması gerekir. Yapıcı mülkiyet, emtia riskinin alıcıya transfer edildiğini gösteren herhangi bir faaliyet anlamına gelir. Buna göre, çoğu durumda, işlemin gerçekleştiği zamanda sahip olmadığı veya sahip olmadığı emtiaları ele almayı içeren satışlara izin verilmez (Elfakhani, Hassan, & Sidani, 2007, s. 259).

Emtia fonunda işlemin gerçekleştirileceği sırada sahip olunmayan bir varlığın alım/satımı için istisna ve selem yöntemlerinin kullanılması söz konusu olabilir. İstisna, üreticiye daha sonra teslim edilmek üzere mal üretmek için imalat yapmak anlamına gelir. Selem, alıcının malların ertelenmiş teslimine karşı tamamen ödediği bir satış sözleşmesini ifade eder. Bu iki tür vadeli sözleşme, İslami yatırım fonları tarafından yasal olarak kullanılabilir (Elfakhani, Hassan, & Sidani, 2007, s. 259).

Emtia fonlarına artan ilginin bir örneği olarak, kamu ve özel sermaye İslami yatırım fırsatlarını takip eden bir şirket olan Sedco'nun Goldman Sachs ile işbirliği yaparak kurduğu AlFonar Goldman Sachs Emtia Fonu verilebilir. Şirket yetkilileri, fonda, enerji ve değerli metaller üzerinde özel bir stresle, geniş bir ürün yelpazesi olacağını öne sürmüştür (Elfakhani, Hassan, & Sidani, 2007, s. 259).

2.2.3.4. Murabaha Fonları

Murabaha, alıcının fiyatı bildiği ve ilk fiyat üzerinden bir prim ödemeyi kabul ettiği bir emtia satışının özel bir durumu ifade etmektedir. Bu tür mallar, maliyet-artı kar olarak satılır. Murabaha esasen bir satış anlaşmasıdır ve bir finansman anlaşması değildir, ancak belirtilen prosedürleri benimseyerek bir finansman aracı olarak kullanılabilir (Elfakhani, Hassan, & Sidani, 2007, s. 259).. Murabahada, islami sözleşme tiplerinde açıklandığı gibi genellikle islami finans kurumuna bir varlığı satın alabilmek amacıyla gelen müşterinin bu varlığa sahip olabilmesi amacıyla finans kurumunun önce üçüncü taraftan bu varlığı satın alması ardından müşteriye üzerine kar koymak suretiyle vadeli bir fiyattan satması söz konusudur.

Murabaha fonları da, esas olarak, icara fonlarına benzer şekilde öncelikle yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan paralarla bir varlığı satın alırlar. Ardından bu varlık istekli taraflara karlı bir şekilde vadeli bir fiyattan satılır. Alıcının belirli vadelerde yaptıkları ödemeler fon yatırımcılara payları oranında getiri sağlar (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 541).

Murabaha fonlarında, fona bir varlık alınabilmesi için bu varlığın satışa konu olacağı daha alım sırasında belli değildir. Dolayısıyla murabaha fonunun portföyü herhangi bir meta

içermemeli, sadece nakit veya daha sonra alıcı tarafından ödenecek vadeli tutarı yani fonun alacaklarını içermelidir. Fon bir kapalı uçlu bir fon (closed-end) olmalı ve birimleri ikincil bir pazarda müzakere edilmemelidir. Geniş kabul ve popülerliğine rağmen, murabaha, geleneksel bir finansman düzenlemesinin özelliklerini taklit ettiği için bazen tartışılmaktadır (Elfakhani, Hassan, & Sidani, 2007, s. 259).

2.2.3.5. Karma Fonlar

Karma fonlar, katılma payı karşılığında yatırımcılardan toplanan paraların çeşitli yatırım araçlarında değerlendirildiği fonlardır. Mufti T. Usmani'ye göre, fonun likit varlıkları ve borçları yüzde 50'nin altındaysa, fon paylarının satışa konu edilebilir ancak eğer likit varlıklar ve borçlar yüzde 50'yi aşarsa, o zaman fon payları işlem göremeyecektir ve fonun kapalı uçlu bir fon olması gerekmektedir (Elfakhani, Hassan, & Sidani, 2007, s. 260).

2.2.3.6. Para Piyasası Fonları

Geleneksel/konvansiyonel Para Piyasası Fonları, esas itibariyle kısa vadeli para piyasası araçlarına, kısa vadeli borçlanma araçlarına ve kısa vadeli depozitolara yatırım yapar (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 541)..

Para piyasası fonları temel olarak temkinli bir yatırım hedefine sahip olup bu çerçevede tedbirli araçlara yatırım yaparlar. Likit araçlardan oluştuklarından bu fonlar genelde mevcut durumda yatırıma yönlendirilemeyecek nakdin değerlendirilmesi için kullanılır. Yatırım fonu türleri arasında en güvenli tür olarak para piyasası fonları düşük risk düşük getiri demektir. Ancak bazı durumlarda para piyasası fonlarının diğer fon türlerine göre daha çok getiri sağladığı da görülmektedir.

İslami bir para piyasası fonu ise öncelikle yatırımlarını Şer'i hükümlere uyumlu enstrümanlardan oluşturmalıdır. Bu çerçevede, islami prensiplere uygun olarak yönetilecek bir para piyasası fonu, faiz getirisi içeren para piyasası işlemlerine yatırım yapamayacaktır. İslami para piyasası fonlarının, geleneksel para piyasası işlemlerine alternatif olarak oluşturulan islami esaslara uygun işlemlere veya kısa vadeli sukuklara yatırım yapması mümkündür.

2.2.3.7. Sukuk Fonları

Fon portföyünün çeşitli sukuklardan oluşturulması suretiyle katılma payı sahiplerine getiri sağlayan Sukuk Fonları en yaygın islami fon türüdür. Bu fonlarda, devlet veya özel sektör sukuklarına yatırım yapılabilen olup, geleneksel fon türlerinden borçlanma araçları fonlarının bir alternatifidir.

2.2.3.8. Dengeli Fonlar

Dengeli fonlar, bir yandan paylara bir yandan sukuklara yatırım yapmak suretiyle büyüme/sermaye birikimi ve gelir elde etme arasında denge oluşturacak şekilde aşırı riskten kaçınarak yatırım gerçekleştirirler. Dengeli fonlar böylece yatırımcılarına hem (gelir amacıyla) borçlanma temelli araçlara hem de (büyüme amacıyla) paylara yatırım yapmak suretiyle tek bir fon ile iki hedefe ulaşabilme imkanı sunmaktadır. Bu çerçevede fonun, tek bir varlık sınıfına yatırım yapmaktan kaynaklanan riski azaltarak majör varlık sınıfları arasında portföy çeşitliliği talep eden yatırımcılar için uygun olduğu söylenebilir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 543).

Bu şekilde bir portföy çeşitlendirmesinin mevcudiyeti, pay piyasasında düşme/kayıp meydana geldiğinde çok fazla zarar etmekten kurtulmayı sağlar ancak diğer taraftan pay piyasası yükselişe geçtiğinde yatırımcının payına düşen büyümenin daha düşük olmasına neden olacaktır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 543).

2.2.3.9. Endeks Fonlar

Endeks fonlar, belirli bir piyasa endeksinin sahip olduğu portföyü takip etmek suretiyle oluşturduğu portföy aracılığıyla yatırımcılara söz konusu endekse paralel bir getiri sağlamaktadır. Endeklerin takip edilmesi, seçilen endeksin içerisindeki tüm varlıklara yatırım yapmak (tam kopyalama) şeklinde olabileceği gibi endeks içerisindeki varlıklardan örnekleme yoluyla yapılacak seçim sonucunda belirlenen varlıklara yatırım yapmak suretiyle de olabilir. Endeks fonlar genellikle pasif bir yönetim anlayışıyla, bilgisayar programları aracılığıyla gerçekleştirir. Bu durum fonun yönetim ücreti gibi masraflarının düşük olmasına neden olduğundan daha avantajlı görülebilir. Ancak fonun

getirisi doğrudan endeks ile ilgili olduğundan getiri genellikle diğer fonlara kıyasla daha düşük olabilmektedir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 543).

İslami bir endeks fondan söz ettiğimizde ise fonun islami endeksleri takip etmesi beklenmektedir. Bu kapsamda, 1997 yılında kurulan ilk islami endeks olan Dow Jones endeksini takiben kurulmuş birçok islami endeks bulunmaktadır.

2.2.3.10. Fon Sepeti Fonları (Funds of Funds)

Fon sepeti fonları, yatırımcılara doğrudan sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak yerine diğer yatırım fonları paylarına yatırım yaparak getiri sağlamayı hedeflemektedir. Dolayısıyla fonun portföyü diğer yatırım fonlarının katılma paylarından oluşmaktadır.

Fon sepeti fonları, diğer fonlardan farklı olarak “çok yöneticili bir yatırım” içermektedir. Tabi, fon yöneticisinin çok sayıda olması bu yöneticilerden kaynaklanan risklerin artmasına sebep olmaktadır (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 543). İslami fon sepeti fonlarının ise Şer’i hükümlere uyumlu olması gerekliliği çerçevesinde, fon portföyüne dahil edilecek diğer yatırım fonlarının Şer’i hükümlere uygun olarak kurulan ve yönetilen islami yatırım fonlarından oluşması gerekmektedir.

2.2.3.11. Borsa Yatırım Fonları (ETF)

Dow Jones, S&P, NASDAQ gibi endeksleri takip etmek suretiyle yönetilen ve katılma payları bir şirket payı gibi alınıp satılabilen fonlar olan borsa yatırım fonları, islami endekslerin takip edilmesi suretiyle yönetilmesi halinde islami bir borsa yatırım fonu olmaktadır. Borsa yatırım fonları, katılma paylarının ortaklık payları gibi işlem görmesi ve fon portföyünün kompozisyonunu yansıtacak şekilde portföyde yer alan varlıkların veya sadece nakdin teslimi suretiyle katılma payı oluşturabilen ya da katılma paylarının iadesi karşılığında söz konusu katılma paylarına karşılık gelen varlıkların veya sadece nakdin alınmasına imkan veren fonlar olduğundan diğer fon türlerinden ayrı değerlendirilmekte ve genel olarak “yatırım fonu” (investment fund) çatısı altına dahil edilmemektedir.

Borsa yatırım fonlarının portföyleri;

- Takip edilen endeksi takip eden ve yabancı borsalarda işlem gören borsa yatırım fonlarının katılma paylarından ya da
- Takip ettikleri endeks kapsamındaki varlıkların tümünden tam kopyalama yoluyla veya seçilen bir kısımdan örnekleme yoluyla

oluşturulabilmektedir.

Dünyada ilk islami borsa yatırım fonu 2006 yılında Türkiye’de Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından “DJIM Türkiye Borsa Yatırım Fonu” unvanıyla kurulmuştur.

2.2.3.12. Diğer İslami Fonlar

Yatırım fonu dediğimizde, inançlı mülkiyet esaslarına göre yönetilen ve portföyü para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan malvarlıkları kastedilmektedir. Bununla birlikte, sermaye piyasalarının gelişmesi sonucunda artan fon arzı taleplerini karşılamak üzere sürekli yeni sermaye piyasası araçları ortaya çıkmaktadır. Bu kapsamda, para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlara benzer yapılarda alternatif yatırımlardan oluşacak portföylerin yönetilmesi suretiyle yeni fon türleri ortaya çıkmıştır. Bu fonların portföyleri ağırlıklı olarak reel varlıklardan oluşmaktadır. Araya bir menkul kıymet girmeksizin doğrudan varlığın kendisine yatırım yapılması mantığına sahip olan bu fonların islami sermaye piyasası alanında da yaygınlaştığı görülmektedir.

Özel nitelikli bu fonlardan biri gayrimenkullere ve gayrimenkullere dayalı çeşitli haklara yatırım yapan gayrimenkul yatırım fonlarıdır. Bu fonlar, katılma payı karşılığında yatırımcılardan toplanan paralarla, fon adına gayrimenkuller veya gayrimenkullere dayalı hakları satın almakta ve bu gayrimenkullerin değer artışlarından veya kiralanmasından yatırımcıların getiri elde etmesini sağlamaktadır. Gayrimenkul yatırım fonlarının, fonun ihtiyaç duyacağı likiditeyi sağlamak amacıyla fon tutarının tamamıyla gayrimenkul alınması söz konusu olmamakta, fon tutarının bir bölümü de likit varlıklardan oluşturulmaktadır. Ancak fonun toplam büyüklüğünün çoğunluğunun gayrimenkul veya gayrimenkule dayalı haklardan oluşması beklenir.

İslami bir gayrimenkul yatırım fonundan söz edebilmek için, öncelikle fona dahil edilecek gayrimenkullerin kendisinin ve kiralanmasının islami finans prensiplerine uygun olması

gerekmektedir. Bu çerçevede, islam hukukunun yasakladığı faaliyetlerin gerçekleştirilmesinde kullanılan gayrimenkuller portföye alınamayacağı gibi, gayrimenkullerin bu yönde kiralanması da mümkün olmayacaktır. Örneğin, fon portföyüne bir alkol üretim fabrikası alınamaz veya fonun sahip olduğu bir dükkan alkol satıcısına kiralanamaz.

Diğer taraftan, islami bir gayrimenkul yatırım fonunun portföyüne dahil edilecek likit varlıkların da islami finans prensiplerine uygun varlıklar olması gerekir. Bu çerçevede örneğin repo-ters repo işlemleri yapılamayacaktır.

Girişim sermayesi yatırım fonlarında ise, katılma payı karşılığında yatırımcılardan toplanan paralarla çeşitli gelişme potansiyeli gösteren girişim şirketlerine yatırım yapılması söz konusudur. Söz konusu yatırımlar, girişim şirketleriyle yatırım sözleşmesi imzalanması veya sermayelerine ortak olunması suretiyle gerçekleştirilebilir. Girişim sermayesi yatırım fonları yatırımcılarına, bu şirketlerden elde edilen temettü gelirleri veya şirketlerin değerlerinde meydana gelecek artışlardan getiri sağlamayı amaçlamaktadır.

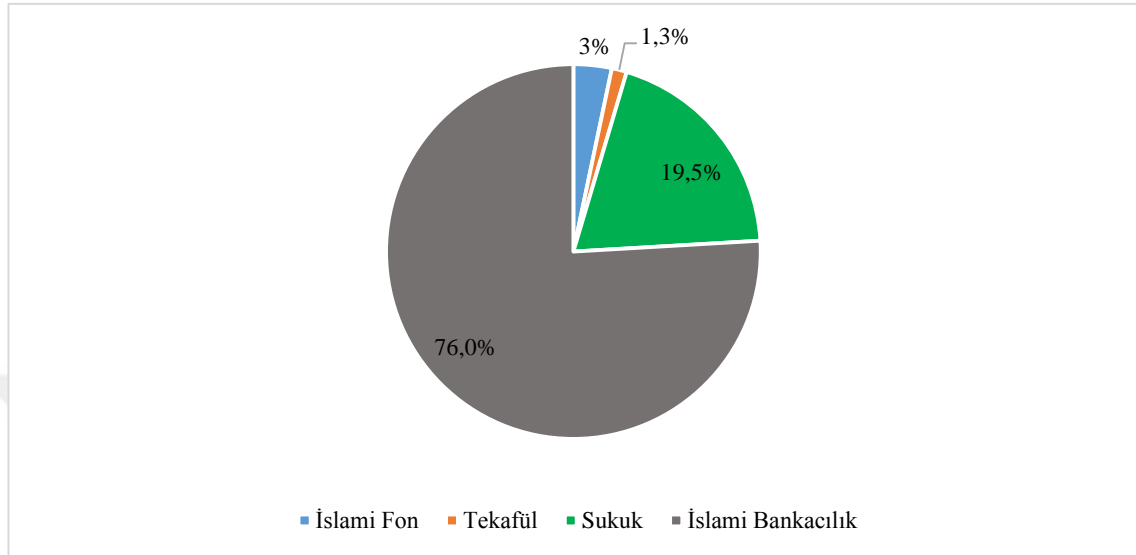
İslami bir girişim sermayesi yatırım fonunda temel olarak iki gereklilik söz konusudur. Birincisi, girişim şirketleriyle gerçekleştirilecek yatırım sözleşmelerinin islam hukukuna uygun olarak oluşturulması ve bu uygunluğun sürdürülmesidir. İkincisi ise, yatırım yapılacak şirketin islam hukukuna uygun olması, örneğin yasaklanmış aktivitelerde dahil olmaması veya yasaklanmış aktivitelere ya da işlemlere yatırım yapmıyor olması gerekir (Muhammad, Sairally & Habib (Edt.), 2015, s. 542). Bu iki gerekliliğe ek olarak fonun yatırım yapacağı likit varlıkların da islami finans prensiplerine uygun varlıklar olması gerekir.

2.3. DÜNYADA İSLAMİ FON PİYASASI

Dünyada islami yatırım fonu sektörü yeni gelişen bir sektör olarak 2017 yıl sonu itibariyle toplam büyüklüğü 66,7 milyar Amerikan Dolarına ulaşmış bulunmaktadır. Ancak islami yatırım fonu büyüklüğünü islami finans içerisindeki diğer sektörler ile karşılaştırdığımızda üçüncü sırada yer aldığı görülmektedir. 2017 yıl sonu itibarıyla

İslami fon büyüklüğü, sektörün %3,3'ünü oluştururken (2016: %3), İslami bankacılık sektörünün %76'sına hakim durumdadır (IFSB, s. 7).

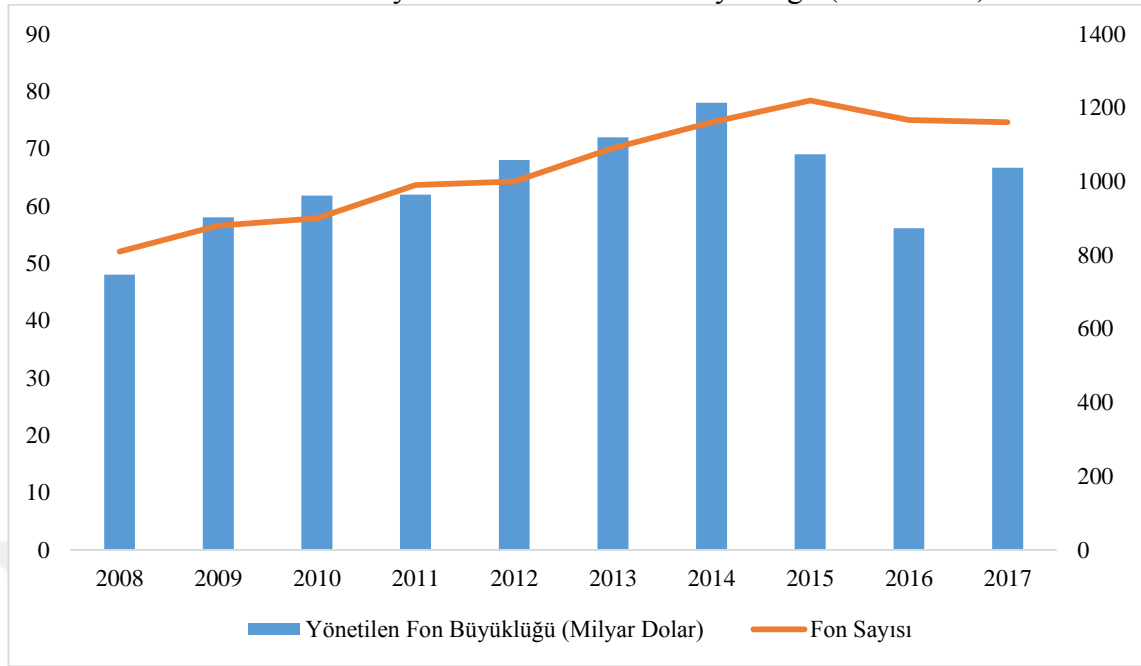
Grafik 2.1. Dünya'da İslami Finans Hizmet Sektörünün Yüzdelerle Dağılımı (2017)



Kaynak: IFSB Stability Report 2018

İslami yatırım fonlarının yıllar itibariyle fon sayısı ve büyüklüğü olarak gelişimine baktığımızda ise 2014 yılına kadar artan bir seyir izlemekle birlikte 2015 itibariyle son iki yıllık süreçte fon büyüklüğünün azalışa geçtiği görülmektedir. Ancak 2017 yılında fon sayısı azalırken yönetilen fon büyüklüğünde önceki yıla göre % 18,6 oranında artış gerçekleşmiştir.

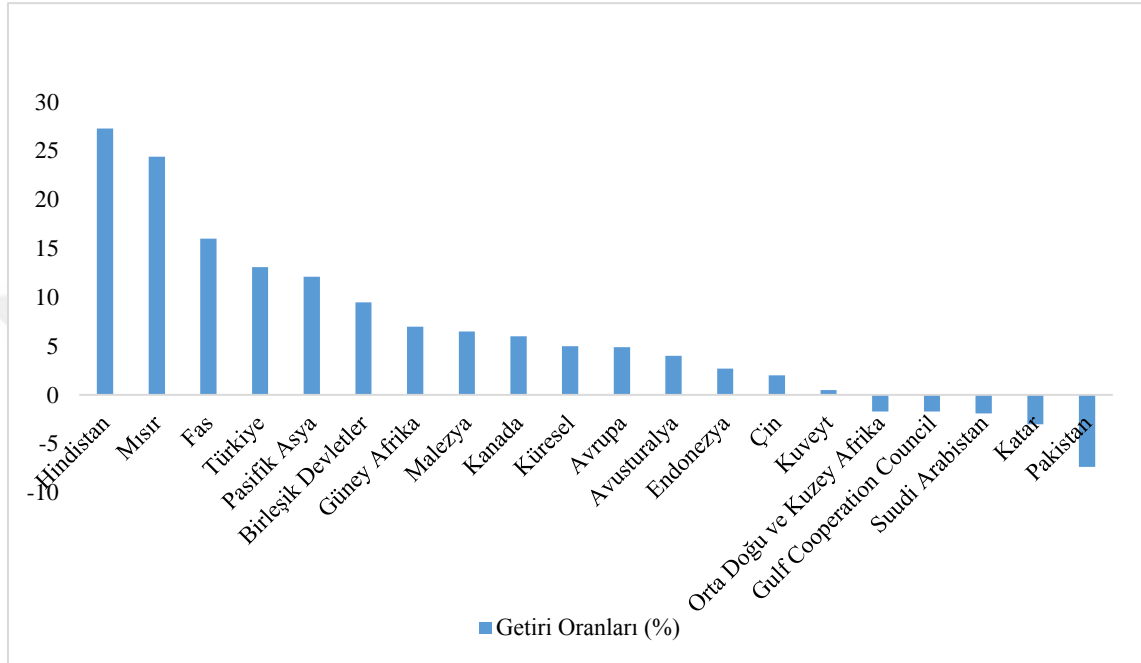
Grafik 2.2. İslami Fonların Sayısı ve Yönetilen Fon Büyüklüğü (2008-2017)



Kaynak: IFSB Stability Report 2018

İslami fon sektörü açısından, 2017 sonunda, yönetimde 66,7 milyar Dolar değerindeki 1161 adet İslami fon bulunmaktadır. 2017 yılında, İslami fonların sayısı bir miktar düşerken, toplam yönetilen varlık büyüklüğü (Asset under Management-AuM) % 18,8 oranında artarak 2014'ten itibaren görülen toplam varlıktaki istikrarlı düşüşten belirgin bir iyileşme kaydedilmiştir. 2016 yılında toplam aktif fon sayısı 826, yönetilen varlık büyüklüğü 51,2 milyar dolar iken; 2017 yılına gelindiğinde İslami fonlar, 821 fon aktif olarak sınıflandırılmakta olup, 61,6 milyar dolar yönetilen varlık büyüklüğüne sahiptir. Bu, fonların sayısının azalmasıyla birlikte 2017 yılında fonların toplam büyüklüğünün arttığı bir göstergesidir. 2017 yılı sonunda tüm aktif fonların ortalama aktif büyüklüğü 79,8 milyon Dolardır [2016: 64,9 milyon Doları]. Bu, sektörde önemli bir sorun olan daha büyük bir kitle ve ölçek ekonomisine ulaşmak için İslami fonlara duyulan ihtiyaç göz önüne alındığında bu olumlu bir gelişmedir. (IFSB, s. 25).

Grafik 2.3. Bölgesel Olarak 2017 Yılı İslami Fon Getirileri (%)

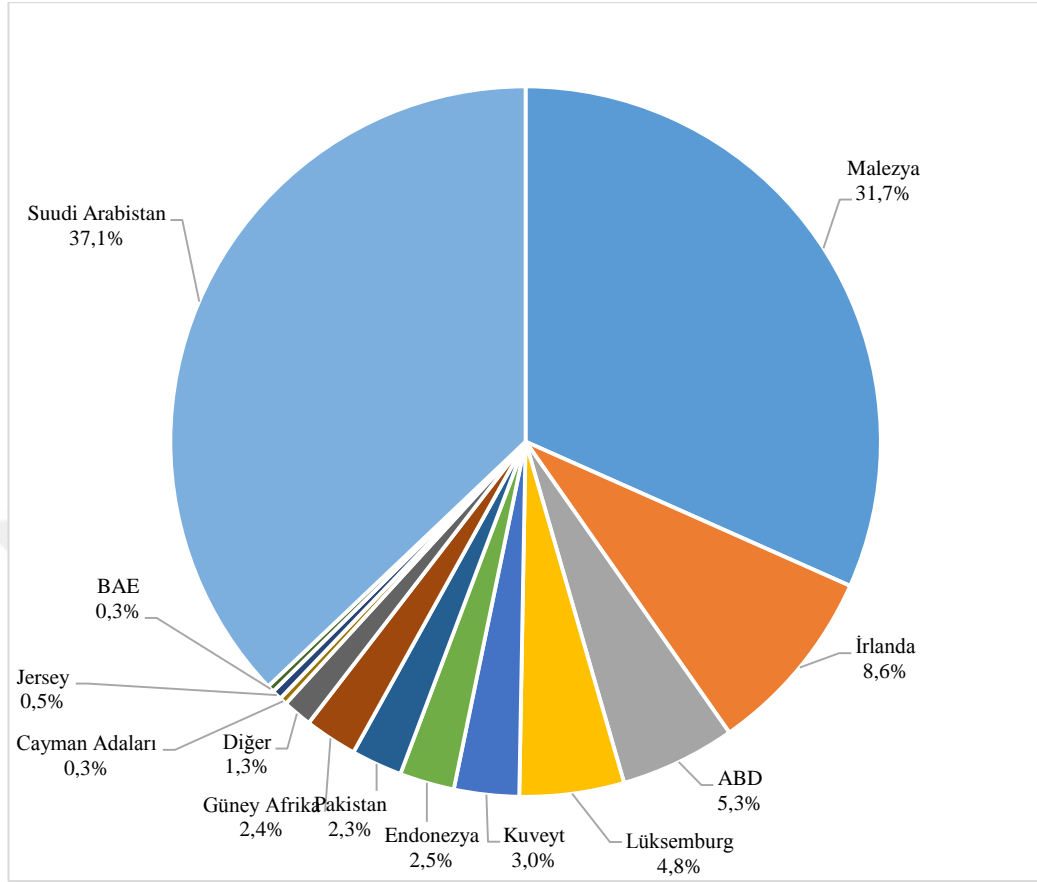


Kaynak: IFSB Stability Report 2018

Bölgesel olarak fon yatırımlarının getirileri açısından 2017 yılında en iyi performansı Hindistan (% 27,3), Mısır (% 24,4), Fas (% 16) ve Türkiye’de (% 13,1) gerçekleştirilmiştir. Bir önceki yılın en iyi performans gösteren Pakistan odaklı fonları, ülkenin ana borsalarının global finansal krizden bu yana ülkeye özgü çeşitli faktörlere bağlı olarak en kötü performansını göstermesiyle 2017’de % -7,35’lik bir geri dönüş ile en düşük seviyeye ulaşmıştır [2016: % 15,1]. Diğerleri arasında, Gulf Cooperation Council (GCC) ülkelerindeki yatırımlara odaklanan İslami fonlar ve Suudi Arabistan ve Katar finans piyasalarında getiri sağlamada yaşanan olumsuz gerilemeler de negatif getiri elde etmiştir (IFSB, s. 93).

İslami yatırım fonlarının talep yönüne de bakacak olursak, mevcut islami yatırım fonlarının katılma paylarına hangi ülke yerleşikleri tarafından sahip olduğunun izlenmesi gerekir.

Grafik 2.4. Ülkelerin Yerleşikleri Tarafından Elde Tutulan İslami Fon Varlıkları (2017)



Kaynak: IFSB Stability Report 2018

Toplamda İslami fonların %88'i sadece 5 ülkede bulunan yerleşikler tarafından elde tutulmaktadır. Suudi Arabistan ve Malezya, sırasıyla %37,1 ve %31,7 oranları ile İslami fonların paylaşımı açısından en büyük iki ülke olarak görünmektedir. Diğer üç ülke ise İrlanda, ABD ve Lüksemburg gibi nüfusun çoğunluğunun müslüman olmadığı ülkelerdir. Kalan %15'lik kısım ise diğer 32 ülke yerleşikleri tarafından paylaşılmaktadır. (IFSB, s. 7).

2.4. İSLAMİ FONLAR VE GELENEKSEL FONLARIN KARŞILAŞTIRILMASI

İslami fonlar ve geleneksel fonlar; payların ihraç edilmesi, getiri elde edilmesi gibi benzer hedeflere sahip olmakla birlikte öz olarak ve yapı olarak birbirlerinde farklıdır. Bu iki fon yapısının birbirlerinden farklarını şu şekilde sıralayabiliriz:

1) Yatırım yapılabilecek varlıklar

İslami yatırım fonlarının, Şer'i hükümlere uygun olmayan menkul kıymetlere ve varlıklara yatırım yapmasına izin verilmemektedir.

2) Şer'i hükümlere ilişkin danışmanlık

İslami bir fonun, fon operasyonlarının ve yönetiminin islam hukukuna uygunluğu konusunda danışmanlık hizmeti verecek bir uzmandan hizmet alması gerekmektedir. Söz konusu danışmanlık hizmeti, fonun yatırım yapacağı varlıkların uygunluğuna onay verilmesini de içermektedir.

3) Arındırma

Arındırma, bir kuruluşun elde ettiği gelirin ne kadarının islama uygun faaliyetler kapsamında ne kadarının ise uygun görülemeyecek faaliyetlerden kaynaklandığının tespit edilmesini ifade etmektedir. Bu kapsamda kuruluşların gelirlerini, islam hükümlerine uyumlu olmayan kısımdan arındırmaları beklenir. Bu genellik söz konusu kısmın yardım kuruluşlarına bağışlanması suretiyle gerçekleştirilir.

4) Ücret Yapısı

Geleneksel fon yönetiminde, yöneticiler fonun toplam değerinin günlük ve yıllık bazda belirlenen belirli bir yüzdesini fon yönetim ücreti olarak tahsil ederler. Fondan ayrılacak yatırımcılara katılma payları karşılığında verilecek tutar söz konusu ücretin düşürülmesinden sonra hesaplanan tutardır. Dolayısıyla elde edilen getiri henüz yatırımcılara ulaşmadan kesinti yapılması söz konusudur.

Benzer şekilde, islami yatırım fonlarında da fon yönetim ücreti belirlenmesi mümkündür. Ancak geleneksel fonlardaki yönetim ücretinin kesilmesine ilişkin uygulama ancak murabaha sözleşmesine dayalı olması halinde mümkündür. Murabahaya dayalı bir fon yönetiminde, fon yöneticileri ile yatırımcılar arasındaki ilişkin mudarib rabb al-mal ilişkisidir, yatırımların kendi aralarındaki ilişki ise müşarıklık ilişkisidir. Vakala sözleşmesine dayalı fonlarda ise farklı olarak olması gereken fon yönetim ücretinin yatırım öncesinde kesilmesidir.

Tablo 2.1. İslami Yatırım Fonları ile Geleneksel Yatırım Fonlarının Karşılaştırılması		
	İslami Yatırım Fonları	Geleneksel Yatırım Fonları
Sözleşme Unsuru	Müşaraka ve Mudaraba prensiplerine uygun olarak kar/zarar paylaşımına dayalı bir sözleşme temellidir.	Borç alan ve borç veren arasında gerçekleştirilen ticari sözleşmeleri temel alır. Yatırımcı sahip olduğu tasarrufu yüksek oranda getiri elde etmek amacıyla fona borç vermektedir.
Şer'i hükümlere uygunluk	Şer'i hükümlere uygun bir şekilde yönetilmelidir.	Şer'i hükümlere uygunluk aranmaz.
Yatırım Unsuru	İslam hukukuna göre yasaklanmış aktiviteleri içeren araçlara yatırım yapılamaz.	Getiri elde etme hedefi doğrultusunda yatırım yapar, yasaklanmış bir yatırım aracı yoktur.
Getiri Hedefleri	Getiri maksimizasyonu Şer'i hükümlere uygun olmak sınırlamasında hedeflenir.	Temel amaç getiri maksimizasyonudur, herhangi bir sınırlamaya tabi değildir.
Getiri Oranı	Önceden bir getiri oranı belirlenmesi mümkün değildir.	Getiri hedefi öngörülebilir.
Riba/Faiz Unsuru	Faiz içeren herhangi bir araca yatırım yapması ve fonun faiz içeren işlemler yapması mümkün değildir.	Faize ilişkin bir sınırlama söz konusu değildir.

Kaynak: (Mansor, 2012)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE İSLAMİ YATIRIM FONLARI: KATILIM FONLARI

Türkiye’de yatırım fonları mevcut mevzuat hükümleri çerçevesinde yalnızca Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yetkilendirilmiş portföy yönetim şirketleri tarafından kurulup yönetilebilmektedir. Bu çerçevede, yatırım fonlarına ilişkin temel düzenlemeler SPK tarafından yapılmış olup, portföy yönetim şirketleri tarafından yatırım fonlarının kurulması ve yönetilmesi bu düzenlemeler kapsamında gerçekleştirilmektedir.

Bu kapsamda, Türkiye’de katılım fonlarının temel mevzuat çerçevesinin incelenmesi için SPK’nın birincil ve ikincil düzenlemelerine bakılması gerekmektedir.

3.1. TÜRKİYE’DE KATILIM FONLARININ TARİHÇESİ

SPK, sermaye piyasalarının düzenlemesi ve denetiminde 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn.) çerçevesinde hareket etmektedir. SPKn.’nin “Yatırım Fonları” başlıklı 52. maddesinde fonlar *“Kanun hükümleri uyarınca tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre Kurulca belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı”* olarak tanımlanmıştır.

SPK’nın yatırım fonlarına ilişkin temel düzenlemeler, 9/7/2013 tarihli ve 28702 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren III-52.1. sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde yer almaktadır. Söz konusu Tebliğ’in yürürlüğe girmesiyle birlikte 1996 yılında çıkarılmış olan Seri: VII, No: 10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği yürürlükten kaldırılmıştır. Türkiye’de yatırım fonlarına ilişkin mevzuat tarihçesi incelendiğinde 2013 yılında yürürlüğe giren Yatırım Fonları Tebliği’ne kadar Türkiye’de islami yatırım fonu veya mevzuattaki ifadesiyle “katılım fonu”nun açıkça düzenlenmemiş olduğu görülmektedir. Her ne kadar mülga Tebliğ’de katılım fonlarına ilişkin bir tanımlama/düzenleme mevcut olmasa da İslami finans esaslarına uygun bir yatırım fonunun kurulmasını engelleyecek bir düzenleme de mevcut değildir.

Mülga Tebliğ döneminde, yatırım fonlarının bankalar ve aracı kurumlar tarafından kurulması mümkün olduğundan, fon kurucusu katılım bankası veya bunların iştiraki aracı kurumlar olan yatırım fonlarının İslami finans prensiplerine uygun olarak yatırım gerçekleştirmek üzere yatırım fonları kurdukları görülmektedir. Bununla birlikte, kurucusu katılım bankası olmayan ancak İslami finans araçlarına yatırım yapan fonlara da rastlanmaktadır. Bu fonlar, İslami endeksleri tam kopyalama yöntemiyle yatırım yapan endeks fonlar, kira sertifikalarına yatırım yapan fonlar ile altın/gümüş borsa yatırım fonlarıdır.

3.2. KATILIM FONLARINA İLİŞKİN MEVZUAT

3.2.1. Yatırım Fonları Tebliği'nde Yer Verilen Düzenlemeler

Yatırım Fonları Tebliği'nde yer alan düzenlemeler çerçevesinde Türkiye'de yatırım fonları “şemsiye fon” çatısı altında kurulmakta ve ihraç edilmektedir. Şemsiye fon, katılma payları tek bir içtüzük kapsamında ihraç edilen tüm fonları kapsayan yatırım fonudur.

Türkiye'de islami yatırım fonları da esas olarak “Katılım Şemsiye Fonu” çatısı altında kurulmakta olup, Katılım Şemsiye Fonu, şemsiye fon türlerinin yer aldığı Yatırım Fonları Tebliği'nin 6. maddesinde aşağıdaki gibi tanımlanmıştır:

“Portföyünün tamamı devamlı olarak, kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile Kurulca uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonları kapsayan şemsiye fonlar”.

Öte yandan, Katılım şemsiye fon altında kurulmaksızın islami finans esaslarına uygun bir şekilde yatırım gerçekleştirmek üzere unvanında “Katılım” ifadesine yer verilmek üzere farklı şemsiye fon çatıları altında kurulan islami yatırım fonları da bulunmaktadır.

Bunlardan biri “Serbest Şemsiye Fon” çatısı altında kurulan “Katılım Serbest” fonlarıdır. Serbest şemsiye fonlar, katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonları kapsayan şemsiye fonlardır.

Bir diğeri ise, “Hisse Senedi Şemsiye Fon” çatısı altında, ağırlıklı olarak (fon portföy değerinin %80’i oranında) ortaklık paylarına yatırım yapacak şekilde “Hisse Senedi Fonu” olarak kurulan katılım fonlarıdır. Bu fonlar, fon portföy değerinin en az %80’i devamlı olarak ortaklık paylarından oluşmak üzere kurulmaları halinde “Hisse Senedi Yoğun Fon” olarak kabul edilmektedir. Gelir Vergisi Kanunu’nun geçici 67. maddesi uyarınca Sermaye Piyasası Kanunu’na göre kurulan menkul kıymetler yatırım fonlarının katılma paylarının ilgili olduğu fona iadesi %10 oranında gelir vergisi tevfiğine tabidir. Ancak yine Gelir Vergisi Kanunu’nun geçici 67. maddesi uyarınca SPKn.’na göre kurulan menkul kıymetler yatırım fonlarından hisse senedi yoğun fon niteliğine sahip fonların katılma belgelerinin ilgili olduğu fona iadesinde %0 oranında gelir vergisi tevfiği uygulanır. Dolayısıyla katılım fonları hisse senedi şemsiye fonu çatısı altında “Hisse Senedi Yoğun Fon” olarak kurulduklarında yatırımcıların sahip oldukları katılma paylarının fona iadesinde gelir vergisi kesinti oranı %0 olarak uygulanmaktadır.

Dolayısıyla, Türkiye’de islami yatırım fonlarının, Katılım Şemsiye Fon çatısı altında payları ihraç edilmek üzere kurulan fonlar ile unvanlarında “Katılım” ifadesine yer verilmek suretiyle kurulmuş olan yatırım fonları olduğu anlaşılmaktadır. Söz konusu fonların, portföylerinin Yatırım Fonları Tebliği’nde yer alan esaslar çerçevesinde SPK tarafından uygun görülen faize dayalı olmayan para ver sermaye piyasası araçlarından oluşturulması gerekmektedir.

3.2.2. Diğer Düzenlemeler

SPK’nın yatırım fonlarına ilişkin düzenlemelere yer verdiği Kurul İlke Kararı olan “Yatırım Fonları Rehberi”nde 09.05.2017 yılında yapılan değişiklik ile, katılım fonlarının da, daha az riskli ve likit varlıklardan oluşan fonları tercih eden yatırımcılara sunabilecekleri kısa vadeli veya para piyasası araçlarından oluşan islami yatırım fonlarının ihraç edilmesine imkan tanınmıştır:

“Fon Tebliği’nin 6. maddesinin birinci fıkrasının (c) bendinde tanımlanan “Katılım Şemsiye Fonu”na bağlı olarak “para piyasası katılım fonu” ve “kısa vadeli kira sertifikaları katılım fonu” ihraç edilebilir. Para piyasası fonları ile kısa vadeli borçlanma araçları fonlarına ilişkin olarak Fon Tebliği ve Rehber’de yer alan hükümler bu fonlar

için de kıyasen uygulanır. Söz konusu fonlar, Fon Tebliği'nin Ek/4'ünde yer alan tabloda para piyasası fonları ile kısa vadeli borçlanma araçları fonları için belirlenmiş olan azami fon toplam gider oranına ilişkin sınırlamalara tabidir. Anılan fonlar tarafından fon portföyüne dahil edilen kira sertifikalarına ilişkin olarak Fon Tebliği'nin 24. maddesinin ikinci fıkrasında yer alan derecelendirme şartı varsa kira sertifikaları; aksi takdirde kira sertifikalarının fon kullanıcıları için aranır. Kira sertifikasının fon kullanıcılarının, yönetim kontrolü kamu kurum ve kuruluşlarına ait olan bir banka olması ve derecelendirme yapılabilmesi için gerekli olan şartların sağlanamaması halinde notun ilk defa alınmasına kadar geçen sürede anılan banka için söz konusu derecelendirme şartı aranmaz.”.

Söz konusu düzenleme ile birlikte, islami sermaye piyasaları alanında temel problemlerden biri olan likit varlıkların yaygın olmaması sorununa Türkiye’de islami yatırım fonları sektöründe oluşturulacak likit fonlar ile çözüm üretilmeye çalışılmıştır.

2017 yılsonu itibariyle baktığımızda, söz konusu değişiklik kapsamında kurulmuş olan 5 adet Kısa Vadeli Kira Sertifikası Katılım Fonu’nun bulunduğu görülmekle birlikte, “Para Piyasası Katılım Fonu”nun mevcut olmadığı görülmektedir.

Yatırım fonlarına ilişkin Rehber’de islami fonlar için geleneksel fonlardan farklı tasfiye esaslarının da belirlenmiş olduğu anlaşılmaktadır. Buna göre;

“Tasfiye edilen fonun katılım şemsiye fonu altında yer alan bir katılım fonu olması halinde, pay sahiplerinin satış talimatı beklenmeden pay satışları yapılarak elde edilen tutarların

1) Bir katılım şemsiye fonu altında yer alan, yatırımcı bilgi formunda açıklanan risk değeri üç veya daha düşük olan ve

- Portföy yönetim şirketi müşterileri için kurucunun uygun göreceği başka bir katılım fonunda portföy saklayıcısı nezdindeki yatırımcı hesabında nemalandırılması,

- Fonun katılma paylarının alım satımına aracılık eden dağıtım kuruluşunun yatırım kuruluşu olması halinde ise, yatırım kuruluşu nezdindeki yatırımcı hesabında yukarıda belirlenen esaslar çerçevesinde nemalandırılması veya

2) - *Portföy yönetim şirketi müşterileri için portföy saklayıcısı nezdindeki yatırımcı hesabında Kurulca uygun görülen getirisi faize bağlı olmayan ve katılım bankacılığı esaslarına uygun diğer sermaye piyasası araçlarında nemalandırılması,*

- *Fonun katılma paylarının alım satımına aracılık eden dağıtım kuruluşunun yatırım kuruluşu olması halinde ise, yatırım kuruluşu nezdindeki yatırımcı hesabında Kurulca uygun görülen getirisi faize bağlı olmayan ve katılım bankacılığı esaslarına uygun diğer sermaye piyasası araçlarında nemalandırılması*

zorunludur.”

Söz konusu düzenleme ile, islami yatırım fonlarının tasfiyesi aşamasının da islami finans esaslarına uygun bir şekilde gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır. Geleneksel yatırım fonlarında tasfiye sürecinde tasfiye bakiyesinin faiz getirisi sağlayan araçlarda değerlendirilmesi söz konusuyken katılım fonlarında faiz getirisi içermeyecek araçların nemalandırma için tercih edilmesi gerekliliği düzenlenmiştir.

3.3. TÜRKİYE’DE KATILIM FONU PİYASASI

İslami yatırım fonu olarak, 2017 yılsonu itibariyle Türkiye’de kurulmuş ve payları ihraç edilmiş yatırım fonu 42 adet olup, bunların çoğunluğunun fon portföyünün minimum %80’i kira sertifikalarından oluşmak üzere kurulmuş olan “Kira Sertifikası Katılım Fonları” olduğu anlaşılmaktadır.

Bu fonların kurucularına baktığımızda; 19 adet fonun kurucusunun katılım bankalarının iştirakleri olan veya böyle olmasa dahi islami esaslar çerçevesinde yatırım yapan portföy yönetim şirketleri tarafından kurulduğu, 23 adedinin ise geleneksel fon kurucusu da olan portföy yönetim şirketlerince kurulduğu anlaşılmaktadır.

Katılım fonlarının hangi türlerde kurulmuş olduğuna baktığımızda; 42 adet fonun, 21 adedi “Kira Sertifikası Fonu”, 7 adedi “Hisse Senedi Fonu”, 5 adedi “Serbest Fon”, 3 adedi “Altın Fonu” ve 6 adedi ise herhangi bir fon türüne dahil olmaksızın “Katılım Fonu” olarak kurulmuştur. 21 adet kira sertifikası fonunda 3 adedi ise kısa vadeli fonlardan oluşmaktadır.

Kira sertifikası fonu olarak kurulan Katılım fonlarında fon toplam değerinin minimum %80'i oranında kamu veya özel sektör kira sertifikalarına (sukuklara) yatırım yapılması söz konusudur. Geleneksel fonlardan borçlanma araçları fonlarının alternatifi diyebileceğimiz Kira sertifikası Fonları, yatırımcılarına yatırım yapılan sukuklardan elde edilen gelirler kullanılarak getiri sağlamayı amaçlamaktadır.

Hisse senedi fonu olarak kurulan katılım fonlarında ise fon toplam değerinin minimum %80'i oranında islam hukukuna uygun ortaklık paylarına yatırım yapılmaktadır. Bunlardan ikisi endeks takip etmek suretiyle yatırımlarını gerçekleştirmektedir.

Serbest fonlar ise payları nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilen fonlar olup, mevzuattaki yatırım sınırlamalarına tabi olmaksızın serbest bir şekilde yatırımlarını gerçekleştirirler. Katılım serbest fonları da bu çerçevede herhangi bir minimum veya maksimum sınırlama olmaksızın İslami finans prensiplerine uygun yatırım araçlarına yatırım yapmaktadır.

Son olarak altın fonları ise fon toplam değerinin minimum %80 oranında altın ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaktadır.

Türkiye'de islami yatırım fonlarının/katılım fonlarının islami finans prensiplerine uygunluğunu kontrol edecek Şer'i Denetim Otoritesi/Kurulu gibi bir yapı mevcut değildir. Katılım fonu kurucularının çoğunluğunun aynı zamanda geleneksel yatırım fonu kurucusu da olduğu düşünüldüğünde fonların islami finans ilkelere uyumluluğunun nasıl sağladığı, denetim yapılıp yapılmadığı soruları ortaya çıkmaktadır.

Mevcut katılım fonlarının paylarının ihracına ilişkin izahnameler incelendiğinde, fonların yatırım yapacakları para ve sermaye piyasası araçlarının İslami finans esaslarına uygun olup olmadığının kontrolü amacıyla fona dışarıdan İslami finans danışma kurulları atanması yoluna gidildiği görülmektedir. Bu kurullar, İslami finans danışmanlığı amacıyla kurulmuş akademilerden hizmet alınması yoluyla oluşturulduğu gibi bazı fonlarda iştiraki oldukları katılım bankalarının bu amaçla kurulmuş danışma/uyum komitelerinden hizmet alınması yoluyla oluşturuldukları görülmektedir.

Ancak mevcut durumda 13 adet katılım fonunun izahnamesinde İslami finans danışma kurulundan hizmet alınacağı yönünde bir ifadeye rastlanmamıştır. Bu fonların yatırım yapabilecekleri varlık dağılımı incelendiğinde çoğu fonun yatırım yapabileceği varlıklar arasında faiz içeren/içerebilecek varlıklara yer verilmediği görülmektedir. Buna karşın bu fonlardan ortaklık paylarına yatırım yapabilecek olanların, payların şer'i hükümlere uygunluğu hususunda denetimin nasıl gerçekleştirileceği sorusu akla gelmektedir.

Diğer taraftan, Borsa İstanbul A.Ş. tarafından hesaplanan Katılım 30 ve Katılım 50 Endeksleri'nde yer alan ortaklık paylarına yatırım yapılması islami yatırım fonlarının ortaklık paylarına gerçekleştireceği yatırımlarda payların islami finans prensiplerine uyumluluğunun sağlanması açısından yardımcı olmaktadır. Söz konusu endekslere Bizim Menkul Değerler A.Ş. ve Türkiye Katılım Bankaları Birliği'nin danışmanlığı ile yalnızca şer'i hükümlere uyumlu olan şirket payları dahil edilmekte olup, her bir endeks için danışma kurulları belirlenmiştir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE KURULU İSLAMİ YATIRIM FONLARI İLE GELENEKSEL YATIRIM FONLARININ KARŞILAŞTIRILMALI OLARAK ANALİZ EDİLMESİ

4.1. LİTERATÜR

Türkiye’de yatırım fonlarına ilişkin olarak performans karşılaştırılması amacıyla yapılmış akademik çalışmalar mevcut olmakla birlikte; İslami yatırım fonlarının, mevzuattaki ifadesiyle katılım fonlarının, ihraç edilmeye başladığı 2014 yılından bu yana talep gören, dikkat çekici bir sermaye piyasası aracı olmasına karşın, katılım fonlarının yapısının, özelliklerinin ve geleneksel yatırım fonlarından farklılıklarının ortaya konulmasına ilişkin bir çalışma yapılmamış olduğu görülmüştür.

Dünya geneline baktığımızda ise islami yatırım fonlarının incelendiği ve islami yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonlarının performans bazlı karşılaştırmalı olarak analiz edildiği çalışmalar göze çarpmaktadır:

Fadillah Mansor tarafından 2012 yılında yapılan “*Investment Performance Of Islamic Versus Conventional Mutual Funds: Evidence From Malaysia*” isimli Avusturalya La Trobe Üniversitesi Doktora Tezi çalışmasında; Malezya’da kurulmuş islami yatırım fonları ve geleneksel yatırım fonlarının performanslarının karşılaştırılması amaçlanmıştır. Çalışmada, Malezya’daki çalışma kapsamına dahil edilen islami yatırım fonları ve geleneksel yatırım fonlarının 1990-2009 yılları arasındaki performanslarının incelenmesi sonucunda, kriz öncesi ve kriz dönemlerinde islami yatırım fonlarının geleneksel yatırım fonlarına göre daha iyi bir performansa sahip olduğu, kriz dışı dönemlerde ise geleneksel yatırım fonlarının islami yatırım fonlarına göre daha iyi bir performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır (Mansor, 2012).

Pakistan ISRA Üniversitesinden Hummaira Jabeen ve Javaid Dars tarafından yapılan “*Comparison between Islamic and Conventional Mutual Funds in Pakistan*” isimli araştırmada ise Pakistan’daki islami ve geleneksel fonlarının performanslarının net varlık değerleri temel alınarak Sharpe rasyosu, Treynor endeksi ve Jensen Alpha endeksi kullanılması suretiyle karşılaştırılması amaçlanmıştır. Çalışma sonucunda, islami fonların

2007-2012 tarih aralığında geleneksel yatırım fonlarına göre daha düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşın kriz dönemlerinde islami yatırım fonlarının krizden korunduğunu tespit edilmiştir (Jabeen & Dars).

Norafiqah Bt Norman, Mahmoud Khalid Almsafir ve Ayman Smadi tarafından yapılan “*Comparative Study of Conventional and Shariah-based Unit Trust Funds Performance of Public Mutual Berhad*” isimli çalışmada, Malezyada bir tröst şirketinin islami hisse senedi fonları ile geleneksel hisse senedi fonları karşılaştırmalı analize tabi tutulmuştur. Çalışmada, geleneksel tröst fonlarının islami tröst fonlarına göre kriz dönemleri dışında daha iyi performans gösterdiğini buna karşın islami tröstlerin standart sapmalarının daha düşük olması nedeniyle kriz dönemlerinde daha az risk taşıdıkları, piyasadaki değişimlere daha az duyarlı oldukları ortaya koyulmuştur (Norman, Almsafir, & Smadi, 2013).

Son olarak, Said Elfakhani, M Kadir Hassan ve Yusuf Sidani tarafından yapılan “*Comparative Performance of Islamic Versus Secular Mutual Funds*” isimli çalışmada ise, islami yatırım fonları ve geleneksel fonların benchmarklarına göre performansları karşılaştırılmış; islami yatırım fonlarında da geleneksel fonlarda olduğu gibi benchmarkın altında ve üstünde getiriye sahip fonların mevcut olduğu, bu çerçevede geleneksel fonlara alternatif olarak farklı bir sonuç ortaya koymadıkları tespit edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, yatırımcıların durgunluk dönemlerinde islami yatırım fonlarını tercih edebilecekleri tespitine yer verilmiştir (Elfakhani, Hassan, & Sidani, 2005).

4.2. ANALİZİN AMACI VE ÖNEMİ

Dünya genelinde olduğu gibi, Türkiye’de islami yatırım fonları, mevzuattaki ifadesiyle katılım fonları, geleneksel yatırım fonlarına göre kısa bir geçmişe sahip olup, görece yeni sermaye piyasası araçlarıdır. Türkiye’de 2014 yılı itibariyle ihraç edilmeye başlayan islami yatırım fonlarının, hem küçük yatırımcılara hem de faiz hassasiyeti bulunan yatırımcılara hitap eden bir sermaye piyasası aracı olması nedeniyle, Türkiye’de sermaye piyasalarının gelişmesinde önemli bir yere sahip olduğu düşünülmektedir.

Bu kapsamda, çalışmanın amacı, Türkiye’de yeni bir yatırım aracı olarak islami yatırım fonlarının/katılım fonlarının yatırımcılara geleneksel yatırım fonlarına kıyasla nasıl bir

alternatif sunduğunun tespit edilmesidir. Bu çerçevede, islami yatırım fonları 2014-2017 yılları arasında portföy büyüklüğü, portföy çeşitliliği, getiri ve performans bazında geleneksel yatırım fonları ile karşılaştırmalı olarak analiz edilecektir.

Türkiye’de islami yatırım fonları ve islami yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonlarının (getiri, performans vs. açısından) karşılaştırılmasına yönelik olarak yapılmış bir çalışmaya rastlanmamakla birlikte literatür başlığı altında yer verildiği üzere iki fon türünün performanslarının karşılaştırılmasına yönelik yabancı çalışmalar mevcuttur. Bu çalışmalarda elde edilen sonuçlardan anlaşıldığı üzere dünya genelinde islami yatırım fonları kriz dönemlerinde geleneksel yatırım fonlarına göre daha iyi bir performansa sahip iken kriz dışı dönemlerde performansları çok farklılaşmamakta hatta çalışmaların çoğunda performans olarak daha zayıf kaldıkları belirtilmektedir.

İslami yatırım fonları Türkiye’de kısa bir geçmişe sahip olması nedeniyle, kriz dönemlerindeki performanslarına ilişkin bir tespite yer verilmeyecektir. Bununla birlikte, literatürdeki diğer örneklerden farklı olarak bu çalışmanın amacı yalnızca performansların karşılaştırılması değil, bu yeni aracın gösterdiği gelişimin ortaya koyulması, yatırımcıya nasıl bir portföy çeşitliliği, nasıl bir getiri sunduğunun tespit edilmesidir.

Bu çerçevede, öncelikle yeni bir yatırım aracı olan katılım fonlarının 2014-2017 aralığında yıl sonları itibariyle fon toplam değerlerinin geleneksel fonlarla karşılaştırılması suretiyle; dört yıllık süreçte fonların geleneksel yatırım fonlarıyla karşılaştırıldığında ne kadar büyüdüğünün ve bu kapsamda talep gören bir yatırım aracı olup olmadığının tespit edilmesi söz konusu olacaktır.

İkinci olarak, katılım fonları ile geleneksel fonların 2014-2017 aralığında yıl sonları itibariyle portföylerindeki varlık dağılımlarının karşılaştırılması suretiyle, islami yatırım fonlarının geleneksel fonlara kıyasla yatırımcıya nasıl bir portföy çeşitliliği sunabildiği gözlemlenecektir.

Üçüncü olarak, 2014-2017 aralığında yıl sonları itibariyle katılım fonları ile geleneksel fonların yıllık ortalama getirilerinin karşılaştırılarak, islami yatırım fonlarının geleneksel yatırım fonlarına kıyasla yatırımcıya vaaddettiği getirinin ne olduğu tespit edilecektir.

Son olarak, yine 2014-2017 aralığında yıl sonları itibariyle katılım fonları ile geleneksel fonların performanslarına bakılarak, islami yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonlarının risk bazlı performansları karşılaştırılacaktır.

4.3. ANALİZİN KAPSAM VE SINIRLARI

Analiz kapsamına dahil edilecek olan fonlar yalnızca yatırım fonları olup; borsa yatırım fonları ile özel nitelikli fonlar olan gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonları analiz kapsamına alınmamıştır. Yine yalnızca yatırım fonlarının analiz kapsamında olması nedeniyle, islami finans prensiplerine uygun olarak yönetilen emeklilik yatırım fonları da kapsam dışında bırakılmıştır.

İslami yatırım fonları ve geleneksel yatırım fonlarının karşılaştırmalı olarak analiz edilmesi kapsamında söz konusu fon kategorilerinin yıllar itibariyle portföy büyüklükleri, portföy dağılımları, ortalama getirileri ve performansları karşılaştırılmıştır. Karşılaştırmada kullanılan veriler, FİNNET Fon Expert programı, SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.’den elde edilmiş olup, veriler FİNNET Fon Expert programı ve Windows Excel kullanılması suretiyle analize tabi tutulmuştur.

Fonların getirilerinin ve performanslarının karşılaştırılmasında, payları nitelikli yatırımcılara halka arz edilmiş olan ve yönetim yapısı itibariyle serbestlik içeren “Serbest fonlar”, analiz kapsamı dışında bırakılmıştır.

4.4. ANALİZİN BULGU VE SONUÇLARI

4.4.1. Portföy Büyüklükleri

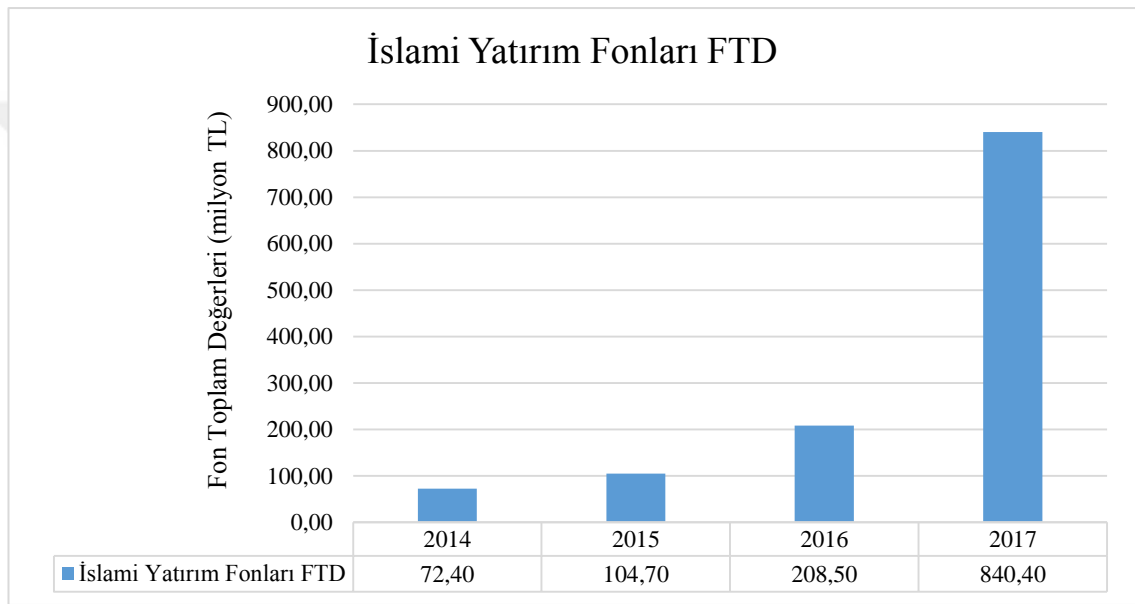
Portföy büyüklüklerinin incelenmesi için, SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.’den çalışma kapsamına dahil edilen islami yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonlarının 2014, 2015, 2016 ve 2017 yıl sonları itibariyle fon toplam değerleri elde edilmiştir.

Fon toplam değeri (FTD), fon portföyündeki varlıkların değerlendirilmesi neticesinde bulunan fon portföy değerine varsa diğer varlıkların ve alacakların eklenmesi ve borçların

düşülmesi suretiyle ulaşılan değeri ifade etmektedir. Fonların gerçek büyüklüklerinin ve gelişimlerinin izlenebilmesi amacıyla fon toplam değerleri esas alınmıştır.

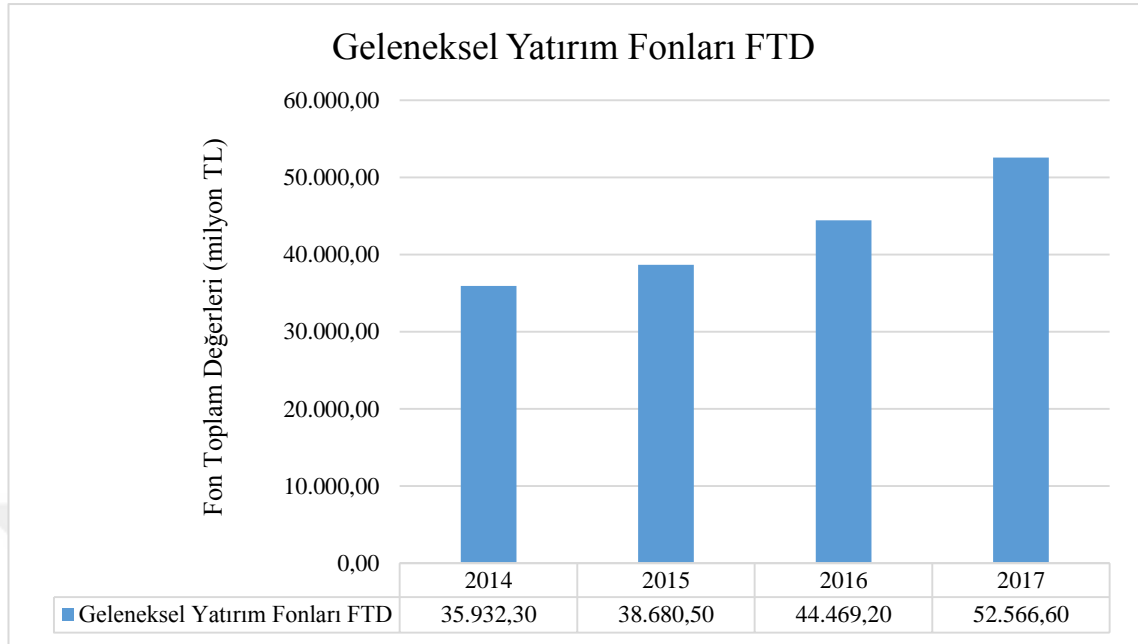
SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'den temin edilen FTD verileri kullanılmak suretiyle tarafımızca oluşturulmuş islami yatırım fonları ve geleneksel yatırım fonlarının 2014-2017 tarih aralığında yıl sonları itibariyle fon toplam değerleri grafiklerine aşağıda yer verilmektedir:

Grafik 4.1. İslami Yatırım Fonlarının Fon Toplam Değerleri (2014-2017)



Kaynak: SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'den elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

Grafik 4.2. Geleneksel Yatırım Fonlarının Fon Toplam Değerleri (2014-2017)



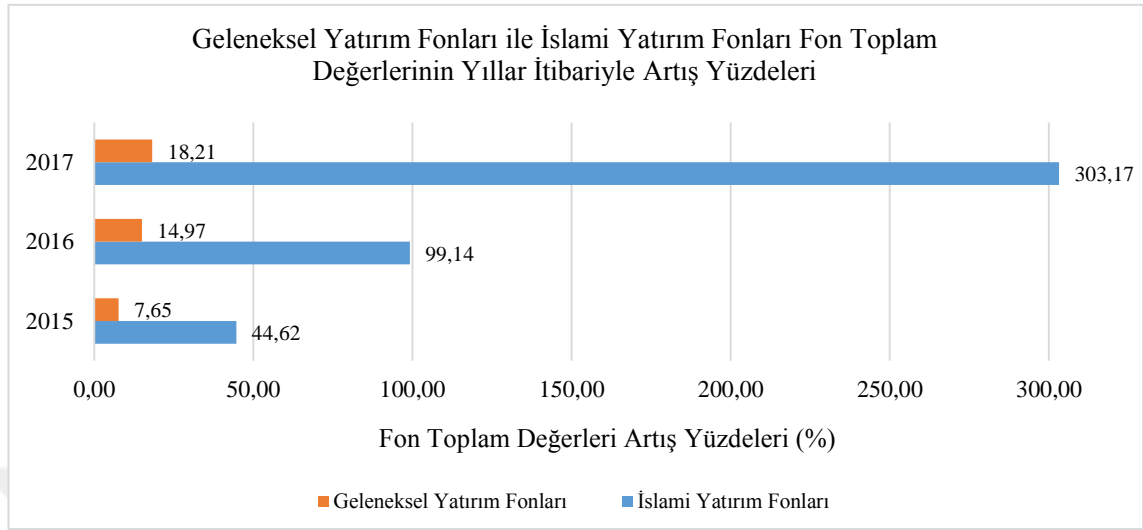
Kaynak: SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'den elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

Grafiklerde görüldüğü üzere 2017 yılsonu itibariyle islami yatırım fonlarının/katılım fonlarının fon toplam değeri 840 milyon TL civarında iken geleneksel yatırım fonlarının toplam değerleri 52.566 milyon TL civarındadır. İslami yatırım fonlarının, geleneksel yatırım fonlarına göre geç bir tarihte ortaya çıkmış olmaları sebebiyle, fon sayılarında olduğu gibi fon toplam değeri geleneksel yatırım fonlarına kıyasla geride kaldığı değerlendirilmektedir. Ancak burada asıl önemli olan iki fon kategorisinin 2014-2017 tarih aralığında gösterdiği ilerlemenin izlenmesidir.

Bu çerçevede, islami yatırım fonları ilk olarak 2014 yılında kurulmaya başlamış fon kategorisi olarak yaklaşık 4 yıllık süreçte fon toplam değeri yaklaşık 11,6 kat (% 1060,77) büyüyerek, 72.378.959,24 TL'den 840.412.724,74 TL'ye ulaşmıştır. Geleneksel yatırım fonları ise bu süreçte yaklaşık 1,5 kat (%46,30) büyüyerek 35.932.334.959,39 TL'den 52.566.552.983,95 TL'ye ulaşmıştır.

Aşağıdaki tarafımızca oluşturulan grafikte her iki fon kategorisinin fon toplam değerlerinde yıllar itibariyle artış yüzdelerine yer verilmektedir.

Grafik 4.3. Geleneksel Yatırım Fonları ile İslami Yatırım Fonları Fon Toplam Değerlerinin Yıllar İtibariyle Artış Yüzdeleri



Kaynak: SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'den elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır

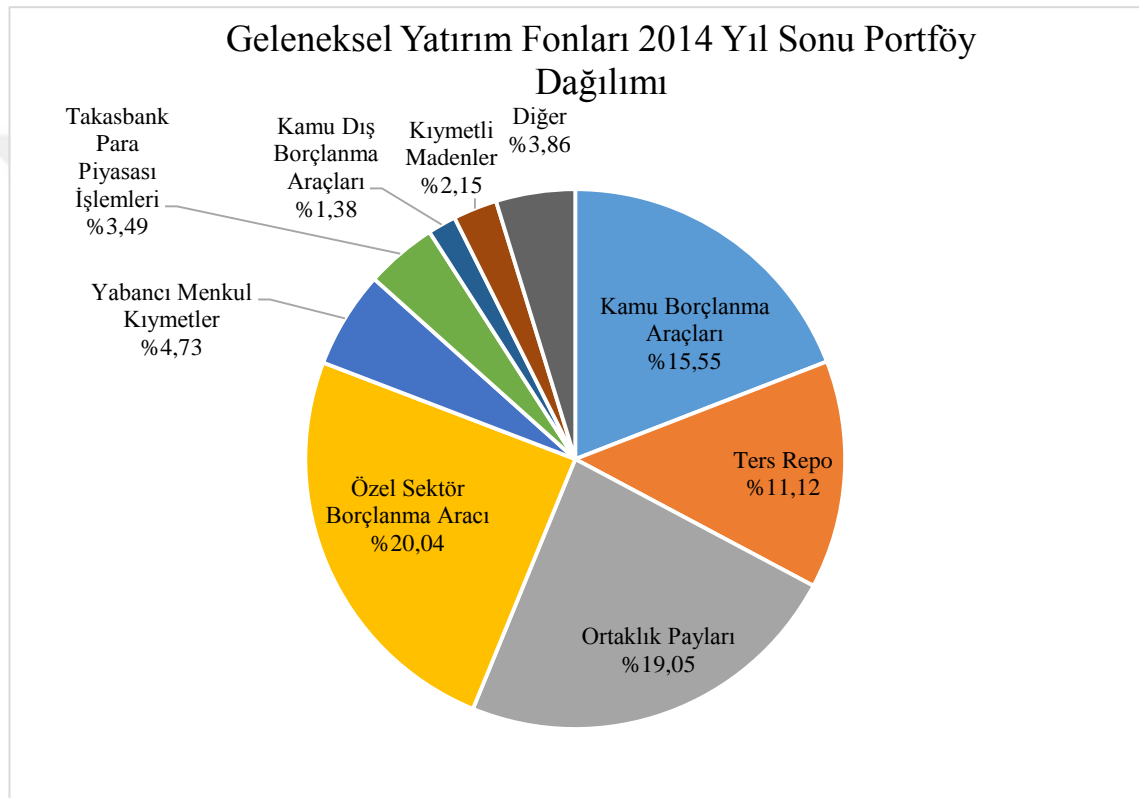
Bu kapsamda, Türkiye'de islami yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonlarının 2014-2017 tarih aralığında yıl sonları itibariyle fon toplam değerleri analiz edildiğinde; geleneksel yatırım fonlarına göre yeni bir araç olan islami yatırım fonlarının kurulmaya başladıkları 2014 yılı itibariyle kayda değer bir büyüme göstererek fon toplam değerini yaklaşık 12 kat artırdığı, bu süreçte geleneksel yatırım fonlarının ise 1,5 kat büyüme gösterebildiği tespit edilmiştir. Dolayısıyla, islami yatırım fonlarının geleneksel yatırım fonlarına kıyasla 8 kat daha fazla büyüme gösteren bir sektör olduğu anlaşılmaktadır. İki fon kategorisi arasındaki büyüme oranındaki farklılık islami yatırım fonlarının yeni bir araç olması nedeniyle ortaya çıkan baz etkisidir. Dolayısıyla her ne kadar islami yatırım fonları dört yıllık süreçte geleneksel yatırım fonlarına göre 8 kat daha fazla büyüme göstermiş gibi görünse de, islami yatırım fonları baz etkisinden dolayı hızlı bir artış trendine sahip olabilmektedir.

Ancak, İslami yatırım fonlarının, dört yıllık süreçte fon toplam değerinin yaklaşık 11,6 kat (% 1060,77) büyümesi ve 2017 yıl sonuna geldiğimizde henüz yalnızca 42 adet katılım fonu bulunmasına karşın bu fonların toplam değeri 840.412.724,74 TL'ye ulaşmış olması, islami yatırım fonlarının Türkiye'de gelişme potansiyeli gösteren bir araç olduğuna işaret etmektedir.

4.4.2. Portföy Dağılımları

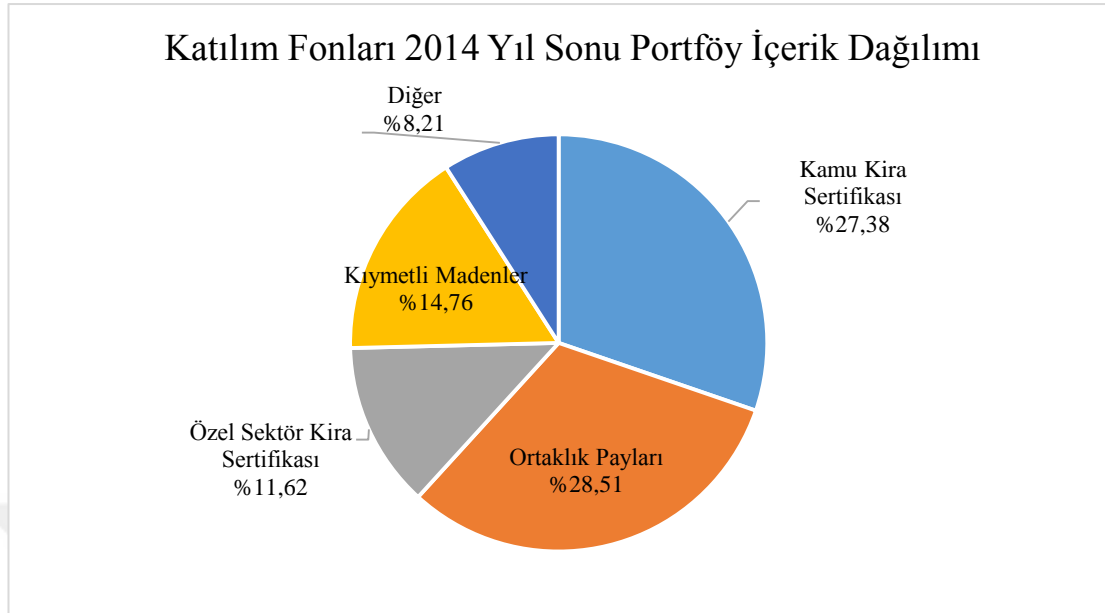
Çalışma kapsamına dahil edilen islami yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonlarının 2014, 2015, 2016 ve 2017 yıl sonları itibariyle SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'den elde edilen portföy dağılımı verileri kullanılarak tarafımızca oluşturulmuş grafiklere aşağıda sırasıyla yer verilmiştir:

Grafik 4.4. Geleneksel Yatırım Fonları 2014 Yılı Portföy Dağılımı



Kaynak: SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'den elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

Grafik 4.5. Katılım Fonları 2014 Yılı Portföy Dağılımı



Kaynak: SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. 'den elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

2014 yıl sonu itibariyle geleneksel yatırım fonları ve katılım fonlarının portföy dağılımlarını incelediğimizde;

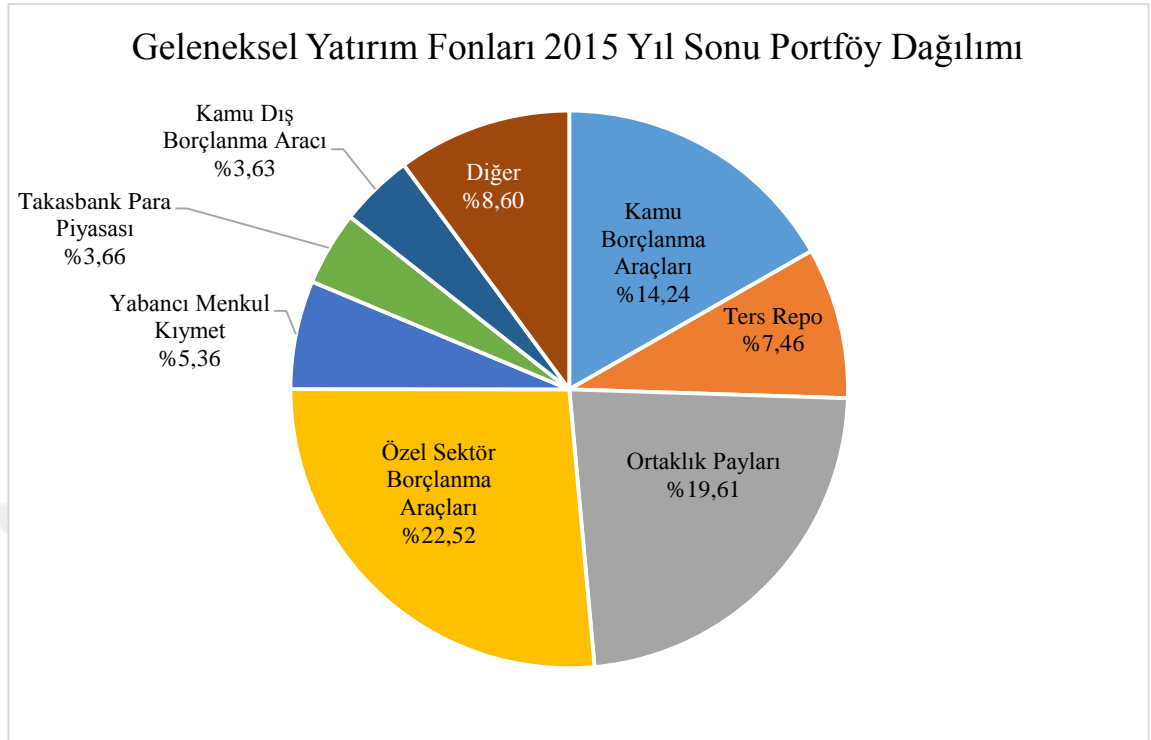
- Geleneksel yatırım fonlarının portföylerinin ağırlıklı olarak (%35,59) borçlanma araçlarından meydana geldiği, katılım fonlarının portföylerinin de geleneksel yatırım fonlarına paralel bir şekilde ağırlıklı olarak kira sertifikalarından (sukuk) meydana geldiği ancak geleneksel yatırım fonlarında ağırlık özel sektör borçlanma araçlarındayken katılım fonlarında ağırlığın kamu kira sertifikalarında olduğu,

- Her iki fon kategorisinde de ortaklık paylarının ikinci sırada yer aldığı,

- Geleneksel yatırım fonlarının portföylerinde küçük bir orana (%2,15) sahip olan kıymetli madenler; katılım fonlarının portföyünün dahil edilebilecek yatırım araçlarının çeşitliğinin az olması sebebiyle kira sertifikaları ve ortaklık paylarını takiben fon portföyünün önemli bir bölümünün (%14,76) oluşturduğu

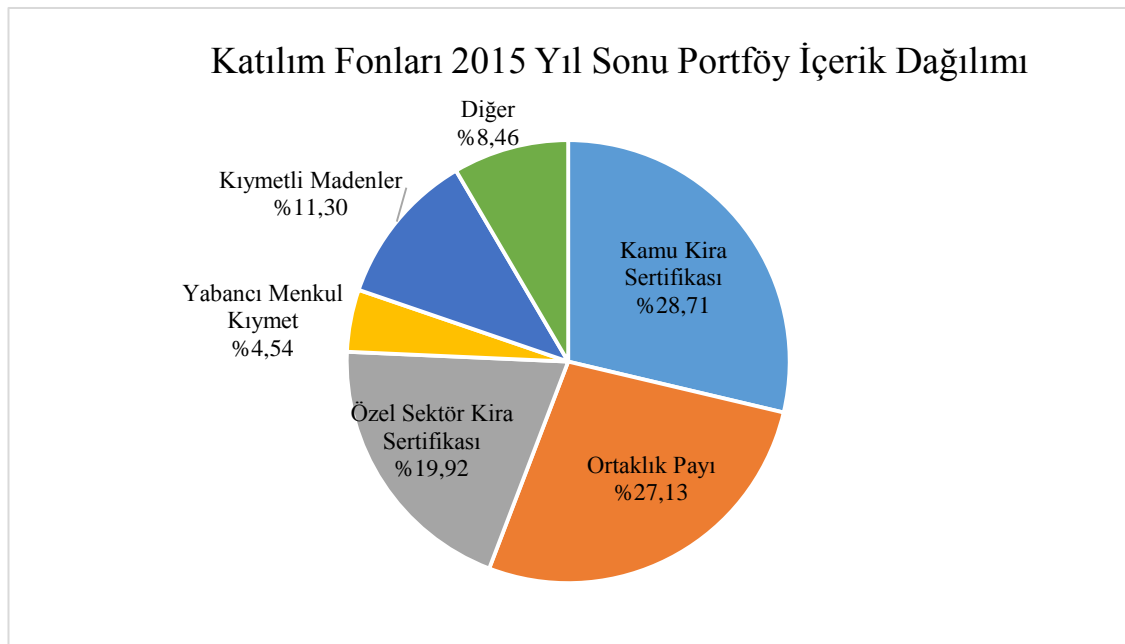
anlaşılmaktadır.

Grafik 4.6. Geleneksel Yatırım Fonları 2015 Yılı Portföy Dağılımı



Kaynak: SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. 'den elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

Grafik 4.7. Katılım Fonları 2015 Yılı Portföy Dağılımı

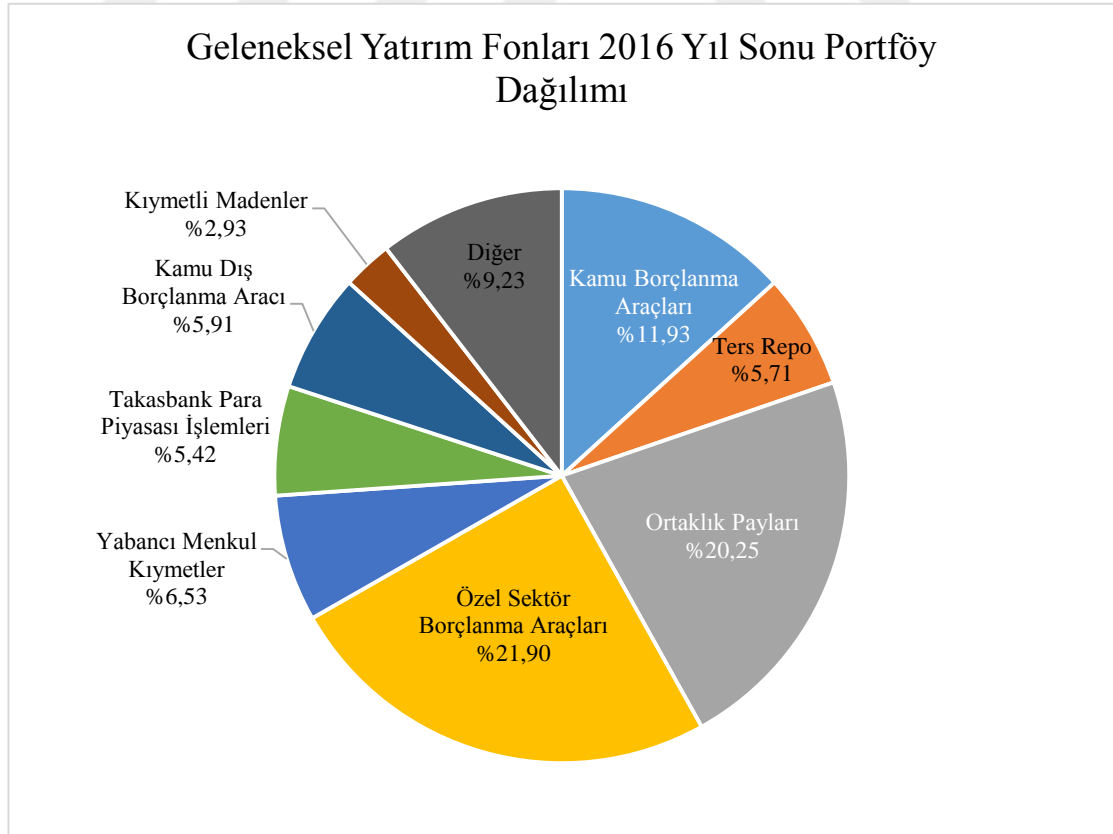


Kaynak: SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. 'den elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

2015 yıl sonu itibariyle geleneksel yatırım fonları ve katılım fonlarının portföy dağılımlarını incelediğimizde;

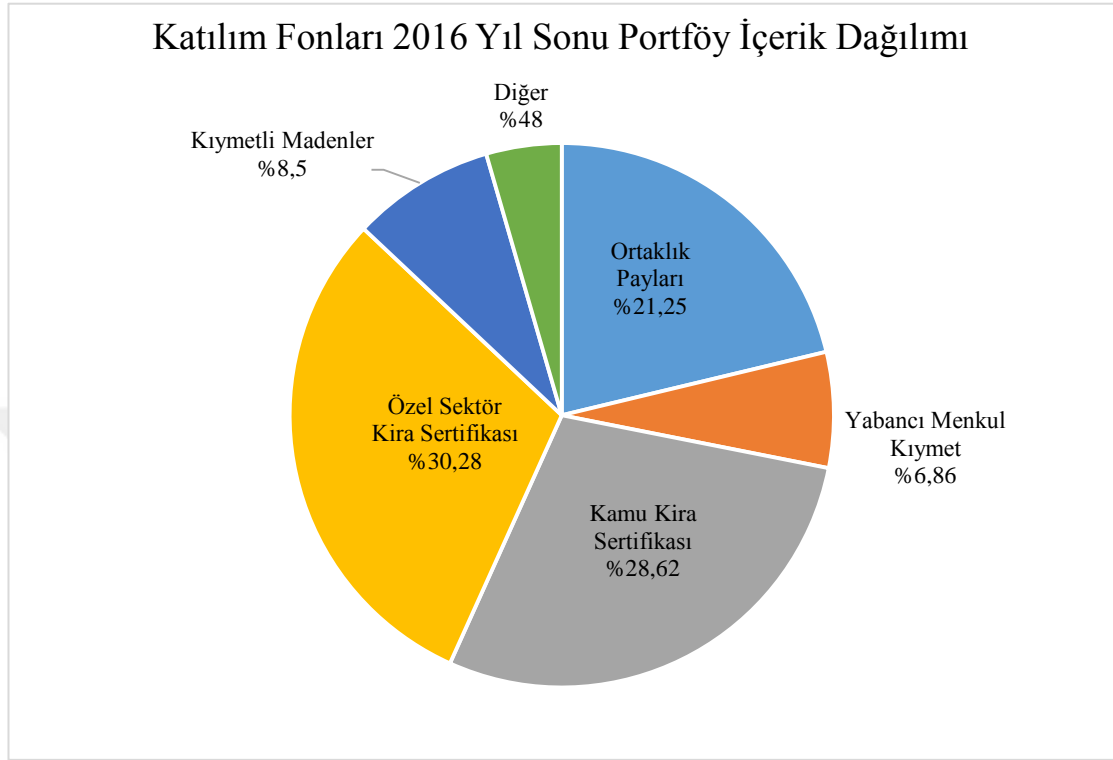
- Fonların portföylerinde yine borçlanma araçları ve kira sertifikalarının ağırlıklı olduğu, ikinci sırada ise ortaklık paylarının yer aldığı,
- Katılım fonlarında önceki yıla göre özel sektör kira sertifikalarına yapılan yatırımda önemli oranda (%8) artış olduğu, özel sektör kira sertifikası yatırımlarında meydana gelen artışa paralel olarak kıymetli madenlere yapılan yatırımlarda azalma meydana geldiği,
- Özel sektör kira sertifikalarına yapılan yatırımda meydana gelen artış sonucunda, katılım fonlarının portföylerinin yaklaşık %50'sinin kira sertifikalarından oluştuğu anlaşılmaktadır.

Grafik 4.8. Geleneksel Yatırım Fonları 2016 Yılı Portföy Dağılımı



Kaynak: SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. 'den elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

Grafik 4.9. Katılım Fonları 2016 Yılı Portföy Dağılımı



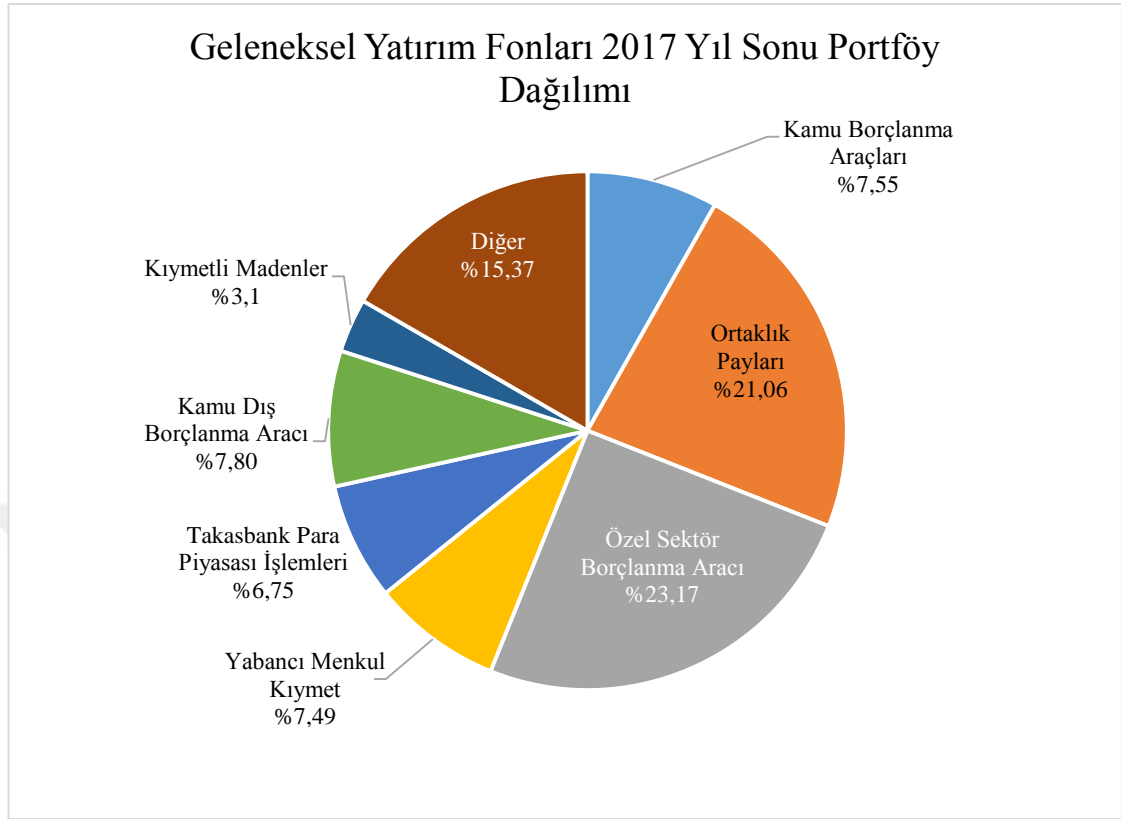
Kaynak: SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. 'den elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

2016 yıl sonu itibariyle geleneksel yatırım fonları ve katılım fonlarının portföy dağılımlarını incelediğimizde;

- Katılım fonlarında özel sektör kira sertifikaları büyüklüğünün önceki yıla göre yine artış göstererek %30'a ulaştığı, bu kapsamda katılım fonlarının portföylerinin %60 civarında kira sertifikalarından meydana gelmeye başladığı,
- Katılım fonlarında yine önceki yıla göre kıymetli madenlere yapılan yatırımlarda azalma meydana geldiği,
- Geleneksel yatırım fonlarının ise portföy dağılımının yaklaşık olarak değişmemiş olduğu

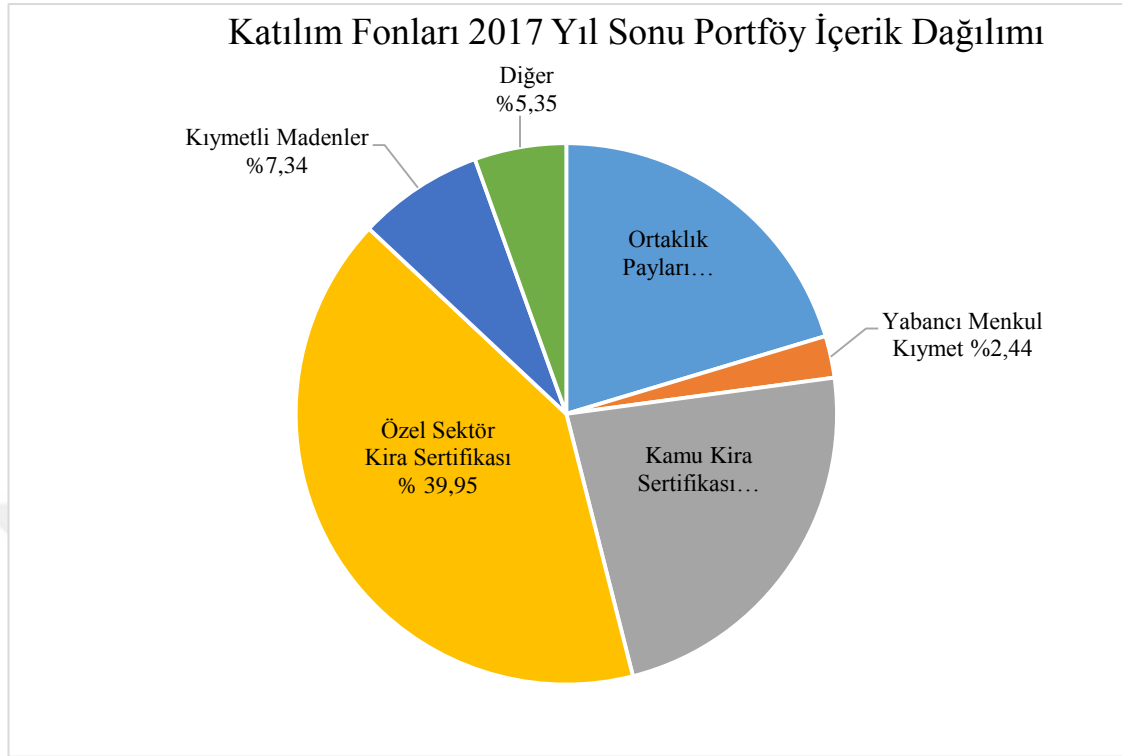
anlaşılmaktadır.

Grafik 4.10. Geleneksel Yatırım Fonları 2017 Yılı Portföy Dağılımı



Kaynak: SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. 'den elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

Grafik 4.11. Katılım Fonları 2017 Yılı Portföy Dağılımı



Kaynak: SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'den elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

2017 yıl sonu itibariyle geleneksel yatırım fonları ve katılım fonlarının portföy dağılımlarını incelediğimizde ise geleneksel yatırım fonlarının da katılım fonlarının da portföy yapılarında önceki yıla göre birçok değişiklik meydana gelmediği görülmektedir.

2014-2017 tarih aralığında katılım fonları ve geleneksel yatırım fonlarının portföy dağılımlarının yıl sonları itibariyle portföy dağılımlarının incelenmesinden;

- 2015 yılında geleneksel yatırım fonlarında özel sektör borçlanma araçlarına yapılan yatırımın kamu borçlanma araçlarına kıyasla daha fazla olduğu ve sonraki yıllarda da bu şekilde devam ettiği; katılım fonlarında ise 2015 yılında kamu kira sertifikası ağırlıklıyken izleyen yıllarda özel sektör kira sertifikalarının ağırlık kazandığı görülmektedir.

- Katılım fonlarının yatırım fonlarına kıyasla daha az yatırım aracı alternatifine sahip olması sebebiyle dört yıllık süreçte portföylerindeki varlık çeşitliliğinde çok fazla değişiklik meydana gelmemiştir. Ancak 2017 yılı itibariyle tutarının küçük olması

sebebiyle “Diğer” kategorisi altında izlenen “vaad sözleşmeleri”nin geleneksel fonlardaki “ters repo sözleşmeleri”ne alternatif olarak katılım fonları portföyüne dahil edilmeye başladığı anlaşılmaktadır.

- Yine katılım fonlarında çeşitliliğin az olması ve diğer taraftan katılım fonlarının çoğunluğunun kira sertifikası fonu olması sebebiyle portföy dağılımında kira sertifikalarının, geleneksel yatırım fonlarındaki borçlanma araçlarına kıyasla yaklaşık iki kat olduğu görülmektedir.

Bu çerçevede, mevcut durumda katılım fonlarının geleneksel yatırım fonlarına kıyasla portföy çeşitliliğinin sınırlı kaldığı ve portföylerinin yaklaşık %60’ının kira sertifikalarından oluşturulduğu görülmektedir. Bu durumun temel nedeni katılım fonlarının çoğunluğunun kira sertifikası fonu olmasından kaynaklanmaktadır. Ancak portföydeki kira sertifikası yatırımlarını dışarıda bıraktığımızda da, katılım fonları portföylerinde geleneksel fonlarda yer alan çeşitli yatırım araçlarına alternatiflerin henüz geliştirilememiş olduğu anlaşılmaktadır. Son yıllarda vaad veya teverruk işlemlerinin fon portföyüne dahil edilmesi yönünde eğilimler görülmektedir. Ancak bu uygulamalar henüz yaygınlaşmamıştır.

4.4.3. Getirileri

İslami yatırım fonları ve geleneksel yatırım fonlarının getirilerinin karşılaştırılarak analiz edilirken, analizden daha sağlıklı bir sonuç elde edilebilmesi amacıyla her iki fon kategorisinden birbirlerine alternatif olarak kabul edilebilecek fon türlerinin 2014, 2015, 2016 ve 2017 yıllarında ortalama getirilerinin kendi aralarında karşılaştırılması yoluna gidilmiştir.

Bu kapsamda karşılıklı olarak analize tabi tutulan fon türlerine ilişkin olarak tarafımızca hazırlanan 4.1. numaralı tabloya aşağıda yer verilmektedir:

Tablo 4.1. Analize Dahil Edilen Fon Türleri				
İslami Yatırım Fonları	Açıklama	Geleneksel Yatırım Fonları	Açıklama	
Hisse Senedi Fonları	Endeks takip edenler hariç	Hisse Senedi Fonları	Endeks takip edenler hariç	
Kira sertifikası fonları	Kısa vadeli kira sertifikası fonları hariç	Borçlanma Araçları Fonları	“Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonları”, “Kamu Borçlanma Araçları Fonları” ve Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları dahil edilmemiştir.	
Altın Katılım Fonları		Altın Fonları		
Döviz Fonlar	Yabancı Fonlar dahil edilmemiştir.	Döviz Fonlar	Yabancı Fonlar dahil edilmemiştir.	

Bu çerçevede, fon türleri dört gruba ayrılmak suretiyle karşılaştırmaya tabi tutulmuştur². Analiz gruplarına ilişkin olarak tarafımızca hazırlanan 4.2. numaralı tabloya aşağıda yer verilmektedir:

Tablo 4.2. Analiz Grupları		
	İslami Yatırım Fonu Türü	Geleneksel Yatırım Fonu Türü
1. Grup	Kira Sertifikası Katılım Fonları	Borçlanma Araçları Fonları
2. Grup	Hisse Senedi Fonları	Hisse Senedi Fonları
3. Grup	Altın Katılım Fonları	Altın Fonları
4. Grup	Dövizli Fonlar	Dövizli Fonlar

Bununla birlikte fonların getiri verilerine ilişkin bilgiler şu şekildedir:

- 01.01-31.12.2014, 01.01-31.12.2015, 01.01-31.12.2016 ve 01.01-31.12.2017 tarih aralıklarında fonların ortalama getirileri FİNNET Fon Expert programından elde edilmiştir.

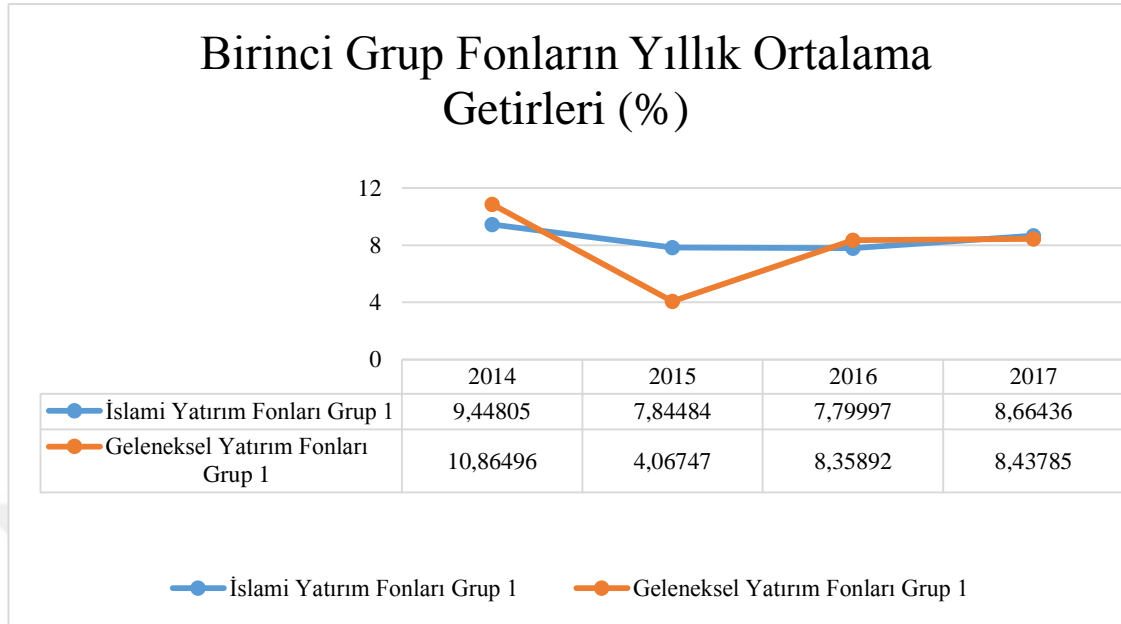
² Katılım fonlarında unvanında kira sertifikası, hisse senedi, altın veya döviz ibaresi bulunmayan fonlar, portföylerindeki ağırlıklı varlıkların türüne göre gruplara dahil edilmiştir.

- Söz konusu dönemlerin tamamında getirisi oluşmamış olan fonlar ortalamaya dahil edilmemiştir.
- Fonların grup ortalama getirileri Windows Excel üzerinde hesaplanmış ve grafikleri hazırlanmıştır.

Analize yıllar itibariyle dahil edilen fon sayılarına ilişkin olarak tarafımızca hazırlanmış 4.3. numaralı tabloya aşağıda verilmiştir:

Tablo 4.3. Analiz Grupları İtibariyle Fon Sayıları				
	2014	2015	2016	2017
1. Grup İslami Yatırım Fonları	6	8	13	17
1. Grup Geleneksel Yatırım Fonları	26	27	27	28
2. Grup İslami Yatırım Fonları	6	6	7	7
2. Grup Geleneksel Yatırım Fonları	36	36	38	40
3. Grup İslami Yatırım Fonları	2	2	3	3
3. Grup Geleneksel Yatırım Fonları	11	11	11	11
4. Grup İslami Yatırım Fonları	-	-	2	3
4. Grup Geleneksel Yatırım Fonları	4	7	7	11

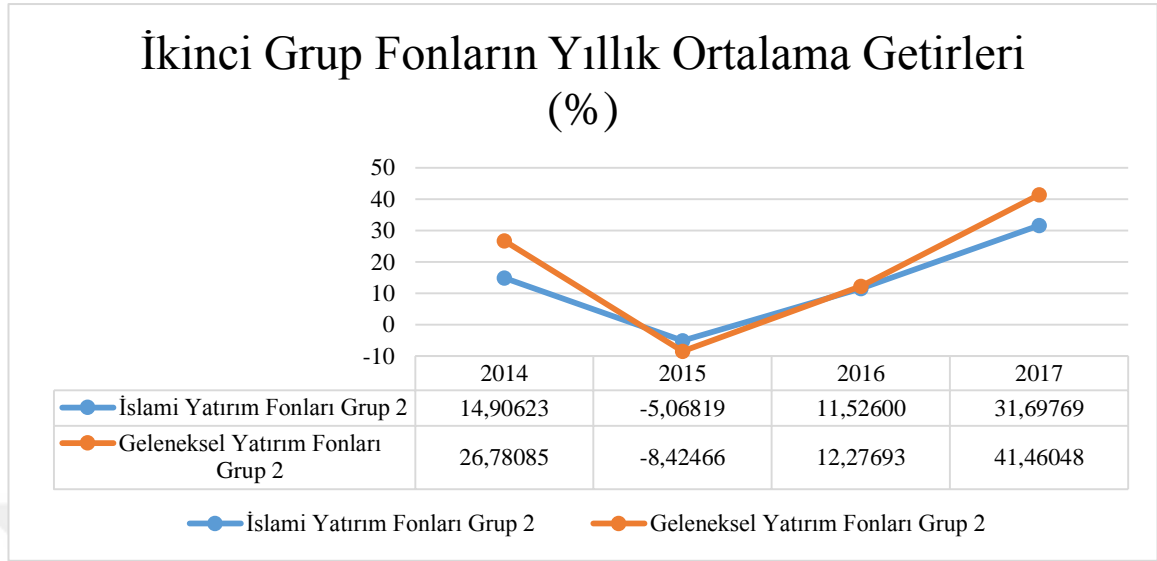
Grafik 4.12. Birinci Grup Fonların Yıllık Ortalama Getirileri



Kaynak: FİNNET Fon Expert Programı'ndan elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

Kira sertifikası fonları 2015 yılında borçlanma araçları fonlarının yaklaşık iki katı getiri elde etmiştir. 2016 yılına geldiğimizde geleneksel yatırım fonlarının getirileri önceki yıla göre iki katına çıkmış, islami yatırım fonlarına göre 2016 yılında %6,68 oranında önceki yıla göre daha fazla getiri sağlamışlardır. 2017 yılına geldiğinde ise islami yatırım fonlarının getirisi %2,61 oranında daha fazla olmakla birlikte yaklaşık olarak aynı getiri oranlarına sahiptirler.

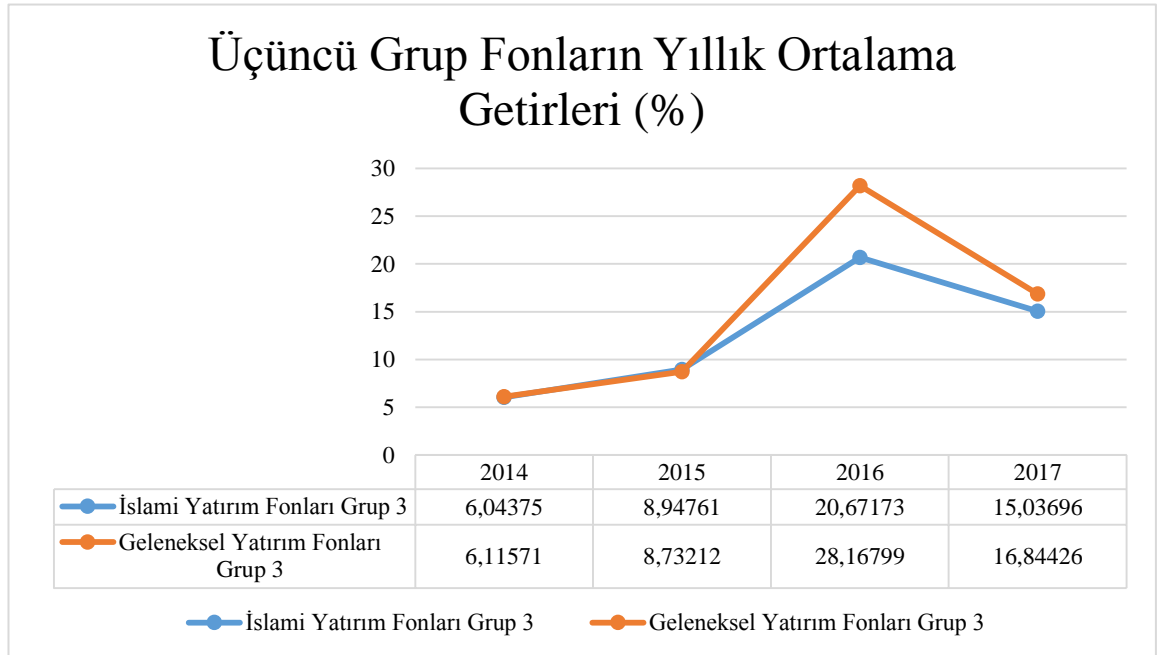
Grafik 4.13. İkinci Grup Fonların Yıllık Ortalama Getirileri



Kaynak: FİNNET Fon Expert Programı'ndan elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

İslami hisse senedi fonları da geleneksel hisse senedi fonları da 2015 yılında zarar elde etmişlerdir, oransal olarak baktığımızda islami fonların zarar oranının daha düşük olduğu anlaşılmaktadır. 2016 ve 2017 yıllarında ise islami hisse senedi fonlarının geleneksellere göre sırasıyla %6,11 ve %23,11 oranlarında daha az getiri elde ettiği görülmektedir.

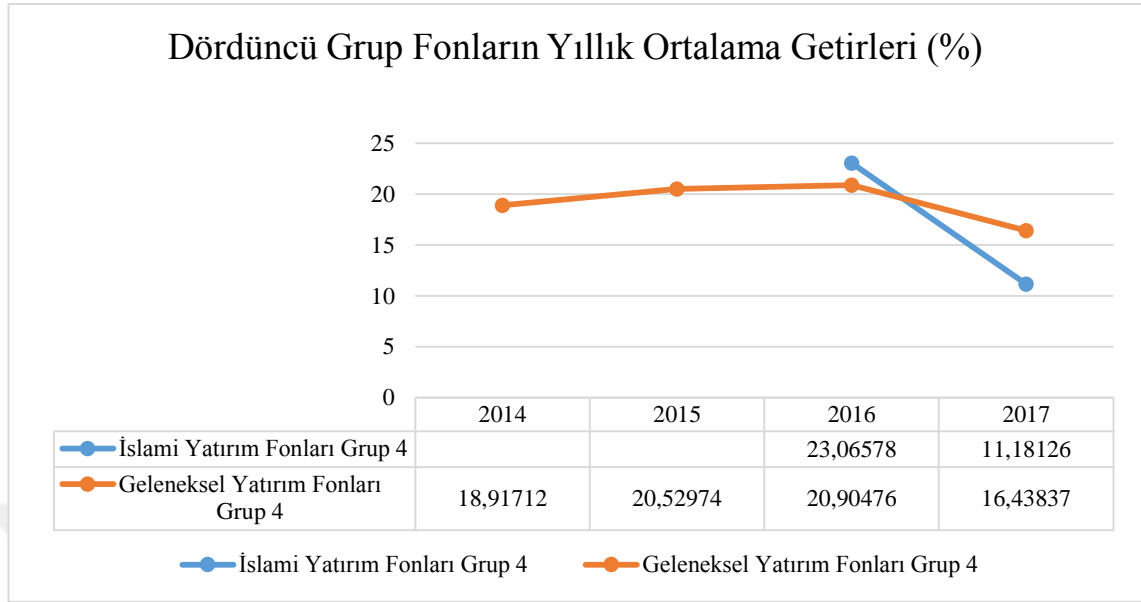
Grafik 4.14. Üçüncü Grup Fonların Yıllık Ortalama Getirileri



Kaynak: FİNNET Fon Expert Programı'ndan elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

Fon getirilerinin karşılaştırılmasında en dikkat çekici husus altın fonlarında karşımıza çıkmaktadır. İslami altın fonlarının da geleneksel altın fonlarının da fon portföylerinin minimum %80'inin altın ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşturulması gerekmektedir. İslami altın fonları ile geleneksel altın fonlarının getiri oranları 2015 yılında yaklaşık olarak aynı iken 2016 yılına gelindiğinde geleneksel fonların yaklaşık %7,5 oranında daha fazla getiri elde etmesi dikkat çekici olmuştur. Analize dahil edilen fonların portföy yapıları incelendiğinde geleneksel altın fonlarının portföylerinin ortalama % 93 oranında kıymetli madenlerden (altın), geri kalanı ise ters repo veya para piyasası işlemlerinde değerlendirildiği; islami altın fonlarının ise portföylerinin ortalama % 97 oranında madenlerden (altın) oluştuğu anlaşılmaktadır. Dolayısıyla ağırlıklı olarak aynı varlığa yatırım yapmasına karşın islami yatırım fonlarının getirilerinin geride kalmasının nedeninin, geleneksel fonların fon portföyünün altın dışında kalan kısmına ters repo/para piyasası işlemleri gibi getiri sağlayan likit araçları dahil etme imkanına sahip olmaması olarak değerlendirilebilir. 2017 yılına gelindiğinde ise her iki grupta da getiriler düşmekle birlikte oransal olarak birbirlerine yaklaşmış durumdadır. 2017 yılı için portföy dağılımlarına baktığımızda geleneksel fonların da islami fonların da portföylerinin ortalama % 98 oranında kıymetli madenlerden (altın) oluştuğu anlaşılmaktadır.

Grafik 4.15. Dördüncü Grup Fonların Yıllık Ortalama Getirileri



Kaynak: FİNNET Fon Expert Programı'ndan elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

Fon portföyünün çoğunluğu döviz cinsinden ihraç edilmiş (yerli veya yabancı) araçlardan oluşan yatırım fonları olan döviz fonlarına 2014 ve 2015 yıllarında islam yatırım fonu türleri arasında rastlanmamıştır. 2016 yılına gelindiğinde ise iki adet dövizli islami yatırım fonu ihraç edilmiştir. bu iki fonun ortalama getirisi ilk ihraç yılları olan 2016 için geleneksel döviz fonlarının ortalama getirisinin % 2,16 üzerinde gerçekleşmiştir. 2017 yılında ise islami döviz fonlarının getirisinin %5,25 oranında geleneksel fonların gerisinde kaldığı anlaşılmaktadır.

İslami yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonlarının üç yıllık getirilerini fon grupları itibariyle karşılaştırdık. İslami yatırım fonlarının kira sertifikası fonları dışında diğer fon gruplarında geleneksel fonlara göre daha düşük getirilere sahip olduğu görülmektedir.

4.4.4. Performansları

4.4.4.1. Performans Analizinde Kullanılan Methodlar

4.4.4.1.1. Sharpe Rasyosu

William F. Sharpe tarafından geliştirilen Sharpe performans endeksi, fon portföyünün hem getirisi hem riski tarafından belirlenen bir oranı göstermektedir. Sharpe'ın risk primi/toplam risk olarak ifade edilen performans modeli, portföyün toplam riskine kıyasla yatırımcıların risksiz faiz oranı üzerinden talep ettikleri ek getiriye göstermektedir. Bu şekilde sharpe oranı, portföyün performansını taşıdığı riske göre düzelterek ölçmektedir (Ural, 2010, s. 43).

Bu oranın odak noktası, alınan risk miktarına kıyasla portföyün getirdiği getiri üzerinedir. Alınan risk ne kadar yüksek olursa, geri dönüş riski de o kadar yüksek olacaktır (Alptekin, 2009, s. 12).

Sharpe oranı aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir (Ural, 2010, s. 43):

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Bu formülde; r_p portföyün ortalama getirisi olup, r_f risksiz getiri oranı ve σ_p ise portföyün standart sapmasıdır.

Sharpe oranı ne kadar yüksekse portföyün performansının o kadar iyi olduğu anlamına gelir. Bu nedenle iki alternatif arasında seçim yaparken, Sharpe oranı kriterinde, daha yüksek Sharpe oranına sahip olanı seçmek gerekmektedir (Alptekin, 2009, s. 12).

4.4.4.1.2. Sortino Rasyosu

Portföy performans ölçüm yöntemleri arasında en yeni yöntemlerden biri Sortino Performans Endeksi Yöntemidir. Bu yöntem, Frank A. Sortino tarafından 1994 yılında geliştirilmiş olup, sharpe oranına oldukça benzemekle birlikte paydasında portföyün standart sapmasının yerine minimum kabul edilebilir getiri düzeyi altında kalan portföy

getirilerinin standart sapması yer almaktadır. Bu durumda Sortino oranında standart sapma yerine kısmi standart sapma kullanılmaktadır (Ural, 2010, s. 44).

Sortino performans ölçütü aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir (Ural, 2010, s. 45):

$$\text{Sortino Rasyosu} = \frac{R_a - R_f}{\sqrt{\sum_{t=0}^N \frac{(R_{at} - MKEG)^2}{N}}}$$

$R_a < MKEG$

Formülde R_{at} a portföyünün t zamandaki getirisini (sadece $MKEG > R_{at}$ olduğunda hesaplanır), N incelenen gün (hafta) sayısını ifade etmektedir. MKEG, yatırımcının elde etmeyi beklediği, garanti edilmiş, risksiz getiri oranıdır. Bunun için genelde risksiz faiz oranı kullanılmaktadır. Sortino oranına göre elde edilen değerlerin pozitif olması ya da büyük olması portföy performansının iyi olduğu anlamına gelmektedir (Ural, 2010, s. 45).

4.4.4.1.3. Treynor Endeksi

J. Treynor tarafından portföy performanslarını ölçmek için geliştirilen Treynor endeksi de temelde Sharpe oranıyla aynı niteliği taşımakla birlikte, portföy riskini ölçmek için toplam risk göstergesi olan standart sapma yerine, sistematik risk göstergesi olan beta katsayısının seçilmiş olması nedeniyle farklılaşmaktadır. Sharpe'ın Risk Primi/Toplam Risk şeklinde ifade edilen performans modeli, Treynor endeksinde Risk Primi/Sistematik Risk şeklinde ifade edilmektedir ve portföyün sistematik riskine kıyasla yatırımcıların risksiz faiz oranı üzerinden talep ettikleri ek getiriye göstermektedir (Ural, 2010, s. 43).

Treynor endeksinin altta yatan varsayımı, çok varlıklı bir portföyün, sistematik olmayan riski ortadan kaldırdığı ve kalan risklerin sistematik bir risk olduğu yönündedir (Alptekin, 2009).

Treynor endeksi aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Ural, 2010, s. 43):

$$\text{Treynor Endeksi} = \frac{R_p - R_f}{\beta_t}$$

Formülde yer alan β_t portföyün sistematik riskini (beta) temsil etmektedir. Denklem sistematik risk birimi başına düşen aşırı getiriyi ölçmektedir. Treynor endeksinin yükselmesi portföy başarısının da yükselmesi anlamına gelmektedir (Alptekin, 2009).

4.4.4.1.4. Jensen Alfa Endeksi

Michael C. Jensen tarafından geliştirilen Jensen Alfa endeksinin amacı, bir portföyün beklenen getirisi ile gerçekleşen getirisini karşılaştırmaktır. Jensen alfası diğer endekslerden farklı olarak, performans sıralamasının yanı sıra mutlak bir ölçüt olarak da performansı göstermektedir.

Jensen alfa endeksi, 1960'lı yılların ortalarında geliştirilen ve riske göre düzeltilmiş getirinin hesaplanmasında önemli bir araç olan Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli esas alınarak elde edilmiş olup, Jack L. Treynor, William F. Sharpe, John Lintner ve Jan Mossin tarafından birbirinden bağımsız olarak gerçekleştirilen çalışmalarla geliştirilen model aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir:

$$R_a = R_f + \beta_a (R_m - R_f) + e_a$$

Bu eşitlik, herhangi bir menkul kıymetin beklenen getirisinin, risksiz faiz oranı, sistematik risk primi ve hata terimin toplamından oluşmaktadır. Eğer yönetici iyi bir tahmin yeteneğine sahipse, portföy aynı risk seviyesinde normal risk priminden daha fazla kazanacaktır. Böyle bir tahmin yeteneğinin formülde yer alabilmesi için sabit bir sayının varlığı gerekmektedir. Alfa olarak adlandırılan bu sabit sayının da formüle edilmesiyle Jensen (alfa) ölçütü aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir (Ural, 2010, s. 43):

$$R_{a,t} - R_{f,t} = \alpha_a + \beta_a (R_{m,t} - R_{f,t}) + e_{at}$$

Formülde $R_{a,t}$ a portföyünün t dönemdeki getirisini, $R_{f,t}$ t dönemindeki risksiz faiz oranını, α_a a portföyünün alfa katsayısını, $R_{m,t}$ t dönemindeki piyasa getirisini, β_a a portföyünün beta katsayısını ve e_{at} t dönemindeki a portföyünün hata payını ifade etmektedir.

4.4.4.2. Performans Analiz Methodu

İslami yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonlarının performanslarının karşılaştırmalı analiz edilmesinde de getiri karşılaştırılmasında olduğu gibi Tablo 4.2.'deki fon grupları kullanılmıştır. Performans analizinde, getiri analizinden farklı olarak yıl içerisinde bir gün dahi fon getirisi oluşmuş ise analize dahil edilmiş olup bu çerçevede analize dahil edilen fon sayılarının yer aldığı tarafımızca hazırlanmış 4.4. numaralı tabloya aşağıda yer verilmektedir.

	2014	2015	2016	2017
1. Grup İslami Yatırım Fonları	8	13	17	22
1. Grup Geleneksel Yatırım Fonları	27	27	27	28
2. Grup İslami Yatırım Fonları	6	7	7	8
2. Grup Geleneksel Yatırım Fonları	36	38	40	40
3. Grup İslami Yatırım Fonları	2	3	3	3
3. Grup Geleneksel Yatırım Fonları	11	11	11	11
4. Grup İslami Yatırım Fonları	-	2	3	3
4. Grup Geleneksel Yatırım Fonları	7	7	11	11

Performans karşılaştırması analizinde;

- Öncelikle analize tabi edilen fonların 2014-2017 yılları arasında yıl sonları itibariyle Sharpe oranı, Treynor endeksi ve Jensen (Alfa) oranına göre performansları hesaplanmıştır.
- Performans hesaplamasında risksiz getiri oranı olarak analiz dönemlerinde söz konusu olan aktif tahvil faiz oranı ortalaması esas alınmıştır.
- Treynor ve Jensen Alfa endekslerinin hesaplanmasında gösterge endeks olarak fon türlerinin portföy ağırlıkları dikkate alınarak:
 - i. 1. Grup İslami Yatırım Fonları için “%90 BIST-KYD Kamu Kira Sertifikaları Endeksi + %5 BIST-KYD Özel Sektör Kira Sertifikaları Endeksi + %5 BIST-KYD 1 Aylık Kar Payı (TL) Endeksi”, 1. Grup Geleneksel Yatırım Fonları için “%40 BIST-KYD DİBS Tüm Endeksi + %25 BIST-KYD ÖSBA Sabit Endeksi + %25 BIST-KYD ÖSBA Değişken Endeksi + %10 BIST-KYD Repo (Brüt) Endeksi”,

ii. 2. Grup İslami Yatırım Fonları için “%95 Katılım 50 Endeksi + %5 BIST-KYD 1 Aylık Kar Payı (TL) Endeksi”, 2. Grup Geleneksel Yatırım Fonları için “%90 BİST Ulusal 100 Endeksi + %10 KYD O/N Repo (Brüt) Endeksi”,

iii.3. Grup İslami Yatırım Fonları için “%95 BIST-KYD Altın Fiyat Ağırlıklı Ortalama Endeksi+% 5 KYD 1 Aylık Kar Payı (TL) Endeksi”, 3. Grup Geleneksel Yatırım Fonları için “%5 BIST-30 Pay Endeksi, %5 BİST-KYD Repo (Brüt) Endeksi, %90 BİST-KYD Altın Fiyat Ağırlıklı Ortalama Endeksi”,

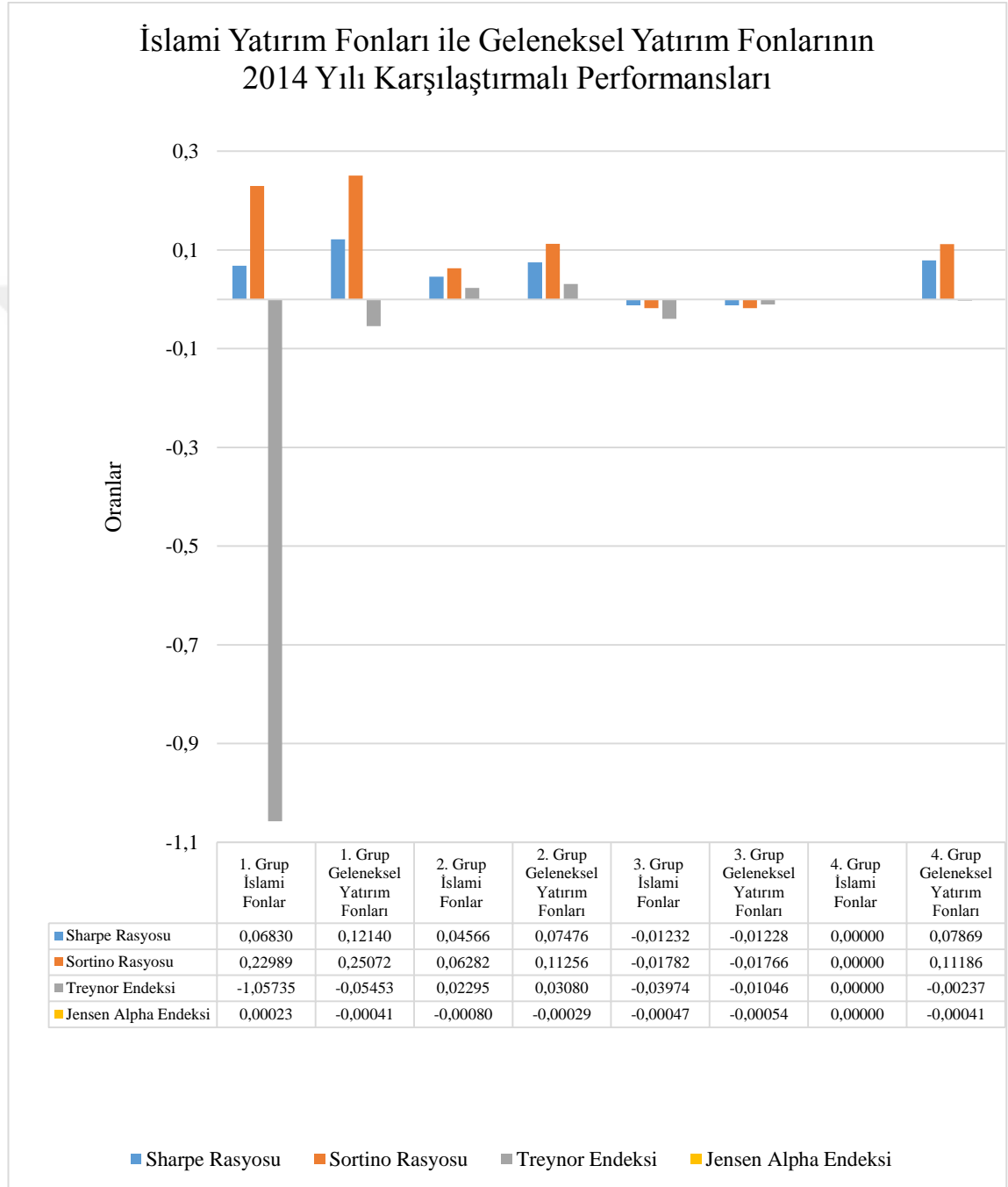
iv.4. Grup İslami Yatırım Fonları için “%90 BIST-KYD Kamu Kira Sertifikaları Endeksi + %5 BIST-KYD Özel Sektör Kira Sertifikaları Endeksi + %5 BIST-KYD 1 Aylık Kar Payı (TL) Endeksi”, 4. Grup Geleneksel Yatırım Fonları “%90 BIST-KYD ÖSBA Eurobond USD (TL) Endeksi ve %10 BIST-KYD Repo (Brüt) Repo Endeksi”

esas alınmıştır.

- Performans oranlarının hesaplanmasında kullanılan veriler FİNNET Fon Expert Programı’ndan elde edilmiş olup yine FİNNET Fon Expert Programı aracılığıyla performans oranları hesaplanmıştır.
- Performans oranlarını gösteren grafikler Windows Excel ile tarafımızca hazırlanmıştır.

4.4.4.3. Performans Verilerinin Karşılaştırılması

Grafik 4.16. İslami Yatırım Fonları ile Geleneksel Yatırım Fonlarının 2014 Yılı Karşılaştırmalı Performansları



Kaynak: FINNET Fon Expert Programı'ndan elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

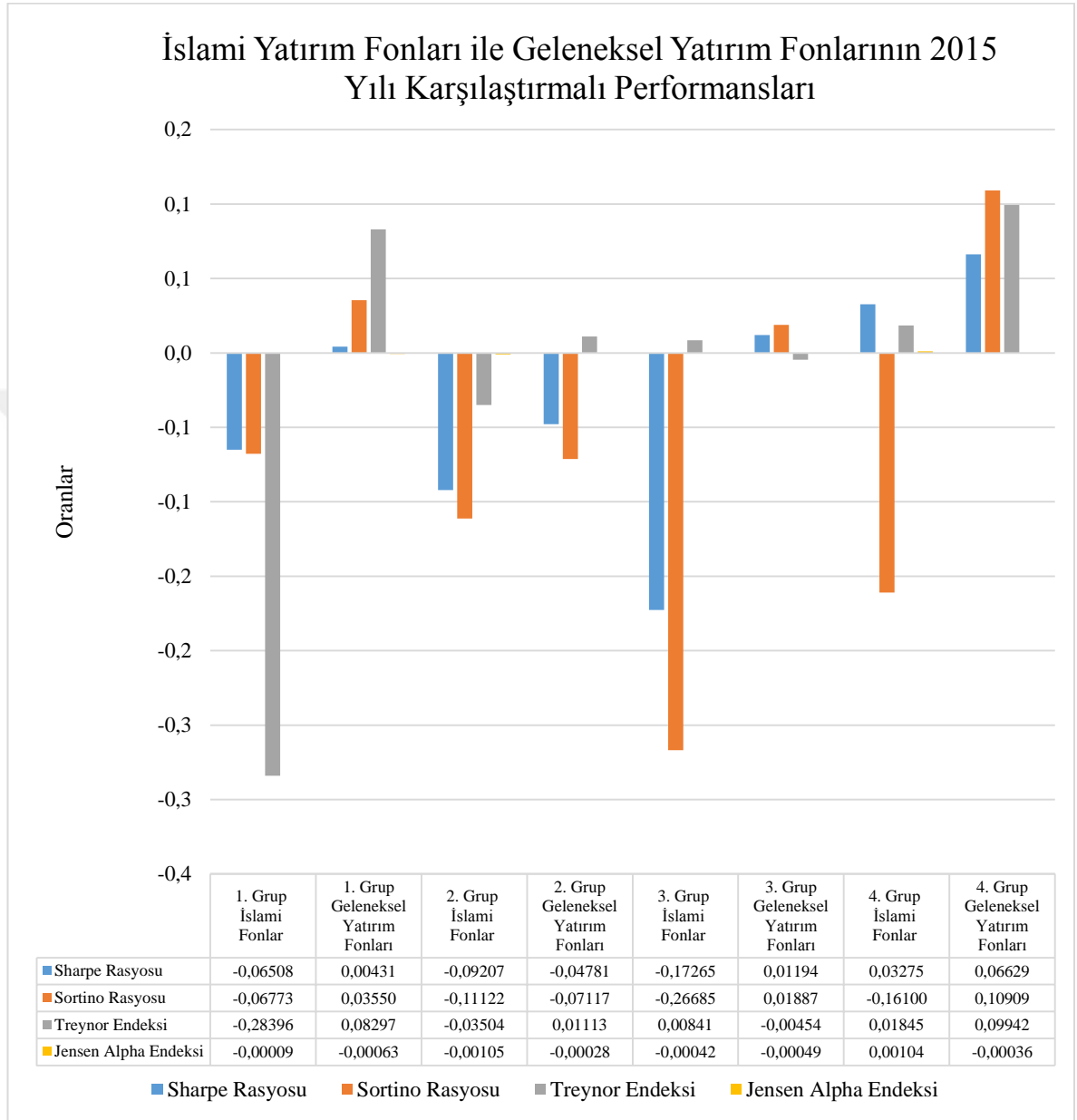
1 Ocak- 31 Aralık 2014 döneminde 3. Grup fonlar olan Altın Yatırım Fonları ve Altın Katılım Fonları haricinde hem islami yatırım fon gruplarının hem de geleneksel fon gruplarının performanslarının genel itibariyle pozitif ve birbirine paralel olduğu görülmektedir.

Sharpe rasyosuna göre 3. Grup fonlar hariç olmak üzere tüm fon gruplarının başarılı bir performansa sahip olduğu görülmektedir. Dolayısıyla 2014 yılında altın fonları hariç tüm fonlar 2014 yılının risksiz getiri oranına göre daha iyi getirilere sahip olmuştur. Sharpe rasyosuna benzer şekilde sortino rasyosunda da altın fonları dışındaki fon grupları başarılı bir performans sergilemiştir. Sistematik risk gözardı edildiğinde islami yatırım fonları ve geleneksel yatırım fonlarının 2014 yılında iyi bir performansa sahip olduğu değerlendirilebilir. Söz konusu rasyolar için islami ve geleneksel yatırım fonları arasında performans düzeylerinde büyük farklılıklar görülmemektedir. İslami yatırım fonları yeni bir fon türü olarak sistematik risk gözardı edildiğinde iyi bir performans düzeyi ile piyasaya giriş yapmıştır diyebiliriz.

Ancak sistematik riski analize dahil ettiğimizde, fon gruplarından ikinci grup fonlar olan hisse senedi fonları haricinde treynor endeksine göre yatırım fonları negatif performans sergilemiştir. Treynor endeksine göre en kötü performans düzeyine ise kira sertifikası fonları sahip olmuştur. Treynor endeksine benzer şekilde, 1. Grup İslami Yatırım Fonları (kira sertifikası fonları) haricinde Jensen Alpha Endeksine göre hesaplanan performans oranlarında tüm fon gruplarının negatif performans sergilediği anlaşılmaktadır. Söz konusu endeksteki negatif performansın, ilgili grup fonları için gerçekleşen getirinin beklenen getirilerinin altında kalmasından kaynaklandığı değerlendirilmektedir.

İslami ve geleneksel fon grupları kendi aralarında karşılaştırmaya tabi tutulduğunda ise, islami ve geleneksel fon grup performansları arasında dikkat çekici farklılıklar görülmemekte her iki fon kategorisi de sistematik riskin esas alınmadığı performans ölçümlerinde başarılı; esas alındığı performans ölçümlerinde ise kısmen başarılı olmuştur, ancak aralarında büyük farklılıklar olmasa da geleneksel fonların islami fonlara kıyasla daha yüksek performansa sahip olduğu anlaşılmaktadır. 2014 yılı için en düşük performansı treynor endeksine göre kira sertifikası fonları; en yüksek performansı ise sortino endeksine göre borçlanma araçları fonları göstermiştir.

Grafik 4.17. İslami Yatırım Fonları ile Geleneksel Yatırım Fonlarının 2015 Yılı Karşılaştırmalı Performansları



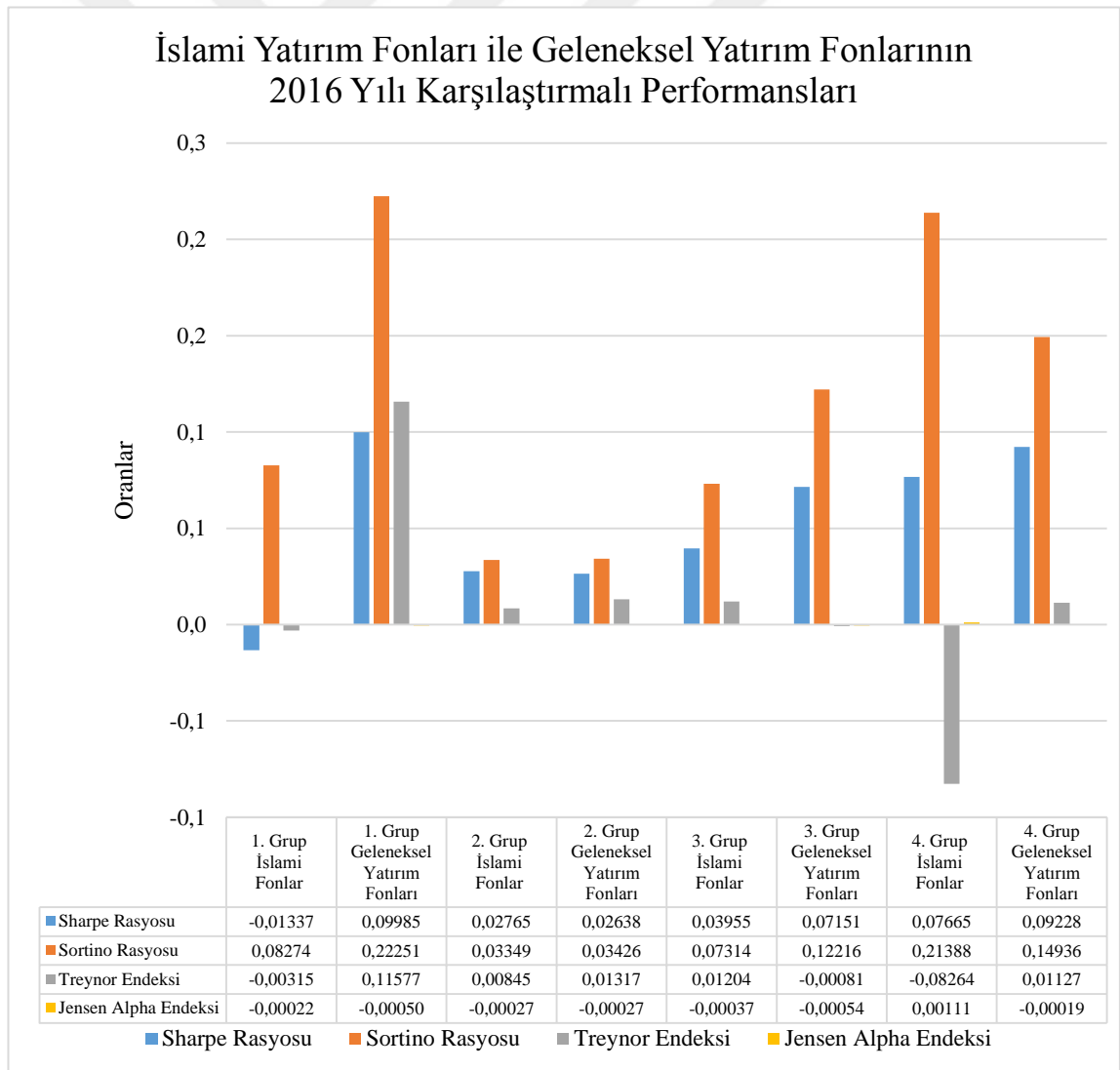
Kaynak: FİNNET Fon Expert Programı'ndan elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

1 Ocak- 31 Aralık 2015 döneminde hem islami yatırım fon gruplarının hem de geleneksel fon grupları için kötü bir performans dönemi olmuştur. Ancak diğer fon gruplarının aksine borçlanma araçları fonlarından oluşan 1. Grup Geleneksel Yatırım Fonları ile dövizli fonlardan oluşan 4. Grup Geleneksel Yatırım Fonlarının performansları, Jensen Alpha endeksi hariç olmak üzere, pozitif seviyededir. Jensen Alpha endeksine göre

yalnızca, dövizli katılım fonları olan 4. Grup İslami Yatırım Fonları pozitif performans sergileyebilmiştir. Söz konusu fonlar ilk kez 2015 yılında kurulmuş olup, 2015 yılı için performans verilerine baktığımızda diğer islami fon gruplarına göre daha iyi performans verileri ile piyasaya giriş yaptığı görülmektedir.

İslami ve geleneksel fon grupları kendi aralarında karşılaştırıldığında, islami yatırım fonlarının 2015 yılı performanslarının her bir fon grubunda geleneksel fonlara göre daha kötü olduğu ve ağırlıklı olarak negatif getiri getirdiği anlaşılmaktadır. En kötü performans düzeyine treynor endeksine göre kira sertifikası fonları sahip olmuş, en iyi performans düzeyine ise sortino endeksine göre dövizli geleneksel fonlar sahip olmuştur.

Grafik 4.18. İslami Yatırım Fonları ile Geleneksel Yatırım Fonlarının 2016 Yılı Karşılaştırmalı Performansları



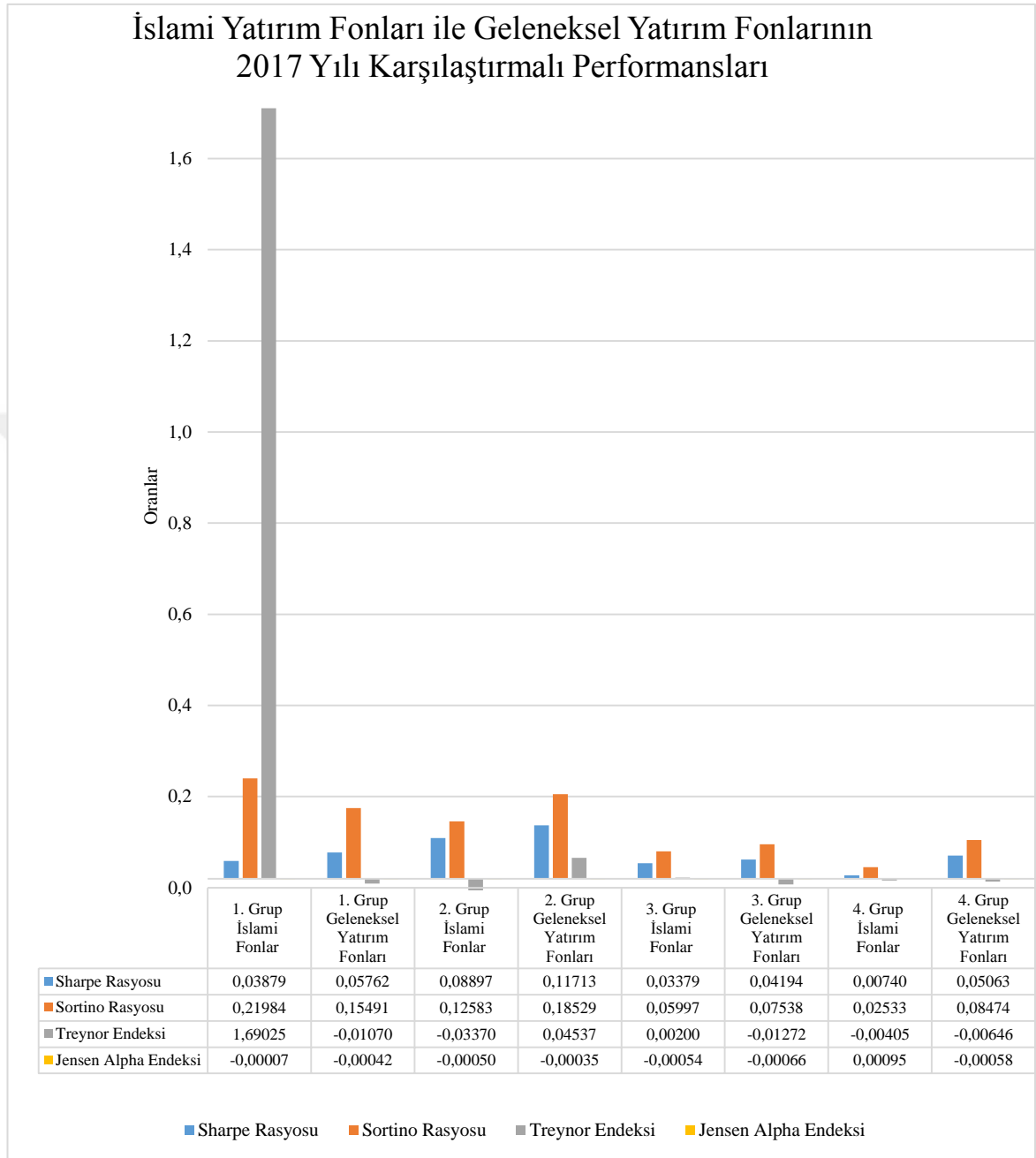
Kaynak: FİNNET Fon Expert Programı'ndan elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

Kötü bir performans dönemi olan 2015'in aksine 1 Ocak- 31 Aralık 2016 döneminin yatırım fonlarının risksiz varlıklara ve alternatif araçlara nazaran daha iyi getiri sağladığı ve dolayısıyla iyi bir performans sergiledikleri anlaşılmaktadır. Ancak 2015 yılında olduğu gibi dövizli katılım fonları haricinde, fonların dönemsel getirilerinin beklenen getirilerine göre performansını gösteren Jensen Alpha endeksine göre analiz kapsamına dahil edilen fonların tamamı negatif performans göstermiştir.

Genel itibariyle islami yatırım fonları geleneksel yatırım fonlarının performanslarını karşılaştırdığımızda, hisse senedi fonları ve dövizli fonlarda islami fonların, borçlanmaya dayalı araçlara sahip fonlar ile altın fonlarında ise geleneksel fonların daha iyi getiriler sağladığı anlaşılmaktadır. Ancak, islami ve geleneksel fon kategorilerinin performansları arasında dikkat çekici farklılıklar görülmemektedir.

2016 döneminde en yüksek performans, sortino rasyosuna göre borçlanma araçları fonlarında görülmüştür. En düşük performans ise treynor endeksine göre dövizli islami fonlarda söz konusu olmuştur.

Grafik 4.19. İslami Yatırım Fonları ile Geleneksel Yatırım Fonlarının 2017 Yılı Karşılaştırmalı Performansları



Kaynak: SPK resmi web sitesi ve İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'den elde edilen veriler kullanılarak Windows Excel'de tarafımızca hazırlanmıştır.

Yatırım fonları için 1 Ocak- 31 Aralık 2017 dönemi önceki yıllara kıyasla en az negatif performansın olduğu bir dönem olmuştur. 2017 döneminde aktif tahvil faiz oranının yıl içi ortalamasında önceki yıllara kıyasla meydana gelen artışa rağmen, fonlar risksiz getiri araçlarına göre daha iyi performansa sahip olmayı başarmıştır. Ancak 2017 yılında da

ağırlıklı negatif performansın Jensen Alpha endeksine göre performans ölçümünde meydana geldiği görülmekte olup, getirilerinin beklenin altında gerçekleştiği söylenebilir. 2017 döneminde kira sertifikası fonları, önceki dönemlerden farklı olarak borçlanma araçları fonlarına göre daha iyi bir performans sergilemeyi başarmıştır, özellikle treynor endeksine göre performansı dikkat çekicidir.

4.4. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

İslami yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonlarının karşılaştırmalı analizi kapsamında öncelikle iki fon kategorisindeki fonların yıllar itibariyle fon toplam değerleri karşılaştırılmıştır. İslami yatırım fonlarının yeni bir araç olarak mevcut durumda geleneksel yatırım fonlarına kıyasla çok küçük bir tutara sahip olduğu tespit edilmiş olmakla birlikte dört yıllık süreçte islami yatırım fonlarının toplam değerinin geleneksel fonlara göre 8 kat daha fazla büyüdüğü görülmüştür. Ancak söz konusu büyüme farklılığı baz etkisi olarak değerlendirilmekte olup, analizin sınırlılığı olarak görülür.

Karşılaştırmalı analiz kapsamında daha sonra iki fon kategorisinin yıllar itibariyle fon portföy dağılımları incelenmiştir. İnceleme sonucunda, islami yatırım fonlarının geleneksel fonlara göre daha az portföy çeşitliliğine sahip olduğu tespit edilmiştir. Şer'i esaslara uygun yatırım araçlarının çeşitliliğinin Türkiye'de mevcut durumda yeterli düzeyde olmaması bunun sebebi olarak değerlendirilebilir.

Üçüncü olarak iki fon kategorisinin dört yıllık dönemde (2014-2017) fon getirileri karşılaştırılmıştır. İki fon kategorisi arasında getiri olarak büyük farklılıklar olmamakla birlikte, İslami yatırım fonlarının kira sertifikası fonları dışında diğer fon gruplarında geleneksel fonlara göre daha düşük getirilere sahip olduğu anlaşılmıştır.

Son olarak ise iki fon kategorisinin dört yıllık dönemde (2014-2017) Sharpe Oranı, Sortino Oranı, Treynor Endeksi ve Jensen Alpha Endeksi kullanılmak suretiyle performansları karşılaştırılmıştır. İslami yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonlarının karşılaştırılmasına ilişkin literatürdeki çalışmalar genel itibariyle performans karşılaştırması üzerinedir. Bu çalışmalarda genel itibariyle aralarında çok performans farkı olmamakla birlikte geleneksel fonların kriz dışı dönemlerde islami fonlara göre daha iyi bir performansa sahip olduğu buna karşın kriz dönemlerinde islami yatırım fonlarının

geleneksel fonlara kıyasla kendilerini krizin yıkıcı etkilerinden daha iyi korudukları sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye’de islami yatırım fonlarının kısa bir geçmişe sahip olması nedeniyle uzun bir dönemde performans değerlendirmesi yapmak mümkün olmamıştır. Bu nedenle iki fon kategorisi arasında kriz dönemi ile kriz dışı dönemlerdeki performansların analiz edilmesi mümkün olmamıştır. Diğer taraftan, üç yıllık dönemde iki fon kategorisinin fon türleri itibariyle gösterdikleri performans arasında dikkat çekici bir farklılaşmanın olmadığı düşünülmektedir. Her iki fon kategorisi için de en iyi performans yılı 2017 en kötü performans yılı ise 2015 olmuştur. Dolayısıyla performans başarısında birbirlerine paralel oldukları görülmüştür.

İslami yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonlarının büyüklük, portföy dağılımı, getiri ve performans olmak üzere dört farklı yönden karşılaştırılması neticesinde, islami yatırım fonlarının geleneksel yatırım fonlarına kıyasla yatırımcıya nasıl bir alternatif sunduğu sorusuna dönecek olursak;

- İslami yatırım fonlarının Türkiye’de yeni bir araç olarak hızlı bir büyüme gösterdiği ve bu doğrultuda gelişme potansiyeline sahip olduğu,
- Geleneksel yatırım fonlarına kıyasla islami yatırım fonlarının yatırımcıya daha az bir portföy çeşitliliği sunduğu,
- İslami yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonları arasında büyük getiri farklılıkları olmamakla birlikte, 2015 yılı için kira sertifikası fonları ve 2016 yılı için dövizli islami yatırım fonları hariç olmak üzere geleneksel yatırım fonlarının getirilerinin islami fonlara göre daha fazla olduğu
- İslami yatırım fonları geleneksel yatırım fonlarına göre daha düşük performans sergilemekle birlikte, getirilere benzer şekilde performanslarının da çok farklılaşmadığı,
- Hem geleneksel hem de islami yatırım fonları için en kötü performans dönemi 2015 yılı olur iken, en iyi performans döneminin ise 2017 yılının olduğu, dolayısıyla performanslarının başarı düzeylerinin birbirlerine paralellik sergilediği

sonuçlarına ulaşılmıştır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Yatırımcılara profesyonel bir yönetim hizmeti sunan yatırım fonları ekonomide fon fazlası olan birimlerden fon açığı olan birimlere doğru kaynak aktarımında, böylece tasarrufların ekonomide değerlendirilmesinde bireysel yatırımcılara göre daha etkin bir rol üstlenmektedir. Sermaye piyasalarında etkin bir şekilde faaliyet gösteren yatırım fonlarının hem yatırımcılar hem fon kurucuları hem de nihai olarak ülke ekonomisi üzerinde çeşitli avantajları bulunmaktadır.

İslami yatırım fonları da, geleneksel/konvansiyonel fonlarla aynı esaslara tabi olarak yatırımcılara getiri sağlamak amacıyla kurulmakla birlikte aralarındaki temel fark islami yatırım fonlarının sahip oldukları portföyün islam hukukuna uygun bir şekilde yatırıma yönlendirmelerinin gerekliliğidir.

Türkiye’de yatırım fonlarına ilişkin mevzuat tarihçesi incelendiğinde 2013 yılında yürürlüğe giren Yatırım Fonları Tebliği’ne kadar Türkiye’de islami yatırım fonu veya mevzuattaki ifadesiyle “katılım fonu”nun açıkça düzenlenmemiş olduğu görülmektedir. Her ne kadar mülga Tebliğ’de katılım fonlarına ilişkin bir tanımlama/düzenleme mevcut olmasa da islami finans esaslarına uygun bir yatırım fonunun kurulmasını engelleyecek bir düzenleme de mevcut değildir.

2013 yılında yürürlüğe giren Tebliğ ile islami yatırım fonları “katılım fonu” olarak düzenlenmiş olup, Katılım Şemsiye Fonu, Tebliğ’de *“Portföyünün tamamı devamlı olarak, kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli maddenler ile Kurulca uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonları kapsayan şemsiye fonlar”* şeklinde tanımlanmıştır.

Türkiye’de yeni bir yatırım aracı olarak islami yatırım fonlarının/katılım fonlarının geleneksel yatırım fonlarına kıyasla yatırımcıya nasıl bir alternatif sunduğunun tespit edilmesi amacıyla, bu çalışmada, islami yatırım fonları/katılım fonları, 2014-2017 yılları arasında büyüklük, portföy çeşitliliği, getiri ve performans bazında geleneksel yatırım fonları ile karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir.

Gerçekleştirilen karşılaştırmalı analiz ile;

- İslami yatırım fonlarının Türkiye’de yeni bir araç olarak hızlı bir büyüme gösterdiği ve bu doğrultuda gelişme potansiyeline sahip olduğu,
- Geleneksel yatırım fonlarına kıyasla islami yatırım fonlarının yatırımcıya daha az bir portföy çeşitliliği sunduğu,
- İslami yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonları arasında büyük getiri farklılıkları olmamakla birlikte, 2015 yılı için kira sertifikası fonları ve 2016 yılı için dövizli islami yatırım fonları hariç olmak üzere geleneksel yatırım fonlarının getirilerinin islami fonlara göre daha fazla olduğu
- İslami yatırım fonları geleneksel yatırım fonlarına göre daha düşük performans sergilemekle birlikte, getirilere benzer şekilde performanslarının da çok farklılaşmadığı,
- Hem geleneksel hem de islami yatırım fonları için en kötü performans dönemi 2015 yılı olur iken, en iyi performans döneminin ise 2017 yılının olduğu, dolayısıyla performanslarının başarı düzeylerinin birbirlerine paralellik sergilediği

sonuçlarına ulaşılmıştır.

Bu çerçevede, Türkiye’de islami yatırım fonlarının/katılım fonlarının yeni bir araç olarak faiz hassasiyeti bulunan yatırımcılar için tercih edilebilir bir yatırım aracı olduğu söylenebilir. Ancak yatırım fonlarının sağladığı temel avantajlardan biri olan portföy çeşitliliği hususunda katılım fonlarının geleneksel fonlara göre zayıf kaldığı tespit edilmiştir. Bu doğrultuda, Türkiye’de islami sermaye piyasası ve para piyasası araçlarının çeşitliliğinin artırılması, islami yatırım fonlarının da daha etkin faaliyet göstermesinin önünü açacaktır.

Öte yandan, islami yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonlarının getiri ve performansları 2014-2017 aralığında yıllar itibariyle karşılaştırmaya tabi tutulduğunda, yapılan fon gruplaştırmaları arasında getiri ve performans düzeylerinde büyük farklılıklar olmamakla birlikte geleneksel fonların getiri ve performans açısından ağırlıklı olarak islami yatırım fonlarına göre daha başarılı olduğu gözlemlenmiştir. Bu durumun sebeplerinden biri olarak portföy çeşitliliğine ilişkin yapılan karşılaştırmada elde edilen sonuçlar gösterilebilir. Şöyle ki, mevcut durumda Türkiye’de islami sermaye piyasası ve para piyasası araç çeşitliliğinin düşük olması, diğer taraftan mevcut islami araçların ise sayı olarak geleneksel araçlara göre az olması islami yatırım fonlarının portföy

çeşitlendirmesi yapmasına ve böylece riski dağıtma, getiriye artırma imkanına engel olmaktadır. Bu durum islami yatırım fonlarının getirilerinin ve performanslarının geleneksel fonlara kıyasla sınırlı kalmasına neden olmaktadır. Özellikle yeni islami türev araçların meydana getirilmesi ve mevcut olanların yaygınlaştırılması, kira sertifikalarının hem tür hem de sayı olarak çeşitlendirilmesi, islami pay endekslerinin artırılması ile birlikte islami yatırım fonlarının getiri ve performanslarında daha iyi seviyelere ulaşabileceği düşünülmektedir.

Bu sınırlılıklara karşın, islami yatırım fonları geleneksel yatırım fonlarına yakın seviyelerde getiri düzeyi ve performans başarıları sergilemiş olduğu görülmüştür. Bu nedenle islami yatırım fonlarının, faiz hassasiyeti bulunan yatırımcı kitlesi için geleneksel yatırım fonlarına bir alternatif olarak değerlendirilebileceği ve ilerleyen dönemlerde islami araç çeşitliliğinde gerçekleştirilecek artışın islami yatırım fonlarının alternatif bir sermaye piyasası aracı olarak öne çıkmasında önemli bir rol oynayacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

COMCEC (Edt.). (2018). *Islamic Fund Management*. Ankara: The COMCEC Coordination Office.

COMCEC. (2017). *Diversification of Islamic Financial Instruments*. Ankara: COMCEC Coordination Office.

Dede, K. (2017), *Katılım Bankalarında Hazine Ürünleri ve Sermaye Piyasası Uygulamaları*, İstanbul: Türkiye Katılım Bankaları Birliği.

Kılıç, S. (2002), *Türkiye'de Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi*, Ankara.

Muhammad, M., Sairally, Bee S., & Habib, F. (Edt.) (2015), *Islamic Capital Markets: Principles & Practice*,. Malaysia: Pearson.

Ural, M. (2010), *Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi*, Ankara: Detay Yayıncılık.

Yanpar, A. (2015), *İslami Finans: İlkeler, Araçlar ve Kurumlar*, İstanbul: Scala Yayıncılık.

MAKALELER

ALFI (Edt.) (2012), *Islamic Funds: Collection of best practices for setting-up and servicing Islamic funds*, ALFI.

Ahmed, H. (2011), *Defining Ethics in Islamic Finance: Looking Beyond Legality*, 8th International Conference on Islamic Economics and Finance.

Akyıldız, Y., & Abay, A. (2017), *Vakıf Müessesinin Gelişimi ve Mahiyeti: Tarihsel Bir Değerlendirme*, Yalova Sosyal Bilimler Dergisi, s. 141-157.

- Aljifri, K., & Khandelwal, S. (2013), *Financial Contracts in Conventional and Islamic Financial Institutions: An Agency Theory Perspective, Review of Business and Finance Studies*, 79-88.
- Alptekin, N. (2009), *Performance Evaluation of Turkish Type (A) Mutual Funds and Pension Stock Funds by using TOPSIS Method*, *International Journal of Economics and Finance*, 11-22.
- Bukhari, S., & Azam, M. (2015), *A Comparative Returns Performance Review of Islamic Equity Funds with Socially Responsible Equity Funds and the Broader Market Indices*, *The Lahore Journal of Economics*, 53-75.
- Capocci, D. (2018), *Islamic Finance at Deloitte*, Deloitte.
- Chiu, S. & Newberger, R. (2006), *Islamic Finance: Meeting Financial Needs with Faith Based Products*, s. 8-14.
- Chuweni, N. & Eves, C. (2015), *Islamic Funds and Asset Management: The Opportunities and Challenges of Islamic REITs*, 2015 Australian Conference of Economists.
- DeLorenzo, Y. (2011), *Shari'a Supervision of Islamic Mutual Funds*.
- Elfakhani, S., Hassan, M. & Sidani, Y. (2005), *Comparative Performance of Islamic Versus Secular Mutual Funds*.
- Elfakhani, S., Hassan, M., & Sidani, Y. (2007), *Islamic Mutual Funds*, *Handbook of Islamic Banking*, s. 256-272.
- Elgari, M. (2000), *Purification of Islamic Equity Funds*, Harvard University, 77-80.
- Habibah, Y., Mohd, S., Aida, Z., Mohd, Z. & Nor, S. (2016), *Tabung Haji Malaysia as a World Role Model of Islamic*, *International Journal of Business and Management Invention*, 44-55.
- Hesse, H., Jobst, A., & Sole, J. (2008), *Trends and Challenges in Islamic Finance*, *World Economics*, s. 175-193.
- Jabeen, H., & Dars, J., *Comparison between Islamic and Conventional Mutual Funds in Pakistan*.

MIFC (Edt.) (2017), *Islamic Fund: Gearing Up*, Malaysia Word's Islamic Finance Marketplace.

Norman, N., Almsafir, M. & Smadi, A. (2013), *Comparative Study of Conventional and Shariah-based Unit Trust Funds Performance of Public Mutual Berhad*, Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 354-363.

Özdemir, M., & Aslan, H. (2017), *Türkiye'de İslami Finansın Dönüşümünün Ekonomi Politiği*, SETA.

Shanmugam, B. & Zahari, Z. (2009), *A Primer on Islamic Finance*, Research Foundation of CFA Institute.

Sırım, V. (2017), *Bir Finansman Kaynağı Olarak Vakıflar: Osmanlı Örneği*, İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırma Dergisi, 173-188.

Ulusoy, R., & Altun, İ., *Faizsiz Finans Sistemine Teorik Yaklaşım*, Akademik Bakış Dergisi, Eylül-Ekim, 63, s. 135-150.

TEZ ÇALIŞMALARI

Aktek Çürük, S. (2013), *İslami Finansın Türkiye'de Gelişimi, Mevcut Sorunlar ve Çözüm Önerileri*, Doktora Tezi, Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.

Celebcioğlu, A. (2017), *Türkiye'de İslami Finansın Tarihi ve Kullanılan Finansman Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi*, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı.

Mansor, F. (2012), *Investment Performance of Islamic Vesus Conventional Mutual Funds: Evidence From Malaysia*, Avusturalya, Doktora Tezi.

DIĞER

(2014), *Islamic Banking&Finance: Principles and Practices*, Marifa Academy.

RAPORLAR

(2018), *Islamic Financial Services Industry Stability Report*, Islamic Financial Services Board (IFSB).

(2017), *Global Islamic Finance Report*, Dubai Islamic Bank.

KANUN, TEBLİĞ VE STANDARTLAR

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, RG sayı 28513, 30.12.2012.

III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, RG sayı 28702, 9.7.2013.

AAOIFI, Financial Accounting Standard No. 14. *Investment Funds, Appendix B*.

WEB SİTELERİ

<http://www.kuranmeali.org/> (01.08.2018).

<http://www.sahihhadisler.com/> (01.08.2018).

<https://www.sec.gov/fast-answers/answerstmanipulhtm.html> (01.08.2018).