

**T.C.
KARABÜK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**İSLAMİ HİSSE SENEDİ PİYASALARI İLE GELENEKSEL HİSSE
SENEDİ PİYASALARI ÜZERİNE KARŞILAŞTIRMALI BİR ANALİZ:
A.B.D., İNGİLTERE, MALEZYA VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

DOKTORA TEZİ

**Hazırlayan
Fatih GÜÇLÜ**

**Tez Danışmanı
Dr. Öğr. Üyesi Metin KILIÇ**

Karabük

EYLÜL/2018

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	1
TEZ ONAY SAYFASI.....	6
DOĞRULUK BEYANI	7
ÖNSÖZ	8
ÖZ.....	9
ABSTRACT.....	11
ARŞİV KAYIT BİLGİLERİ.....	13
ARCHIVE RECORD INFORMATION	14
KISALTMALAR	15
ARAŞTIRMANIN KONUSU	18
ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ.....	18
ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	23
I. Birim Kök Testleri.....	23
II. Risk Ayarlı Performans Ölçütleri	24
A. Jensen Alfa Ölçütü.....	24
B. Sharpe Oranı.....	25
C. Treynor Oranı.....	26
III. Oynaklığın Tahmin Edilmesinde Kullanılan Modeller.....	26
A. GARCH Model	27
B. EGARCH Model.....	28
C. GJR-GARCH Model	29
D. Oynaklık Tahmininde İzlenen Süreç	30
IV. Oynaklık İle Getiri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi – GARCH-M Modeli.....	33

V. Hong Nedensellik Testi	34
ARAŞTIRMA HİPOTEZLERİ.....	37
EVREN VE ÖRNEKLEM	38
KAPSAM VE SINIRLILIKLAR	40
1. İSLAMİ FİNANSIN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ.....	41
1.1. İslami Finans Kavramı.....	41
1.1.1. İslam'ın Kaynakları.....	42
1.1.1.1. Kitap (Kur'an-ı Kerim)	43
1.1.1.2. Sünnet	44
1.1.1.3. İcma	44
1.1.1.4. Kıyas	44
1.1.2. Şer'i Danışma Kurulları ve Fetva Mekanizması	45
1.2. İslami Finansın Temel İlkeleri.....	46
1.2.1. Faiz (Ribâ) Yasağı.....	47
1.2.2. Risk Paylaşımı	50
1.2.3. Aşırı Belirsizlikten Kaçınma (Garar Yasağı).....	51
1.2.4. Aşırı Risk Alma ve Kumar Benzeri Davranışlardan Kaçınma (Meysir Yasağı).....	52
1.2.5. Yasak Sayılan İş ve Fiillerden Uzak Durma	53
1.2.6. Varlığa Dayalı Olma	54
1.2.7. İşlemlerin Sözleşme Tabanlı Olması	54
1.2.8. Mülkiyet Hakkına İlişkin Esaslar	55
1.3. İslami Finasta Kullanılan Finansman Modelleri.....	57
1.3.1. Mudarebe.....	58
1.3.2. Müşareke	59
1.3.3. Murabaha	61
1.3.4. İcare.....	62
1.3.5. Seleme	64
1.3.6. İstisna	65
1.3.7. Vekalet	66
1.3.8. Diğer Sözleşmeler	66
1.4. İslami Finansın Uygulama Alanları.....	68
1.4.1. Katılım Bankacılığı.....	69

1.4.2.	İslami Sermaye Piyasaları.....	72
1.4.3.	İslami Sigortacılık (Tekafül).....	73
2.	İSLAMİ FİNANSIN GELİŞİMİ.....	78
2.1.	İslami Finansın Dünyadaki Gelişimi.....	78
2.2.	İslami Finansa Dünyada Yön Veren Kuruluşlar.....	82
2.2.1.	İslam İşbirliği Teşkilatı.....	83
2.2.2.	İslam Kalkınma Bankası Grubu.....	83
2.2.2.1.	İslam Kalkınma Bankası (İKB).....	84
2.2.2.2.	İslami Araştırmalar ve Eğitim Enstitüsü (IRTI).....	85
2.2.2.3.	Yatırım ve İhracat Kredileri Sigortası İçin İslami İşbirliği Kurumu (ICIEC).....	86
2.2.2.4.	Özel Sektör Kalkınması İçin İslami İşbirliği Kurumu (ICD) ...	86
2.2.2.5.	Uluslararası İslami Ticaret Finansmanı Şirketi (ITFC).....	87
2.2.3.	İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Kurumu (AAOIFI).....	87
2.2.4.	İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB).....	89
2.2.5.	Uluslararası İslami Finans Piyasası Kurumu (IIFM).....	91
2.2.6.	Uluslararası İslami Derecelendirme Ajansı (IIRA).....	91
2.2.7.	Uluslararası İslami Likidite Yönetim Şirketi (IILM).....	92
2.3.	İslami Finansın A.B.D.'deki Gelişimi.....	92
2.4.	İslami Finansın İngiltere'deki Gelişimi.....	94
2.5.	İslami Finansın Malezya'daki Gelişimi.....	96
2.6.	İslami Finansın Türkiye'deki Gelişimi.....	99
3.	İSLAMİ SERMAYE PİYASALARI.....	115
3.1.	İslami Hisse Senedi Piyasaları.....	115
3.1.1.	İslami Hisse Senedi Endeksleri.....	116
3.1.1.1.	Dow Jones İslami Endeksleri Filtreleme Ölçütleri.....	117
3.1.1.2.	FTSE İslami Endeksleri Filtreleme Ölçütleri.....	120
3.1.1.3.	MSCI İslami Endeksleri Filtreleme Ölçütleri.....	123
3.1.1.4.	Katılım Endeksi Filtreleme Ölçütleri.....	125
3.1.1.5.	S&P İslami Endeksleri Filtreleme Ölçütleri.....	128
3.1.1.6.	Endeks Sağlayıcıların İslami Hisse Endeksi Filtreleme Ölçütlerinin Karşılaştırılması.....	130
3.1.2.	İslami Yatırım Fonları.....	135

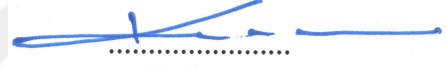

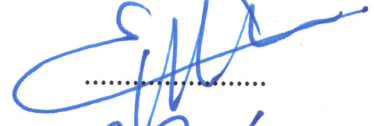
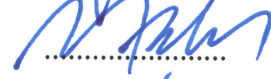
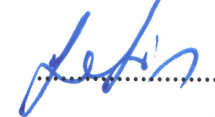
3.2. İslami Borçlanma Piyasaları.....	139
3.2.1. Sukuk (Kira Sertifikaları).....	139
3.2.1.1. Sukuk, Tahvil ve Hisse Senedi Arasındaki Farklılıklar.....	141
3.2.1.2. Sukuk Çeşitleri ve Türk Mevzuatındaki Karşılıkları	142
3.2.2. İslami Türev Ürünler.....	150
4. TEORİK ÇERÇEVE VE ÖNCEKİ ÇALIŞMALAR	154
4.1. Risk	154
4.1.1. Sistemik Risk.....	154
4.1.2. Sistemik Olmayan Risk.....	155
4.1.3. Beklenen Getiri ve Risk Ölçüm Yöntemleri	156
4.1.3.1. Beklenen Getiri	156
4.1.3.2. Risk Ölçümleri – Varyans, Standart Sapma, Kovaryans, Korelasyon.....	157
4.1.3.3. Risk Ölçümleri – Oynaklık (Volatilité).....	159
4.2. Modern Portföy Teorisi ve Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli.....	160
4.3. Finansal Piyasalar Arasındaki Bilgi Yayılımı – Oynaklık Yayılım Etkisi.....	164
4.3.1. Ayrışma Hipotezi	165
4.3.2. Finansal Bulaşma	165
4.4. Önceki Çalışmalar	166
4.4.1. Yurtdışında Yapılan Çalışmalar	167
4.4.2. Türkiye’de Yapılan Çalışmalar	180
5. İSLAMİ HİSSE SENEDİ PİYASALARI İLE GELENEKSEL HİSSE SENEDE PİYASALARI ÜZERİNE KARŞILAŞTIRMALI BİR ANALİZ	184
5.1. Araştırmanın Bulguları.....	184
5.1.1. Getiri Serilerine Ait Tanımlayıcı İstatistikler ve Grafikler	184
5.1.2. Birim Kök Testleri Sonuçları.....	187
5.1.3. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerinin Performanslarının Belirlenmesi.....	188
5.1.4. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerinin Oynaklıklarının Tahmin Edilmesi.....	190
5.1.4.1. Serilerin Durağanlığının Belirlenmesi.....	191
5.1.4.2. En Uygun Ortalama Denklemine Belirlenmesi	191
5.1.4.3. Serilerde ARCH Etkisinin Varlığının Belirlenmesi	192

5.1.4.4. Oynaklıkların Farklı Modellerle Tahmin Edilmesi	193
5.1.4.5. En Uygun Oynaklık Modellerinin Belirlenmesi	198
5.1.4.6. Hisse Senedi Endekslerinin Oynaklıklarının Karşılaştırılması.....	200
5.1.5. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerinin Oynaklıkları İle Getirileri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi.....	210
5.1.6. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endeksleri Arasındaki Nedensellik İlişkilerinin Belirlenmesi.....	215
SONUÇ	223
KAYNAKÇA.....	232
TABLolar LİSTESİ	252
ŞEKİLLER LİSTESİ	255
ÖZGEÇMİŞ	256

TEZ ONAY SAYFASI

Karabük Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Fatih GÜÇLÜ'ye ait "İslami Hisse Senedi Piyasaları ile Geleneksel Hisse Senedi Piyasaları Üzerine Karşılaştırmalı Bir Analiz: A.B.D., İngiltere, Malezya ve Türkiye Örneği" adlı bu tez çalışması Tez Kurulumuz tarafından İşletme Anabilim Dalı Doktora programı tezi olarak oybirliği / ~~oyçokluğu~~ ile kabul edilmiştir.

	Akademik Unvanı, Adı ve Soyadı	İmzası
Tez Kurulu Başkanı	: Prof. Dr. Kerim BANAR	
Üye	: Prof. Dr. Süleyman DÜNDAR	
Üye	: Doç. Dr. Emrah İsmail ÇEVİK	
Üye	: Doç. Dr. Muhammet BELEN	
Danışman Üye	: Dr. Öğr. Üyesi Metin KILIÇ	

Tez Sınavı Tarihi: 28.09.2018

Karabük Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu bu tez ile **Doktora** derecesini onamıştır.

Doç. Dr. Sinan YILMAZ

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdür V.



DOĞRULUK BEYANI

Doktora tezi olarak sunduğum bu çalışmayı bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı herhangi bir yola tevessül etmeden yazdığımı, araştırmamı yaparken hangi tür alıntıların intihal kusuru sayılacağını bildiğimi, intihal kusuru sayılabilecek herhangi bir bölüme araştırmamda yer vermediğimi, yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu ve bu eserlere metin içerisinde uygun şekilde atıf yapıldığını beyan ederim.

Enstitü tarafından belli bir zamana bağlı olmaksızın, tezimle ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak ahlaki ve hukuki tüm sonuçlara katlanmayı kabul ederim.

Adı Soyadı: Fatih GÜÇLÜ

İmza :



ÖNSÖZ

Uygulamada katılım bankacılığı ile toplum içerisinde bilinirlik kazanan “İslami Finans” çalışmaları, faizden uzak durmak isteyen kişiler için değerli bir hizmeti yerine getirmektedir. Ne denli İslami oldukları ve geleneksel finans sisteminden çok da farklı olmadıkları yönünde çeşitli eleştiriler almakta olan İslami finans uygulamalarının, tam manasıyla İslami bir finans sisteminin oluşturulmasının başlangıç ve geçiş döneminde olduğu varsayıldığında, zaman içerisinde daha İslami ve özgün bir hüviyete kavuşacağını düşünmenin yanlış olmayacağı kanaatindeyim. İslami finans literatürüne katkı vermek motivasyonu ile ortaya çıkan bu çalışmanın, İslami finansın kâr/zarar ortaklığı ve risk paylaşımı prensiplerine en uygun yatırım türü olduğunu düşündüğüm hisse senedi piyasaları alanında, yatırımcılar ve düzenleyici otoriteler nezdinde farkındalık yaratacağını ve bu alana ilgiyi artıracığını umut etmekteyim.

Tez konusunun belirlendiği günden son güne kadar benden desteğini hiçbir zaman esirgemeyen danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Metin KILIÇ hocama şükranlarımı sunarım. Tez yazım sürecinde verdikleri katkılar ve yapıcı eleştirileri nedeniyle Tez İzleme Komitesi Üyeleri Prof. Dr. Kerim BANAR ve Prof. Dr. Süleyman DÜNDAR’a, yine bu süreçte bana her zaman yardımcı olan Doç. Dr. Muhammet BELEN ve ekonometrik analizlerde yardımlarını esirgemeyen Doç. Dr. Emrah İsmail ÇEVİK hocalarıma teşekkür ederim. Desteğini daima yanımda hissettiğim ve her ihtiyaç duyduğumda yardımına koşan, ağabeyim Doç. Dr. Serhan GÜRKAN hocama, benim için kıymeti vakitlerini ayırıp, fikirlerini paylaşan Öğr. Gör. Sertaç ERCAN, Öğr. Gör. Baki Tuna YAZICI, Arş. Gör. Mehmet GÖKERİK, Arş. Gör. Feyzullah Esad ŞEKKELİ ve diğer mesai arkadaşlarıma teşekkürlerimi sunarım. Dualarını ve manevi desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen anneme, babama, ablama, ağabeylerime ve bu yoğun çalışma sürecinde kendisine vakit ayıramadığım, ancak bunu engin bir hoşgörü ile karşılayıp her zaman yanımda olan eşime teşekkürü bir borç bilirim.

ÖZ

İslami hisse senedi piyasaları, geleneksel hisse senedi piyasalarında işlem gören hisse senetlerinin faaliyet alanı ve borçluluk durumuna ilişkin çeşitli filtreleme ölçütlerine tabi tutulduğu, söz konusu filtreleme ölçütlerine uygun olan hisse senetlerinden oluşan hisse senedi piyasalarıdır. Araştırmada, Modern Portföy Teorisi ve Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli çerçevesinde, İslami hisse senedi piyasalarının geleneksel hisse senedi piyasalarından getiri, risk ve finansal bulaşma bağlamında ne ölçüde farklılaştığının belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu amaca yönelik olarak Türkiye, Malezya, A.B.D. ve İngiltere İslami hisse senedi endeksleri ile geleneksel hisse senedi endekslerinin getiri performansı risk ayarlı performans ölçütlerinden Jensen alfa, Sharpe oranı ve Treynor oranı ile, oynaklıkları ise GARCH, EGARCH ve GJR-GARCH modeller kullanılarak tahmin edilmiş ve karşılaştırılmıştır. Karşılaştırma yalnızca İslami ve geleneksel hisse senedi piyasaları arasında değil, farklı ülkelerin İslami hisse senedi piyasaları arasında da yapılmıştır. Bununla birlikte söz konusu ülkelerin İslami hisse senedi piyasalarının aralarındaki ilişkiler Hong iki aşamalı nedensellik testi ile incelenerek hem İslami ve geleneksel hisse senedi piyasaları arasındaki hem de uluslararası İslami hisse senedi piyasaları arasındaki finansal bulaşma etkileri belirlenmeye çalışılmıştır.

Araştırmanın bulguları incelendiğinde; Türkiye ve Malezya İslami hisse senedi piyasaları geleneksel karşılıklarından daha iyi getiri performansı gösterirken, aynı durumun A.B.D. ve İngiltere İslami hisse senedi piyasaları için söz konusu olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Oynaklıklar açısından bakıldığında, Türkiye İslami hisse senedi piyasasının oynaklığı geleneksel hisse senedi piyasasından daha düşük, Malezya İslami hisse senedi piyasasının oynaklığı geleneksel karşılığı ile benzer, A.B.D. ve İngiltere İslami hisse senedi piyasalarının oynaklıkları ise geleneksel hisse senedi piyasalarından daha yüksek bulunmuştur. Söz konusu İslami hisse senedi piyasalarının oynaklıkları kendi aralarında karşılaştırıldığında ise en yüksek oynaklığa sahip İslami hisse senedi piyasası Türkiye'ye, en düşük oynaklığa sahip olan ise Malezya'ya aittir. Nedensellik

testi sonuçlarına göre, Malezya hariç hiçbir ülkenin İslami hisse senedi piyasaları ile geleneksel hisse senedi piyasaları arasında hem ortalama getirilerde hem de varyanslarında bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. Farklı ülkelerin İslami hisse senedi piyasaları arasındaki nedensellik analizi sonuçlarına bakıldığında ise A.B.D. ve Türkiye arasındaki ilişki haricinde, gelişmiş ülkelerin İslami hisse senedi piyasalarından, gelişmekte olan ülkelerin İslami hisse senedi piyasalarına doğru bir nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlara göre, İslami hassasiyetlere sahip yatırımcılar, yüksek getiriden taviz vermeden düşük riskli İslami hisse senedi piyasalarına yatırım yapma şansına sahiptir. Hisse senedi yatırımlarına dini referanslarla yaklaşmayan yatırımcılar ise İslami hisse senedi piyasalarına yatırım yaparak, portföylerinin risklerini düşürebilirler. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerin İslami hisse senedi piyasaları arasında yapılacak portföy çeşitlendirmesi, uluslararası çeşitlendirme avantajı sağlamaktadır.

Anahtar Kelimeler: İslami Finans, İslami Hisse Senedi Piyasaları, Risk ve Getiri, Oynaklık.

ABSTRACT

Islamic stock markets are consisting of stocks that are subject to various filtering criteria related to the field of activity and indebtedness of stocks traded on conventional stock markets. The research aimed to determine the extent to which Islamic stock markets differed in terms of return, risk and financial contagion from conventional stock markets in the context of the Modern Portfolio Theory and Capital Asset Pricing Model. In order to achieve this purpose, return performance of Turkey, Malaysia, USA and UK Islamic stock indices and their conventional counterparts are estimated and compared using Jensen's alfa, Sharpe ratio and Treynor ratio which are known as risk-adjusted performance measures, and also volatilities of these indices are estimated and compared using GARCH, EGARCH and GJR-GARCH models. The comparison is made not only between the Islamic and conventional stock markets, but also among Islamic stock markets of different countries. Besides, the relations between Islamic stock markets of the countries are examined by the Hong two-stage causality test, so that the effects of financial contagion between Islamic stock markets and their conventional counterparts and also international Islamic stock markets were tried to be determined.

According to the findings of the research; while Turkey and Malaysia Islamic stock markets show better performance than conventional counterparts, performance results of U.S. and U.K. Islamic stock markets are opposite. In terms of volatility, the volatility of Turkey Islamic stock market is lower than the conventional stock market, the volatility of the Malaysia Islamic stock market is similar to its conventional counterpart, the volatilities of USA and U.K. Islamic stock markets are higher than the conventional counterparts. When the volatilities of the Islamic stock markets are compared among themselves, Turkey Islamic stock market has the highest volatility and Malaysia Islamic stock market has the lowest. According to the results of the causality test, there is no causality relationship between Islamic and conventional stock markets of any country except Malaysia, both in average returns and their variances. When looking at the results of the causality analysis between Islamic stock markets of different

countries, it is concluded that there is a causality relationship from Islamic stock markets of the developed countries towards Islamic stock markets of the developing countries. However, causality relations between USA and Turkey are differing from this conclusion. According to these results, investors with Islamic sensitivities have the chance to invest in low-risky Islamic stock markets without sacrificing high returns. Besides, investors who do not consider the stock investments with religious references may be able to reduce the risks of their portfolio by investing in Islamic stock markets. In addition, portfolio diversification between Islamic stock markets of developing countries provides the advantage of international diversification.

Keywords: Islamic Finance, Islamic Stock Markets, Risk and Return, Volatility.

ARŞİV KAYIT BİLGİLERİ

Tezin Adı	İslami Hisse Senedi Piyasaları ile Geleneksel Hisse Senedi Piyasaları Üzerine Karşılaştırmalı Bir Analiz: A.B.D., İngiltere, Malezya ve Türkiye Örneği
Tezin Yazarı	Fatih GÜÇLÜ
Tezin Danışmanı	Dr. Öğr. Üyesi Metin KILIÇ
Tezin Derecesi	Doktora
Tezin Tarihi	28.09.2018
Tezin Alanı	İşletme
Tezin Yeri	KBÜSBE-Karabük
Tezin Sayfa Sayısı	261
Anahtar Kelimeler	İslami Finans, İslami Hisse Senedi Piyasaları, Risk ve Getiri, Oynaklık

ARCHIVE RECORD INFORMATION

Name of the Thesis	A Comparative Analysis of Islamic Stock Markets and Conventional Stock Markets: Evidence from USA, UK, Malaysia and Turkey
Author of the Thesis	Fatih GÜÇLÜ
Advisor of the Thesis	Assist. Prof. Dr. Metin KILIÇ
Status of the Thesis	PhD
Date of the Thesis	28.09.2018
Field of the Thesis	Business Administration
Place of the Thesis	KBÜSBE-Karabük
Total Page Number	261
Keywords	Islamic Finance, Islamic Stock Markets, Risk and Return, Volatility

KISALTMALAR

AAOIFI	: İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Kurumu
A.B.D.	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Genişletilmiş Dickey Fuller Birim Kök Testi
AIC	: Akaike Bilgi Kriteri
ARCH	: Otoregresif Koşullu Değişen Varyans
ARCH-LM	: ARCH Lagrange Çarpanı
ARCH-M	: Ortalamada ARCH
ARCIFI	: İslami Finans Kurumları Uzlaşısı ve Arabuculuk Merkezi
ARMA	: Otoregresif Hareketli Ortalama
ASEAN	: Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği
BAE	: Birleşik Arap Emirlikleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIST100	: Borsa İstanbul 100 Endeksi
BRIC	: Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin
CCF	: Çapraz Korelasyon Fonksiyonu
CIBAFI	: İslami Bankalar ve Finans Kurumları Genel Konseyi
DJ	: Dow Jones
DJIND	: Dow Jones Endüstri Ortalama Endeksi
DJISUS	: Dow Jones İslami Piyasa A.B.D. Endeksi
DJİP	: Dow Jones İslami Piyasa
FTSE	: Financial Times Stock Exchange
FTSE100	: Financial Times Hisse Senedi 100 Endeksi
EGARCH	: Üstel GARCH
GARCH	: Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans
GARCH-M	: Ortalamada GARCH
GCC	: Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi
GED	: Genelleştirilmiş Hata Dağılımı
GMYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

GJR-GARCH	: Eşik GARCH
GSYO	: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
HJRAH	: FTSE Malezya Borsası Hijrah Şer'i Endeksi
HQ	: Hannan-Quinn Bilgi Kriteri
Hz.	: Hazret
IASB	: Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu
ICD	: Özel Sektör Kalkınması İçin İslami İşbirliği Kurumu
ICIEC	: Yatırım ve İhracat Kredileri Sigortası İçin İslami İşbirliği Kurumu
IFSB	: İslami Finansal Hizmetler Kurulu
IIFM	: Uluslararası İslami Finans Piyasası Kurumu
IILM	: Uluslararası İslami Likidite Yönetim Şirketi
IIRA	: Uluslararası İslami Derecelendirme Ajansı
IMF	: Uluslararası Para Fonu
IRTI	: İslami Araştırmalar ve Eğitim Enstitüsü
ITFC	: Uluslararası İslami Ticaret Finansmanı Şirketi
İİT	: İslam İşbirliği Teşkilatı
İKB	: İslam Kalkınma Bankası
KAT30	: Katılım 30 Endeksi
KDV	: Katma Değer Vergisi
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KLCI	: FTSE Malezya Borsası KLCI Endeksi
KLSI	: Kuala Lumpur Stock Exchange Syariah Index
MENA	: Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesi
MIFC	: Malezya Uluslararası İslami Finans Merkezi
MSCI	: Morgan Stanley Capital International
MSCIUKIS	: Morgan Stanley Capital International İngiltere İslami Endeksi
MYR	: Malezya Ringiti
ÖFK	: Özel Finans Kurumu
PP	: Phillips-Perron Birim Kök Testi
S&P	: Standart & Poor's
SIC	: Schwarz Bilgi Kriteri
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu

SPVs	: Special Purpose Vehicles
SVFM	: Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TKBB	: Türkiye Katılım Bankaları Birliği
TL	: Türk Lirası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
USD	: A.B.D. Doları
VAR	: Vektör Otoregresif
VKŞ	: Varlık Kiralama Şirketi
yy.	: Yüzyıl

ARAŞTIRMANIN KONUSU

AraŐtiranın konusu, Türkiye, Malezya, A.B.D. ve İngiltere hisse senedi piyasalarında işlem gören İŐlami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin getiri performanslarının ve oynaklıklarının karşılaştırılması ile hem her ülkenin kendi içerisinde İŐlami ve geleneksel hisse senedi endeksleri arasındaki hem de farklı ülkelerin İŐlami hisse senedi endeksleri arasındaki nedensellik ilişkilerinin belirlenmesidir.

ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Müslümanlar, İŐlam dininin başta faiz yasağı olmak üzere ticari ve iktisadi alanı düzenleyen kaideleri nedeniyle, faize dayalı küresel finansal sistem içerisinde tasarruflarını yatırıma dönüŐtürme noktasında büyük sorunlar yaŐamaktadır. nemli bir kitle, dini hassasiyetleri doğrultusunda faizli finansal hizmetlerden uzak durmakta, bu durum hatırı sayılır büyüklükte bir kaynağın âtil bir halde bulunmasına neden olmaktadır. Bu husus yalnızca fon arz eden yatırımcılar için değil, aynı zamanda faizli borç kullanmak istemeyen giriŐimciler ve Şirketler için de yatırımların finansmanının sağlanması noktasında dikkate değer bir engel teşkil etmektedir. Bahsedilen problemlerin bir sonucu olarak İŐlami finans, Müslümanların bu sorunlarına czm bulmak ve geleneksel faiz tabanlı finans sistemine alternatif olmak amacıyla ortaya konan cbaların genel adı olarak tanımlanabilir. Bu cbaların en bilindik ve gösterdiği gelişim itibariyle görece en baŐarılısı katılım bankacılığıdır. Ne var ki finansal sistem, sadece bankalardan ibaret değildir. Finansal sistemin en önemli unsurlarından birisi olan hisse senedi piyasaları, yatırımların zsermaye ile finansmanını sağlamakta ve hisse senedi yatırımcılarına banka mevduatı ve borçlanma araçlarından daha yüksek getiri sağlamaktadır. Yatırımcılarına sermaye ve temettü getirisi sağlaması yönüyle de faizden uzak durmak isteyen yatırımcılar için bu yatırımlar, ilk etapta makul ve meşru bir yatırım aracı olarak görülmektedir. Ayrıca İŐlam'ın ticarete risk paylaşımını emretmesi ve borçlanma yerine ortaklığı tavsiye etmesi, hisse senedi yatırımlarının Müslümanlar açısından cazibesini artırmaktadır. Hisse senedi piyasalarının İŐlam'ın kaideleri ile uyumlu bu yapısının yanında, yine İŐlam'ın birtakım kuralları ile cliŐen özellikleri de

bulunmaktadır. İslami açıdan, ister hisse senedi vasıtasıyla olsun ister doğrudan olsun, her şirkete ortak olmak mümkün değildir. Ortak olunacak ve kârından pay alınacak şirketin öncelikle, İslam'ın yasakladığı alkol, kumar, faiz vb. birtakım alanlarda faaliyet göstermiyor olması elzemdir. Bununla birlikte şirketin gelirlerinin bu faaliyetlerden sağlanmaması, faizli gelirinin ve borcunun olmaması gerekmektedir. Ne var ki, bireysel yatırımcıların payları hisse senedi piyasalarında işlem gören tüm şirketleri incelemesi ve hangilerinin İslami açıdan yatırıma uygun olduğunu belirlemesi mümkün değildir. Bu bağlamda İslami hisse senedi endeksleri, geleneksel hisse senedi piyasalarında işlem gören İslam'a uygun hisse senetlerini, kullandıkları İslami filtreleme ölçütleri ile yatırımcılar için belirlemektedir. Bu endeksler, özellikle kullandıkları finansal ölçütlerin ne kadar İslami olduğuna dair birtakım eleştirilere maruz kalsalar da finansal sistemin en önemli unsurlarından birine alternatif oluşturmaları anlamında, önemli bir hizmeti yerine getirmektedirler.

Rasyonellik varsayımına dayanan Modern Portföy Teorisi, bu varsayım çerçevesinde yatırımcıların risk-getiri dengesi en uygun olan portföylere yatırım yapması gerektiğini vurgular. Ek risk üstlenen yatırımcılar, aldıkları bu riskin karşılığında daha yüksek getiri beklerler. Bu bağlamda tüm yatırımcıların, yatırımlarının risk ve getiri durumunu bilmeleri ve bu doğrultuda karar vermeleri gerekmektedir. Söz konusu realite, İslami hassasiyete sahip yatırımcılar için de geçerlidir. İslami hisse senedi piyasalarında işlem gören hisse senetlerinin, birtakım İslami filtreleme ölçütlerini karşılama zorunluluğu nedeniyle bu piyasaların hisse senedi evreninin geleneksel hisse senedi piyasalarına göre küçük olduğu bilinmektedir. Bu durum hem getiri hem de çeşitlendirme bağlamında İslami hisse senedi piyasaları için bir dezavantaj oluşturmaktadır. Ancak İslami hisse senedi piyasalarında yer alan hisse senetlerinin paylarını temsil ettiği şirketlerin düşük borç/özsermaye oranına sahip olmaları, İslami hisse senedi yatırımlarının riskinin daha düşük olması gerektiği şeklinde yorumlanabilir. Bu noktada, İslami hisse senedi piyasalarının, geleneksel emsallerine nazaran nasıl bir risk-getiri dengesine sahip oldukları, yatırımcıların açısından cevaplanması gereken mühim bir sorudur.

Modern Portföy Teorisi ve Modern Portföy Teorisini temel alan Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM) bağlamında riskin ölçüsü, varyans ve standart sapmadır. Bu yaklaşım, getiri serilerinin varyansının zamandan bağımsız olduğunu varsaymaktadır. Ancak bu yaklaşımın aksine, getiri serileri gibi yüksek frekanslı zaman

serilerinin varyanslarının sabit olmadığı, değişen varyans (heteroskedasticity) özelliği gösterdiği bilinmektedir. Bu nedenle hisse senedi piyasalarının riskinin Engle'in (1982) çalışmasıyla ortaya koyduğu ve daha sonra pek çok yazarın katkılarıyla geliştirilen ve ARCH ailesi modeller olarak bilinen otoregresif koşullu değişen varyans modelleriyle tahmin edilmesi, riskin belirlenmesinde daha gerçekçi sonuçlar verebilmektedir. Bu bağlamda araştırmada incelenen İslami ve geleneksel hisse senedi piyasalarının riski, SVFM'ye dayalı yöntemlerin yanında, ARCH ailesi oynaklık modelleri kullanılarak ölçülmüştür. Ayrıca, İslami ve geleneksel hisse senedi piyasalarında risk-getiri ilişkisi yine SVFM tabanlı risk ayarlı performans ölçüm yöntemleri ile birlikte ARCH ailesi modelleri temel alan ARCH-M modeller vasıtası ile belirlenmeye çalışılmıştır.

Modern Portföy Teorisi, aralarındaki ilişkinin zayıf veya ters yönlü olduğu menkul kıymetlerle oluşturulacak iyi çeşitlendirilmiş portföyler vasıtasıyla, sistematik olmayan riskin minimize edilebileceğinin altını çizmektedir. Burada menkul kıymetler arasındaki ilişkinin ölçüsü, kovaryans ve korelasyon katsayısıdır. Bu bağlamda Modern Portföy Teorisine göre portföyün riski, içerisinde yer alan menkul kıymetlerin tek tek riskleri ile değil, getirileri arasındaki ilişkinin derecesi ile ölçülür. Başka bir ifadeyle, yüksek getirili ve aynı zamanda yüksek riskli bir menkul kıymet portföye dahil edildiğinde, bu menkul kıymet ile portföydeki diğer menkul kıymetler arasında negatif bir korelasyon ilişkisi mevcut ise söz konusu menkul kıymet, beklenen getiriden taviz vermeden portföyün riskini düşürür. Çeşitlendirme uluslararası piyasalar arasında yapıldığında, farklı ülkelerin aralarındaki ilişkilerin daha zayıf olması nedeniyle, portföylerin riskinin daha da düşürülmesi mümkündür. Menkul kıymetlerin ya da piyasaların aralarındaki ilişkiler, korelasyon katsayısı ile belirlenebileceği gibi eşbütünleşme ve nedensellik analizleri ile de belirlenebilmektedir. Aralarında eşbütünleşme veya nedensellik ilişkisi bulunan menkul kıymet ya da piyasalar birlikte hareket etmekte ve aralarında bilgi yayılımları gerçekleşmektedir. Bu şekilde birlikte hareket eden piyasalar arasında çeşitlendirme yapmak, portföyün riskini olumsuz yönde etkilemekte, diğer bir deyişle çeşitlendirme avantajını ortadan kaldırmaktadır.

Küreselleşme ve teknolojinin hızlı gelişimi, kapalı ekonomilere sahip birtakım gelişmekte olan ülke piyasalarının liberalleşme sürecini hızlandırmış ve gelişmiş ülkelerin finansal piyasaları ile gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarının entegrasyon düzeyini artırmıştır. Piyasaların birbirine entegre olmasının, ekonomik büyümeyi hızlandırma, sermaye maliyetlerinin düşmesi, bireysel yatırımcıların farklı

ülkelerin piyasalarına daha kolay erişimi, piyasaların hacminin ve likiditesinin artması gibi pek çok avantajı bulunmaktadır (Dewandaru, Rizvi, Masih, Masih ve Alhabshi, 2014, s. 554; Hussin ve diğerleri, 2013, s. 18). Ancak tüm bu avantajlar, piyasaların birlikte hareket etme eğilimi içerisine girmesini beraberinde getirmektedir. Entegrasyon düzeyinin artması ile birlikte bir piyasada yaşanan şoklar diğer piyasaları da etkisi altına almakta, dolayısıyla piyasalar dışardan gelebilecek şoklara daha duyarlı hale gelmektedir. Literatürde piyasalar arası bilgi yayılımı ya da finansal bulaşma kavramları ile açıklanan bu olgu, daha önce de belirtildiği gibi uluslararası çeşitlendirmenin portföy riskinin düşürülmesi noktasındaki katkısını olumsuz yönde etkilemektedir. Genel anlamında tüm piyasaları etkileme gücüne sahip bu olgunun, İslami hisse senedi piyasalarını ne derece etkilediği hususu, pek çok araştırmaya konu olmaktadır. Zira İslami hisse senedi piyasalarının geleneksel piyasalarda yaşanan gelişmelere duyarlı olması beklense de, sektörel bazda birtakım kısıtları karşılayan ve düşük kaldıraç oranlarına sahip şirketlerin hisse senetlerini bünyelerinde barındırmaları nedeniyle bu piyasaların, finansal bulaşma etkisinden uzak kalabilme ihtimalleri mevcuttur. Bu önermenin sağlanması halinde, İslami hisse senedi piyasalarının yatırımlara dini hassasiyetlerle yaklaşan yatırımcıların yanında, böyle bir hassasiyete sahip olmayan ancak çeşitlendirme avantajından yararlanmak isteyen yatırımcılar için de cazip bir seçenek olacağı ve bu sayede bu piyasaların işlem hacimlerinin ve likiditelerinin artacağı açıktır.

Araştırmanın amacı, Modern Portföy Teorisi ve SVFM çerçevesinde, İslami hisse senedi piyasalarının geleneksel hisse senedi piyasalarından getiri, risk ve finansal bulaşma bağlamında ne ölçüde farklılaştığının belirlenmesidir. Bu amaca yönelik olarak Türkiye, Malezya, A.B.D. ve İngiltere İslami hisse senedi endeksleri ile geleneksel hisse senedi endekslerinin getiri performansı risk ayarlı performans ölçütleri ile, oynaklıkları ise GARCH, EGARCH ve GJR-GARCH modeller kullanılarak tahmin edilmiş ve karşılaştırılmıştır. Karşılaştırma yalnızca İslami ve geleneksel hisse senedi piyasaları arasında değil, farklı ülkelerin İslami hisse senedi piyasaları arasında da yapılmıştır. Bununla birlikte söz konusu ülkelerin İslami hisse senedi endekslerinin aralarındaki ilişkiler Hong nedensellik testi ile incelenerek hem İslami ve geleneksel hisse senedi piyasaları arasındaki hem de uluslararası İslami hisse senedi piyasaları arasındaki finansal bulaşma etkileri belirlenmeye çalışılmıştır. Araştırmanın ana amacı ile ilintili olarak şu sorulara cevap aranmıştır;

- İslami hisse senedi piyasalarına yatırım yapan kişiler diğer yatırımcılara göre nasıl bir getiri elde etmektedir?
- İslami hisse senedi piyasaları ile geleneksel hisse senedi piyasalarının oynaklıkları arasında farklılık var mıdır?
- Farklı ülkelerin İslami hisse senedi piyasalarının oynaklıkları arasında farklılık var mıdır?
- İslami hisse senedi piyasalarının oynaklıkları ile getirileri arasında bir ilişki var mıdır?
- İslami hisse senedi piyasaları, geleneksel hisse senedi piyasalarından ayrışmakta mıdır?
- Farklı ülkelerdeki İslami hisse senedi piyasaları arasında bilgi yayılımı ve oynaklık yayılım etkileri var mıdır?
- Yatırımcılar farklı ülkelerin İslami hisse senedi piyasalarına yatırım yaparak uluslararası portföy çeşitlendirmesinin avantajlarından yararlanma olanağına sahip midir?

Son yıllarda, İslami hisse senetlerini inceleyen ampirik araştırmaların sayısında tüm dünyada önemli bir artış yaşanmıştır. Türkiye bağlamında ise İslami finans alanında yapılan çalışmaların sayısı her geçen gün artsa da bu çalışmaların büyük çoğunluğu katılım bankacılığı üzerinedir. Ülkemizde İslami hisse senedi piyasalarına ilişkin literatür oldukça kısıtlıdır. Çalışmanın halihazırdaki literatüre pek çok açıdan katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bunların başında, Türkiye İslami hisse senedi piyasasının, dünyanın en gelişmiş iki finansal piyasası ve en gelişmiş İslami piyasası ile getiri performansı, risk ve oynaklık yayılım etkileri açısından karşılaştırılması gelmektedir. Böylelikle Türkiye İslami hisse senedi piyasasının dünyadaki yeri ve diğer piyasalarla ilişkileri net bir şekilde ortaya koyulmaktadır. Katılım Endeksinin oynaklığının farklı ülke İslami hisse senedi endeksleri ile karşılaştırılması ve bu endeksler ile arasındaki ilişkilerin belirlenmesi yönüyle, bilindiği kadarıyla Türkiye’de yapılan ilk çalışma olma özelliği göstermektedir. Araştırmanın yatırımcılar açısından önemi ise iki farklı yatırımcı profili üzerinden değerlendirilebilir. İlk olarak hisse senedi yatırımlarına İslami duyarlılık penceresinden bakan yatırımcılar için, bu duyarlılıklarının yatırımlarından elde etmeyi umdukları getirilerini pozitif ya da negatif yönde nasıl etkilediğini, diğer bir yatırımcı profili olan hisse senedi yatırımına dini bir referans noktasından bakmayan yatırımcılar için ise İslami hisse senedi yatırım yapmanın hem

getiri hem de portföylerin riskini azaltma noktasında bir faydası olup olmadığını görmelerine yardımcı olacaktır.

ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

I. Birim Kök Testleri

Araştırmada kullanılan yöntemlerden SVFM tek endeks regresyon modeli ve oynaklıkların tahmin edildiği ARCH tipi modellerde kullanılacak serilerin durağan olması, başka bir ifadeyle birim kök içermemesi gerekmektedir. Durağanlık kısaca şu şekilde tanımlanabilir; eğer bir zaman serisi durağan ise ortalaması, varyansı ve otokovaryansı her ölçüm için aynı sonucu verir. Diğer bir ifadeyle, serinin ortalaması, varyansı ve otokovaryansı zamandan bağımsızdır. Durağan olmayan serilerin ortalaması ve varyansı zamana bağlı olarak değişkenlik gösterir. Birim kök içeren serilerle yapılan analizler genelleştirilemez. Yalnızca belirli zaman periyotları için yorumda bulunulabilir. Bu nedenle durağan olmayan serilerle tahmin ve öngöründe bulunmak çok anlamlı değildir. Söz konusu durum özellikle regresyon analizinde, değişkenler arasında gerçekte var olmayan ilişkilerin anlamlı olarak bulunması olarak tanımlanan “sahte regresyon” problemine neden olmaktadır (Gujarati ve Porter, 2009, s. 741–748).

Araştırma kapsamında incelenen hisse senedi endekslerine ait getiri serilerinin durağanlığı, Genişletilmiş Dickey Fuller Birim Kök Testi (ADF-Augmented Dickey Fuller Unit Root Test) (1979, 1981) ve Phillips-Perron Birim Kök Testi (PP) (1988) kullanılarak araştırılmıştır.

ADF birim kök testinde sabit terimsiz-trendsiz, sabit terimli ve sabit terimli-trendli olmak üzere üç model formu bulunmaktadır. Söz konusu model formlarının matematiksel ifadeleri şu şekildedir;

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{Sabit Terimsiz-Trendsiz Model} \quad \text{Denklem 1}$$

$$\Delta Y_t = \mu + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{Sabit Terimli Model} \quad \text{Denklem 2}$$

$$\Delta Y_t = \mu + \beta t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{Sabit Terimli ve Trendli Model} \quad \text{Denklem 3}$$

ADF birim kök testinde, yukarıdaki üç model formu için test edilen hipotezler şu şekilde ifade edilir;

H_0 : $\delta = 0$ Seri birim kök içermektedir ve durağan değildir.

H_1 : $\delta < 0$ Seri birim kök içermemektedir ve durağandır.

δ parametresi negatif ve t istatistiği Dickey-Fuller tarafından oluşturulan kritik tablo değerlerinden küçükse H_0 reddedilerek serinin durağan olduğu söylenir (İncekara, Yerdelen Tatoğlu ve Ustaoglu, 2014, s. 87).

Serilerin durağanlığını araştırmada kullanılan bir diğer test ise PP birim kök testidir. PP testi, ADF testi oluşturulan modelin tahmin edilmesine ve δ katsayısının t istatistiğinin ardışık bağımlılık ve değişen varyans durumu için modifiye edilmesine dayanmaktadır. Dolayısıyla PP testi, ADF testinde kullanılan üç model formu üzerinden gerçekleştirilmektedir. Test edilen hipotezler ve kritik tablo değerleri de ADF birim kök testi ile aynıdır (Çevik, 2011, s. 73).

II. Risk Ayarlı Performans Ölçütleri

Araştırmada, araştırma kapsamında incelenen hisse senedi endekslerinin getiri performansları, literatürde en sık kullanılan risk ayarları performans ölçütlerinden; Jensen alfa, Sharpe oranı ve Treynor oranı ölçütleri kullanılarak ölçülmüştür.

A. Jensen Alfa Ölçütü

Michael C. Jensen (1968) çalışmasında, SVFM modeline bir alfa (α) sabit terimi eklemiştir. Jensen alfa olarak adlandırılan bu terim, portföy yöneticilerinin SVFM ile hesaplanan portföyün beklenen getirisi üzerinde ya da altında getiri sağlayıp sağlamadıklarını ölçmektedir. Pozitif alfa katsayısı yüksek performansı, negatif alfa katsayısı ise düşük performansı göstermektedir (Ross, Westerfield ve Jaffe, 2013, s. 375). Jensen alfa ölçütü, “tek endeks modeli” olarak da adlandırılan şu formül ile hesaplanmaktadır;

$$R_i - R_f = \alpha + \beta_i (R_m - R_f) + \varepsilon_t \quad \text{Denklem 4}$$

Burada;

R_i , i endeksinin ortalama getirisini,

R_f , risksiz faiz oranının ortalamasını,

α , endeksin alfa katsayısını

β_i , i endeksinin sistematik riskini,

R_m , piyasa getirisinin ortalamasını

ε_t , hata terimini ifade etmektedir.

B. Sharpe Oranı

Sharpe oranı, SVFM'nin teorisyenlerinden biri olan William F. Sharpe (1966) tarafından geliştirilmiştir. Risk-kazanç dengesinin bir ölçümü olan Sharpe oranı, portföyün riskini portföyün getirisinin standart sapması olarak kabul etmektedir. Buradan hareketle portföyün bir birimlik riskine karşılık risksiz faiz oranı üzerinde ne kadarlık aşırı getiri elde edildiği hesaplanmaktadır. Bu sayede, farklı risk düzeylerine sahip olan portföylerin risk ayarlı performanslarının karşılaştırılması mümkün olmaktadır (Krichene, 2013, s. 458). Daha yüksek Sharpe oranına sahip olan endekslerin, daha iyi performansa sahip olduğu kabul edilir (Rana ve Akhter, 2015, s. 7). Sharpe oranı şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i} \quad \text{Denklem 5}$$

Burada;

R_i , i endeksinin ortalama getirisini,

R_f , risksiz faiz oranının ortalamasını,

σ_i , i endeksinin standart sapmasını ifade etmektedir.

C. Treynor Oranı

Treynor oranı, Jack L. Treynor tarafından (1965) yılında geliştirilmiştir. Treynor oranının Sharpe oranından farkı, risk ölçütü olarak portföyün standart sapması yerine, endeksin/portföyün sistematik riskini ölçen ve SVFM'den elde edilen betasını almasıdır. Bu bağlamda Treynor oranı ile portföyün bir birimlik sistematik riskine karşılık risksiz faiz oranı üzerinde ne kadarlık aşırı getiri elde edildiği hesaplanmaktadır. Sharpe oranında olduğu gibi daha yüksek Treynor oranı, daha başarılı performansı işaret etmektedir (Korkmaz ve Uygurtürk, 2007, s. 72).

$$\text{Treynor Oranı} = \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \quad \text{Denklem 6}$$

Burada;

R_i , i endeksinin ortalama getirisini,

R_f , risksiz faiz oranının ortalamasını,

β_i , i endeksinin sistematik riskini ifade etmektedir.

III. Oynaklığın Tahmin Edilmesinde Kullanılan Modeller

Geleneksel yaklaşımda, oynaklık ölçütü olarak standart sapma ve varyans kullanılmaktadır. Ancak zaman serilerinin varyansının zamandan bağımsız olduğunu varsayan bu yaklaşımın aksine, özellikle yüksek frekanslı zaman serilerinin varyanslarının sabit olmadığı, değişen varyans (heteroskedasticity) özelliği gösterdiği bilinmektedir (Yıldız, 2016, s. 85). Buradan hareketle Engle (1982) çalışmasında, zaman serilerinde oynaklık kümelenmesi olarak adlandırılan oynaklığın yüksek ve düşük olduğu dönemleri saptamış ve bu durumun sebebin koşullu değişen varyans olduğunu belirlemiştir. Geliştirdiği ARCH (Oto regresif Koşullu Değişen Varyans - Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) modeli ile serilerdeki koşullu değişen varyansı modellemiştir (Çiçek, 2010, s. 16). ARCH modelin matematiksel ifadesi şu şekildedir;

$$r_t = \mu + \sum_{i=1}^p \phi_i r_{t-i} + \sum_{i=1}^q \theta_i \varepsilon_{t-i} + \varepsilon_t \quad \text{Denklem 7}$$

$$\sigma_t^2 = \omega + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 \quad \text{Denklem 8}$$

Burada, Denklem 7 otoregresif hareketli ortalama denklemini [ARMA (p,q)] ifade etmektedir. ε_t , koşullu varyans σ_t^2 ile birlikte değişen varyanslı hata terimini göstermektedir. Denklem 8 ise ARCH (p) şeklinde ifade edilen koşullu varyans denklemini göstermektedir.

A. GARCH Model

ARCH modelin çok katı kısıtlara sahip olması, olası varyans davranışının nedenlerini açıklamaması, büyük şoklara yavaş tepki vermesi ve bu nedenle oynaklığı olduğundan daha büyük tahmin etmesi gibi zayıflıkları nedeniyle, Bollerslev (1986) çalışmasında GARCH (Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans - Generalized ARCH) modelini geliştirmiştir (Kayalidere, 2013, s. 41). Söz konusu model finans literatüründe oynaklık tahminlerinde en sık kullanılan modellerden bir tanesidir (Korkmaz ve Çevik, 2009a, s. 29). GARCH modelinin matematiksel gösterimi şu şekildedir;

$$r_t = \mu + \sum_{i=1}^p \phi_i r_{t-i} + \sum_{i=1}^q \theta_i \varepsilon_{t-i} + \varepsilon_t \quad \text{Denklem 9}$$

$$\sigma_t^2 = \omega + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^q \beta_i \sigma_{t-i}^2 \quad \text{Denklem 10}$$

Burada, Denklem 9 ARMA (p,q) şeklinde belirlenen koşulsuz otoregresif hareketli ortalama denklemini ifade etmektedir. ε_t , koşullu varyans σ_t^2 ile birlikte değişen varyanslı hata terimini göstermektedir. Denklem 10, GARCH (p,q) koşullu varyans denklemini ifade etmektedir. p, ARCH terimi sayısını, q ise GARCH terimi sayısını göstermektedir. GARCH modelin birtakım kısıtları bulunmaktadır. Bunlar; $p \geq 0$, $q > 0$, $\omega > 0$, $\alpha_i \geq 0$, $\beta_i \geq 0$ ve $\alpha_i + \beta_i < 1$ kısıtlarıdır (Çevik ve Pekkaya, 2007, s. 57; Kayalidere, 2013, s. 47).

GARCH modeller, pozitif ve negatif hata terimlerinin oynaklık üzerinde simetrik etkide bulunduğunu varsaymaktadır. Ancak özellikle finansal zaman serilerinde iyi ve kötü haberler (şoklar) oynaklık üzerinde aynı etkiyi yapmamakta, oynaklığı asimetrik

olarak etkilemektedir. Kaldıraç etkisi olarak adlandırılan ve kötü şokların, oynaklığı iyi şoklardan daha fazla etkilemesi olarak ifade edilen bu durumu modellemek için literatürde EGARCH ve GJR-GARCH olarak bilinen modeller kullanılmaktadır (Çiçek, 2010, s. 16). Bu nedenle araştırmada, araştırma kapsamında incelenen endekslerin oynaklıkları GARCH modelin yanı sıra, bahsi geçen modeller kullanılarak da tahmin edilmiştir.

B. EGARCH Model

Finansal varlık getirilerinin kötü şoklardan iyi şoklara nazaran daha fazla etkilenmesi, literatürde kaldıraç etkisi olarak adlandırılmaktadır. Oynaklık üzerindeki asimetrik etki olarak da isimlendirilen bu durum, ARCH-GARCH modeller kullanılarak modellenmemektedir. Nelson (1991) çalışmasında, kaldıraç etkisini modellemeye imkân veren EGARCH (Üstel GARCH – Exponential GARCH) modelini geliştirmiştir. EGARCH modelinin matematiksel gösterimi şu şekildedir;

$$r_t = \mu + \sum_{i=1}^p \phi_i r_{t-i} + \sum_{i=1}^q \theta_i \varepsilon_{t-i} + \varepsilon_t \quad \text{Denklem 11}$$

$$\ln \sigma_t^2 = \omega + \sum_{i=1}^p \alpha_i \left| \frac{\varepsilon_{t-i}}{\sigma_{t-i}} \right| + \sum_{i=1}^q \beta_i \ln \sigma_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^r \gamma_i \left| \frac{\varepsilon_{t-i}}{\sigma_{t-i}} \right| \quad \text{Denklem 12}$$

Burada Denklem 11, GARCH modelde olduğu gibi ARMA (p,q) şeklinde belirlenen koşulsuz otoregresif hareketli ortalama denklemini ifade etmektedir. Denklem 12 ise EGARCH (p,q) koşullu varyans denklemini ifade etmektedir. p, ARCH terimi sayısını, q ise GARCH terimi sayısını göstermektedir. Buradaki α_i parametresi ARCH etkisini, β_i parametresi ise volatilitenin kalıcılığını ölçen parametrelerdir. Denklem 12’de yer alan γ_i parametresi, kaldıraç etkisi ölçen asimetri parametresidir. Volatilitenin ile getiri arasında ters yönlü bir ilişki olduğu için γ_i parametresinin negatif olması beklenir. γ_i parametresinin istatistiksel olarak anlamlı olması, kaldıraç etkisinin varlığını göstermektedir. (Çiçek, 2010; Kayalıdere, 2013, s. 60).

EGARCH modelin, GARCH modele göre kaldıraç etkisinin modellenmesine imkân vermesinin yanında, ilave birtakım üstünlükleri bulunmaktadır. EGARCH

modelde koşullu varyans logaritmik formda modellendiği için GARCH modeldeki parametrelerin negatif olmama kısıdı ortadan kalkmaktadır. Ayrıca hata teriminin geçmiş değeri yerine standardize hataların kullanılması sayesinde, şokların kalıcılığı ve büyüklüğü ile ilgili daha doğal açıklama yapma imkânı sağlamaktadır (Korkmaz ve Çevik, 2009a, s. 29).

C. GJR-GARCH Model

Oynaklık üzerindeki kaldıraç etkisini modellemeye imkân veren bir diğer GARCH tipi model, GJR-GARCH (Eşik GARCH) modeldir. Glosten, Jaganathan ve Runkle (1993) tarafından geliştirilen modelin matematiksel ifadesi şu şekildedir;

$$r_t = \mu + \sum_{i=1}^p \phi_i r_{t-i} + \sum_{i=1}^q \theta_i \varepsilon_{t-i} + \varepsilon_t \quad \text{Denklem 13}$$

$$\sigma_t^2 = \omega + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^q \beta_i \sigma_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^r \gamma_i \varepsilon_{t-i}^2 I_{t-i} \quad \text{Denklem 14}$$

Burada, Denklem 13 GARCH ve EGARCH modelde olduğu gibi ARMA (p,q) şeklinde belirlenen koşulsuz otoregresif hareketli ortalama denklemini ifade etmektedir. Denklem 14, GJR-GARCH (p,q) koşullu varyans denklemini ifade etmektedir. p, ARCH terimi sayısını, q ise GARCH terimi sayısını belirtmektedir. GJR-GARCH modelde iyi ve kötü şokların etkisi farklı olmakla birlikte α_i iyi şokların, $\alpha_i + \gamma_i$ kötü şokların etkisini göstermektedir. $\gamma_i > 0$ ise kötü şoklar volatilitiyi artırıyor demektir. Başka bir ifadeyle, kaldıraç etkisi söz konusudur (Korkmaz ve Çevik, 2009b, s. 94). GJR-GARCH modelde, EGARCH modelin aksine GARCH modelde olduğu gibi parametrelerin negatif olmama kısıdı bulunmaktadır. Ayrıca yine GARCH modelde olduğu gibi sürecin durağan olduğunu ifade edebilmek için $\alpha_i + \beta_i < 1$ koşulunun sağlanması gerekmektedir (Shahzad, Ferrer, Ballester ve Umar, 2017, s. 24).

D. Oynaklık Tahmininde İzlenen Süreç

GARCH tipi modellerle oynaklık tahminini yapabilmek için birtakım öncül testlerin ve işlemlerin yapılması gerekmektedir. Bu başlık altında söz konusu aşamalar sırasıyla açıklanmıştır.

a. Serilerin Durağanlığının Belirlenmesi

Oynaklıkları tahmin edilecek zaman serilerinin modelde kullanılabilmesi için durağan olması, başka bir ifadeyle birim kök içermemesi gerekmektedir. Bu bağlamda, oynaklıkları tahmin edilen hisse senedi endekslerine ait getiri serilerinin durağanlığı ADF ve PP birim kök testleri ile araştırılmıştır.

b. Uygun Ortalama Denkleminin (ARMA Modelinin) Belirlenmesi ve Ortalama Denklemine İlişkin Varsayımsal Testler

GARCH tipi modellerle oynaklık tahmininde bulunabilmek için oynaklığı tahmin edilecek serilerin, koşullu değişen varyans özelliği (ARCH etkisi) göstermesi şarttır. Serilerde ARCH etkisinin olup olmadığının tespit edilebilmesi için ise öncelikle uygun ARMA yapısının belirlenerek serilerin ortalama denkleminin tahmin edilmesi gerekmektedir (Atakan, 2009, s. 56). Araştırma kapsamında incelenen serilerin en uygun AR ve MA yapıları, Akaike bilgi kriteri (AIC) ve hata terimlerinin otokorelasyonsuz olması koşulunu sağlamasına göre belirlenmiştir. $p = 0,1,2,3,4,5$ ve $q = 0,1,2,3,4,5$ kombinasyonları ile oluşturulan modeller arasından en düşük AIC değerine sahip olan ve hata terimlerinde otokorelasyon sorunu bulunmayan modeller, getiri serileri için en uygun ARMA yapıları olarak belirlenmiştir. Belirlenen ortalama denklemlerinin hata terimlerinde otokorelasyon sorunu olup olmadığı, hata terimleri için hesaplanan Ljung-Box Q istatistiği kullanılarak incelenmiştir. ARCH etkisinin varlığı ise hata terimlerinin kareleri için hesaplanan Ljung-Box Q istatistiği ve ARCH-LM testi ile araştırılmıştır.

c. Serilerde ARCH Etkisinin Varlığının Belirlenmesi

Oynaklık tahmininde kullanılan serilerin ortalama denklemi modelinden elde edilen hata terimlerinde ARCH etkisinin varlığı Engle'in (1982) çalışmasında önerdiği

ARCH-LM (Lagrange Çarpanı) testi ile araştırılmıştır. ARCH-LM testinin sıfır hipotezi “serilerde ARCH etkisi yoktur” şeklinde kurulmaktadır. Serilerin oynaklıklarının GARCH tipi modellerle tahmin edilebilmesi için, sıfır hipotezin reddedilmesi gerekmektedir (Ng, Chin ve Chong, 2017, s. 53).

d. Oynaklık Modelinin Tahmin Edilmesi

Araştırmada oynaklıklar, GARCH model ile oynaklık üzerindeki kaldıraç etkisi modellemeye imkân tanıyan EGARCH ve GJR-GARCH kullanılarak tahmin edilmiştir. Modellerden elde edilen hata terimlerinin normal dağılım gösterip göstermediği Jarque-Bera testi ile araştırılmış, normal dağılım göstermeyen durumlarda modeller, genelleştirilmiş hata dağılımı (GED) kullanılarak tahmin edilmiştir. Modeller arasında seçim yapılırken, öncelikle kaldıraç etkisinin varlığına bakılmıştır. EGARCH model için γ_i asimetri parametresinin $\gamma_i < 0$ ve istatistiksel olarak anlamlı olması, GJR-GARCH model için ise γ_i asimetri parametresinin $\gamma_i > 0$ ve istatistiksel olarak anlamlı olması durumunda oynaklıklar üzerinde kaldıraç etkisinin varlığından söz edilebilir. GJR-GARCH model tahmininde parametrelerin pozitif olması ve sürecin durağanlık koşulunun sağlanması için $\alpha_i + \beta_i < 1$ olması kısıtlarının sağlanıp sağlanmadığına bakılmıştır. EGARCH model için bu kısıtlar söz konusu değildir. Daha sonra modellerden elde edilen hata terimlerine ilişkin varsayımlar testlere geçilmiştir. Hata terimlerinde otokorelasyon sorunu olup olmadığı Ljung-Box Q istatistiği ile incelenmiştir. Hata terimlerindeki ARCH etkisinin ortadan kalkıp kalkmadığı, hata terimlerinin kareleri için hesaplanan Ljung-Box Q istatistikleri ve ARCH-LM testi ile incelenmiştir. Son olarak, sayılan tüm kıstasları sağlayan modeller arasından seçim, bilgi kriterleri (AIC, Schwarz (SIC) ve Hannan-Quinn (HQ) Bilgi Kriterleri) ve modellerin log-olasılık (log-likelihood) değerlerine göre yapılmıştır. Bilgi kriterleri değerleri en düşük ve log-olasılık değerleri en yüksek olan model, ilgili endeks için oynaklık tahmininde kullanılacak model olarak tercih edilmiştir.

e. Endekslerin Oynaklıklarının Karşılaştırılması

Araştırma kapsamında incelenen hisse senedi endeksleri için en uygun oynaklık tahmin modellerinin belirlenmesinin ardından, tahmin edilen oynaklıklar birtakım ölçütlere göre kıyaslanmıştır. Kullanılan ölçütler şu şekildedir;

Kaldıraç Etkisi: Tahmin edilen oynaklık modellerinde kaldıraç etkisi, γ_i parametresi ile ölçülmektedir. Oynaklıkları EGARCH model ile tahmin edilen endeksler için γ_i parametresi (negatif bir değer alması beklenir) daha küçük olan endekslerin oynaklığı, kötü şoklara daha duyarlıdır. Oynaklıkları GJR-GARCH model ile tahmin edilen endeksler için ise γ_i parametresi (pozitif bir değer alması beklenir) daha büyük olan endekslerin oynaklığı, kötü şoklara daha duyarlıdır (Bousalam ve Hamzaoui, 2016, s. 16).

Oynaklıktaki Kalıcılık Etkisi ve Oynaklık Yarılanma Süresi: Koşullu varyansa etki eden şokların oynaklık üzerindeki etkisinin kalıcılığı olarak tanımlanan oynaklık kalıcılığı, ARCH etkisini gösteren α_i ve GARCH etkisini gösteren β_i parametrelerinin toplamı ile ölçülür (Li, 2012, s. 1809). $\alpha_i + \beta_i$ toplamı 1'den ne kadar küçükse oynaklık kalıcılık etkisi de o denli düşüktür. Başka bir ifadeyle, herhangi bir şok neticesinde artan oynaklık, kalıcılık etkisi düşük olduğu için belirli bir zaman zarfından sonra sönümlenir. Yani, getirilerde meydana gelen değişimler oynaklığı yükseltmekte ancak oynaklık kalıcılığının düşük olması nedeniyle, oynaklık değişimi bir süre sonra normal düzeye inmektedir (Kayalidere, 2013, s. 48).

Oynaklık yarılanma süresi (half-life volatility) ise piyasalarda oluşan bir şok sebebiyle meydana gelen oynaklığın eski seviyesine dönüş periyodudur. $\alpha_i + \beta_i$ toplamı 1'e yaklaştıkça, oynaklık şokunun yarılanma süresi de artacaktır. (Kayalidere, 2013, s. 11). Oynaklık yarılanma süresi şu formül vasıtasıyla hesaplanabilir;

$$\text{Oynaklık Yarılanma Süresi} = \frac{\ln(0,5)}{\ln(\alpha_i + \beta_i)} \quad \text{Denklem 15}$$

Burada;

α_i , ARCH parametresini,

β_i , GARCH parametresini ifade etmektedir.

Uzun Dönem Oynaklık ve Günlük Oynaklık: Oynaklığın tahmin edildiği dönem için ortalama bir oynaklık değeri hesaplamak mümkündür. Uzun dönem oynaklık olarak adlandırılan bu değer Denklem 16'daki formül vasıtasıyla hesaplanabilir. Bu denklem vasıtasıyla hesaplanan değer karekökü alındığında ise günlük oynaklık elde edilmektedir (Şahin, 2014, s. 50).

$$\text{Uzun Dönem Oynaklık} = \frac{\omega}{1-\alpha_i-\beta_i} \quad \text{Denklem 16}$$

$$\text{Günlük Oynaklık} = \sqrt{\frac{\omega}{1-\alpha_i-\beta_i}} \quad \text{Denklem 17}$$

Burada;

ω , Modelin sabit terimini,

α_i , ARCH parametresini,

β_i , GARCH parametresini ifade etmektedir.

IV. Oynaklık İle Getiri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi – GARCH-M Modeli

Portföy teorisi ve onu temel alarak geliştirilen SVFM uyarınca, yatırımcılar ellerinde bulundurdukları riskli varlıklar için daha yüksek getiri beklemektedir. Risk-getiri dengesi olarak adlandırılan bu varsayıma göre, riskin bir ölçüsü olan oynaklık zaman içerisinde değiştikçe, yatırımcıların sahip oldukları finansal varlıktan bekledikleri getiri de oynaklığa bağlı olarak değişecektir. Bu bağlamda, Engle, Lilien ve Robins'in (1987) geliştirdikleri ARCH-M (Ortalamada ARCH) model, koşullu varyansın ortalama getiri üzerindeki etkisini göstermektedir. Başka bir ifadeyle, ARCH modelin ortalama denklemine koşullu değişen varyans değişkeni eklenerek, oynaklığın ortalama getiriyi ne denli etkilediği hakkında bilgi vermektedir. Modelde ortalama denklemine risk faktörü olarak koşullu değişen varyans eklenebildiği gibi, koşullu standart sapma veya koşullu değişen varyansın logaritması da eklenebilmektedir. ARCH-M model, ARCH tipi modellerden GARCH, EGARCH, GJR-GARCH vb. model formları ile de kullanılabilir (Liu, Erdem ve Shi, 2011, s. 726). GARCH

model formu ile tahmin edilen ARCH-M modelin yani GARCH-M (Ortalamada GARCH) modelin matematiksel ifadesi şu şekildedir;

$$r_t = \mu + \sum_{i=1}^p \phi_i r_{t-i} + \sum_{i=1}^q \theta_i \varepsilon_{t-i} + \lambda \sigma_t^2 + \varepsilon_t \quad \text{Denklem 18}$$

$$\sigma_t^2 = \omega + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^q \beta_i \sigma_{t-i}^2 \quad \text{Denklem 19}$$

Burada, Denklem 18 koşullu değişen varyansın bağımsız değişken olarak eklendiği ortalama denklemdir. Ortalama denklemindeki lamda (λ) katsayısı, risk ile getiri arasındaki ilişkiyi gösteren katsayıdır. Bu katsayının teorik olarak pozitif çıkması beklenir. Pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı lamda katsayısı, koşullu oynaklıktaki artışla birlikte getiride de artış olduğunu, başka bir deyişle risk arttıkça getirinin de arttığını ifade etmektedir. Lamda katsayısının negatif tahmin edilmesi, risk ile getiri arasında teorinin aksine ters yönlü bir ilişki olduğunu, yani ek risk almanın anlamlı olmadığını, alınan riskin getirilerde bir artış sağlamayacağını belirtmektedir. İstatistiksel olarak anlamsız bulunan katsayı ise risk ile getiri arasında bir ilişki bulunmadığını göstermektedir (Kayalıdere, 2013, s. 64).

V. Hong Nedensellik Testi

Araştırma kapsamında incelenen İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin aralarındaki ilişkiler (birlikte hareket etme ve oynaklık yayılma etkileri), Hong (2001) tarafından geliştirilen varyansta nedensellik testi ile araştırılmıştır. Literatürde, piyasalar arasındaki nedensellik ilişkilerini inceleyen çalışmaların pek çoğunda geleneksel Granger nedensellik testi kullanılmaktadır. Ancak Granger nedensellik testinin birtakım dezavantajları bulunmaktadır. Bunların başında, testte kullanılan gecikme uzunluğunun belirlenmesi gelmektedir. Granger nedensellik testi, VAR (Vektör Otoregresif) modelin hesaplanmasında kullanılan gecikme sayısına oldukça duyarlıdır. Başka bir ifadeyle farklı gecikme sayıları belirlendiğinde, test farklı sonuçlar verebilmektedir. Testin bir diğer dezavantajı, birtakım varsayımlara dayanıyor olmasıdır. Söz konusu varsayımlar hata terimlerinin normal dağılımlı olması, sabit varyanslı (homoscedasticity) olması ve durağanlık varsayımlarıdır. Ancak özellikle finansal getiri serilerinin normal dağılım

göstermediği ve koşullu değişen varyans etkisi içerdiği yapılan birçok çalışmada görülmektedir (Derindere Köseoğlu ve Çevik, 2013, s. 69). Ek olarak Granger nedensellik testi yalnızca, iki değişkenin ortalamaları arasındaki nedensellik ilişkisi hakkında bilgi vermektedir. Ancak oynaklık yayılma etkilerinin varlığının tespit edilebilmesi için değişkenlerin varyanslarındaki nedensellik ilişkilerinin de belirlenmesi gerekmektedir. Zira aralarındaki korelasyon ilişkileri düşük olan ya da ortalamalarında nedensellik bulunmayan finansal piyasalar arasında da oynaklık geçişleri olduğu bilinmektedir (Korkmaz, Çevik, Birkan ve Özataç, 2011, s. 1675).

Yukarıda bahsedilen nedenlerden ötürü araştırmada, Cheung ve Ng (1996) tarafından geliştirilen ve Hong (2001) tarafından modifiye edilen iki aşamalı varyansta nedensellik testi kullanılmıştır. Söz konusu test, GARCH tipi modellerden elde edilen standardize hatalar ve standardize hataların karelerinden oluşturulan çapraz korelasyon fonksiyonuna (Cross-Correlation Function-CCF) dayanmaktadır. Test istatistiğinin matematiksel ifadesi şu şekildedir (Derindere Köseoğlu ve Çevik, 2013, s. 71);

$$S = T \sum_{j=1}^M \hat{p}_{uv}^2(j) \quad \text{Denklem 20}$$

Denklem 20’de yer alan $\hat{p}_{uv}^2(j)$ ifadesinin açılımı şu şekildedir;

$$\hat{p}_{uv}^2(j) = \{\hat{C}_{uu}(0) \hat{C}_{vv}(0)\}^{-1/2} \hat{C}_{uv}(j) \quad \text{Denklem 21}$$

Burada;

$$\hat{C}_{uu}(0) = T^{-1} \sum_{t=1}^T \hat{u}_t^2, \quad \text{Denklem 22}$$

$$\hat{C}_{vv}(0) = T^{-1} \sum_{t=1}^T \hat{v}_t^2, \quad \text{Denklem 23}$$

$$\hat{C}_{uv}(j) = \begin{cases} T^{-1} \sum_{t=j+1}^T \hat{u}_t \hat{v}_{t-j}, & j \geq 0 \\ T^{-1} \sum_{t=j+1}^T \hat{u}_{t+j} \hat{v}_t, & j < 0 \end{cases} \quad \text{Denklem 24}$$

Formüllerde yer alan \hat{u}_t ve \hat{v}_t ifadeleri, GARCH tipi modellerden elde edilen standardize hataları, \hat{u}_t^2 ve \hat{v}_t^2 ifadeleri ise standardize hataların karelerini göstermektedir. Standardize hatalar ortalamada nedenselliğin test edilmesinde

kullanılırken, standardize hataların kareleri varyansta nedensellik ilişkisinin test edilmesinde kullanılmaktadır. S istatistiği asimptotik ki-kare dağılımı göstermekte ve testin sıfır hipotezi “ortalamada nedensellik yoktur” ve “varyansta nedensellik yoktur” şeklinde kurulmaktadır (Korkmaz ve diğerleri, 2011, s. 1676).

Cheung ve Ng (1996) tarafından formüle edilen S istatistiği, her bir gecikmeye (M) eşit ağırlık verdiği için yüksek gecikme sayıları kullanıldığında etkin sonuçlar vermediği yönünde eleştirilere uğramıştır. Bu nedenle Hong (2001) çalışmasında Cheung ve Ng test istatistiğinin hesaplanmasında ağırlıklandırmayı değiştirerek modifiye etmiştir. Hong’un geliştirdiği test istatistiğinin matematiksel ifadesi şu şekildedir (Korkmaz, Çevik ve Atukeren, 2012, s. 236);

$$Q_1 = \frac{T \sum_{j=1}^{T-1} k^2 \left(\frac{j}{M} \right) \hat{p}_{uv}^2(j) - C_{1T}(k)}{\sqrt{2D_{1T}(k)}} \quad \text{Denklem 25}$$

Denklem 25’te yer alan $k(j/M)$ ağırlık fonksiyonunu göstermektedir ve şu şekilde ifade edilmektedir;

$$k(j/M) = \begin{cases} 1 - \left| \frac{j}{M+1} \right| & \text{eğer } k/(M+1) \leq 1, \\ 0 & \text{diğer durumlarda} \end{cases} \quad \text{Denklem 26}$$

Yine Denklem 25’te yer alan $C_{1T}(k)$ ve $D_{1T}(k)$ ifadelerinin açılımı şu şekildedir;

$$C_{1T}(k) = \sum_{j=1}^{T-1} \left(1 - \frac{|j|}{T} \right) k^2 \left(\frac{j}{M} \right), \quad \text{Denklem 27}$$

$$D_{1T}(k) = \sum_{j=1}^{T-1} \left(1 - \frac{|j|}{T} \right) \left\{ 1 - \frac{|j|+1}{T} \right\} k^4 \left(\frac{j}{M} \right), \quad \text{Denklem 28}$$

Hong çalışmasında test prosedürünü 4 adımda özetlemiştir. Bu adımlar sırasıyla şu şekildedir (Hong, 2001, s. 193);

1. Tek değişkenli GARCH (p,q) modeli tahmin edilir ve buradan her iki değişken için standardize hatalar elde edilir.

2. Elde edilen standart hatalar ile $\hat{p}_{uv}(j)$ çapraz korelasyon fonksiyonu hesaplanır.

3. Belirlenen M gecikme sayısı için $C_{1T}(k)$ ve $D_{1T}(k)$ fonksiyonları hesaplanır.

4. Q_1 test istatistiği hesaplanır ve hesaplanan test istatistiği sağ kuyruk kritik değeri ile karşılaştırılır. Q_1 istatistiği kritik değerden brykse, “nedensellik yoktur” şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilir.

ARAşTIRMA HİPOTEZLERİ

Literatry taraması ve araştırmanın amacı doğrultusunda araştırmada şu hipotezler test edilecektir;

H1: Turye İslami hisse senedi endeksinin getiri performansı ile geleneksel hisse senedi endeksinin getiri performansı arasında onemli bir farklılık yoktur.

H2: A.B.D. İslami hisse senedi endeksinin getiri performansı ile geleneksel hisse senedi endeksinin getiri performansı arasında onemli bir farklılık yoktur.

H3: İngiltere İslami hisse senedi endeksinin getiri performansı ile geleneksel hisse senedi endeksinin getiri performansı arasında onemli bir farklılık yoktur.

H4: Malezya İslami hisse senedi endeksinin getiri performansı ile geleneksel hisse senedi endeksinin getiri performansı arasında onemli bir farklılık yoktur.

H5: Turye İslami hisse senedi endeksinin oynaklığı ile geleneksel hisse senedi endeksinin oynaklığı arasında onemli bir farklılık yoktur.

H6: A.B.D. İslami hisse senedi endeksinin oynaklığı ile geleneksel hisse senedi endeksinin oynaklığı arasında onemli bir farklılık yoktur.

H7: İngiltere İslami hisse senedi endeksinin oynaklığı ile geleneksel hisse senedi endeksinin oynaklığı arasında onemli bir farklılık yoktur.

H8: Malezya İslami hisse senedi endeksinin oynaklığı ile geleneksel hisse senedi endeksinin oynaklığı arasında onemli bir farklılık yoktur.

H9: Turye, A.B.D., İngiltere ve Malezya İslami hisse senedi endekslerinin oynaklıkları arasında onemli bir farklılık yoktur.

H10: İslami hisse senedi endekslerinin oynaklıkları ile getirileri arasında bir ilişki yoktur.

H11: Geleneksel hisse senedi endekslerinin oynaklıkları ile getirileri arasında bir ilişki yoktur.

H12: Türkiye İslami hisse senedi endeksi ile geleneksel hisse senedi endeksi arasında bilgi yayılımı ve oynaklık yayılımı etkisi yoktur.

H13: A.B.D. İslami hisse senedi endeksi ile geleneksel hisse senedi endeksi arasında bilgi yayılımı ve oynaklık yayılımı etkisi yoktur.

H14: İngiltere İslami hisse senedi endeksi ile geleneksel hisse senedi endeksi arasında bilgi yayılımı ve oynaklık yayılımı etkisi yoktur.

H15: Malezya İslami hisse senedi endeksi ile geleneksel hisse senedi endeksi arasında bilgi yayılımı ve oynaklık yayılımı etkisi yoktur.

H16: Türkiye, A.B.D., İngiltere ve Malezya İslami hisse senedi endeksleri arasında bilgi yayılımı ve oynaklık yayılımı etkisi yoktur.

EVREN VE ÖRNEKLEM

Araştırmada Türkiye geleneksel hisse senedi endeksi için Borsa İstanbul 100 Endeksi (BIST100), İslami hisse senedi endeksi için Katılım 30 Endeksi (KAT30), A.B.D. geleneksel hisse senedi endeksi için Dow Jones Endüstri Ortalama Endeksi (DJIND), İslami hisse senedi endeksi için Dow Jones İslami Piyasa A.B.D. Endeksi (DJISUS), İngiltere geleneksel hisse senedi endeksi için Financial Times Hisse Senedi 100 Endeksi (FTSE100), İslami hisse senedi endeksi için Morgan Stanley Capital International İngiltere İslami Endeksi (MSCIUKIS), Malezya geleneksel hisse senedi endeksi için FTSE Malezya Borsası KLCI Endeksi (KLCI), İslami hisse senedi endeksi için ise FTSE Malezya Borsası Hijrah Şer'i Endeksi'nin (HIJRAH) günlük kapanış fiyatları kullanılmıştır. Örneklem dönemi tüm endeksler için 06.01.2011 ile 28.02.2018 tarihleri arası olarak belirlenmiştir. Başlangıç tarihi olarak 06.01.2011 tarihinin belirlenmesinin nedeni, Türkiye İslami hisse senedi endeksi KAT30 endeksinin, bu tarih itibarıyla yayınlanmaya başlanmış olmasıdır. Ayrıca Türkiye için 2 yıllık gösterge tahvil faizi, A.B.D., İngiltere ve Malezya için ise 3 aylık hazine bonosu faizi, risksiz faiz oranını temsil eden oranlar olarak belirlenmiştir. Araştırmada kullanılan tüm veriler,

Thomson Reuters Datastream veri tabanından elde edilmiştir. Tablo 1’de araştırma kapsamında incelenen İslami ve geleneksel hisse senedi endeksleri ile her bir ülke için kullanılan risksiz faiz oranı göstergeleri yer almaktadır.

Tablo 1. Araştırma Kapsamında İncelenen Hisse Senedi Endeksleri ve Risksiz Faiz Oranı Göstergeleri

Türkiye	İslami H. Senedi Endeksi	Katılım 30 Endeksi (KAT30)
	Geleneksel H. Senedi Endeksi	Borsa İstanbul 100 Endeksi (BIST100)
	Risksiz Faiz Oranı	2 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi
A.B.D.	İslami H. Senedi Endeksi	Dow Jones İslami Piyasa A.B.D. Endeksi (DJISUS)
	Geleneksel H. Senedi Endeksi	Dow Jones Endüstri Ortalama Endeksi (DJIND)
	Risksiz Faiz Oranı	3 Aylık Hazine Bonosu Faizi
İngiltere	İslami H. Senedi Endeksi	Morgan Stanley Capital International İngiltere İslami Endeksi (MSCIUKIS)
	Geleneksel H. Senedi Endeksi	Financial Times Hisse Senedi 100 Endeksi (FTSE100)
	Risksiz Faiz Oranı	3 Aylık Hazine Bonosu Faizi
Malezya	İslami H. Senedi Endeksi	FTSE Malezya Borsası Hijrah Şer’i Endeksi (HIJRAH)
	Geleneksel H. Senedi Endeksi	FTSE Malezya Borsası KLCI Endeksi (KLCI)
	Risksiz Faiz Oranı	3 Aylık Hazine Bonosu Faizi

Araştırmada risk ayarlı performans ölçütlerinin hesaplanması ve oynaklıkların tahmin edilmesinde, endekslerin günlük kapanış değerleri üzerinden hesaplanan günlük getiri serileri kullanılmıştır. Ancak farklı ülkeler arasında yapılan nedensellik analizlerinde, farklı coğrafyalarda yer alan ülkeler arasındaki zaman farkları nedeniyle günlük verinin kullanılmasının gerçekte var olmayan nedensellik ilişkilerini ortaya çıkarması ihtimaline karşın, haftalık getiri serileri kullanılması daha uygun görülmüştür. Getiriler sürekli bileşik getiri olarak ele alınmış ve şu formül vasıtasıyla hesaplanmıştır;

$$R_{i,t} = \ln \left[\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right] \quad \text{Denklem 29}$$

Burada;

$R_{i,t}$, t gününde i endeksinin getirisini,

$P_{i,t}$, t gününde i endeksinin kapanış fiyatını,

$P_{i,t-1}$ ise t-1 gününde i endeksinin kapanış fiyatını ifade etmektedir.

KAPSAM VE SINIRLILIKLAR

Araştırmanın kapsamını, sermaye piyasalarının bir alt unsuru olan hisse senedi piyasalarında işlem gören İslami ve geleneksel hisse senedi endeksleri oluşturmaktadır. Söz konusu endeksler, nüfusunun büyük çoğunluğunu Müslümanların oluşturduğu gelişmekte olan ülkelerden Türkiye ve Malezya ile en gelişmiş ekonomilerden A.B.D. ve İngiltere'den seçilmiştir. Araştırmada Türkiye ve bu ülkelerin hisse senedi piyasalarının incelenmesinin nedeni, A.B.D.'nin işlem hacmi ve piyasa değeri açısından dünyanın en gelişmiş hisse senedi piyasalarına sahip olması, İngiltere'nin nüfusunun çoğunluğu Müslüman olmayan bir ülke olmasına karşın İslami finans uygulamalarında öncü ülkelerden birisi olması ve Malezya'nın İslami finasta uygulama ve ürün çeşitliliği bağlamında en önde gelen ülkelerden birisi olmasıdır. Söz konusu endeksler, getiri performansı, oynaklık ve nedensellik ilişkileri bağlamında analize tabi tutulmuş ve yatırımcılar açısından ne gibi üstünlükleri/zayıflıkları olduğu karşılaştırmalı bir şekilde ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Araştırma kapsamında incelenen İslami hisse senedi endekslerinin isimlerinde yer alan İslami ya da Şer'i nitelemesi, endeks sağlayıcıların endeksleri isimlendirirken bu nitelermeleri tercih etmesi ve literatürde söz konusu endekslerin bu nitelermeler ile sınıflandırılmasından kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda söz konusu endekslerin ne derece İslami olduğu konusu, araştırmanın kapsamı dışındadır.

Araştırmada kullanılan veri setinin başlangıcı 06.01.2011 tarihidir. Başlangıç olarak bu tarihin belirlenmesinin nedeni, araştırma kapsamında Türkiye İslami hisse senedi piyasasını temsil eden Katılım 30 Endeksinin, bu tarihten itibaren yayınlanmaya başlanmış olmasıdır. Tutarlı bir karşılaştırma yapılabilmesi adına, diğer endekslere ait veriler de bu tarih itibariyle kullanılmıştır. Araştırmanın örneklem dönemi içerisinde, yerel ve küresel çapta bir ekonomik kriz yaşanmamıştır. Araştırmanın, Türkiye için farklı endeks sağlayıcılarının oluşturduğu İslami hisse senedi endeksleri yapılması ve bu sayede örneklem döneminin kriz dönemlerini de kapsayacak şekilde daha eski bir tarihten başlatılması halinde farklı sonuçlara ulaşılabilir. Yine veri setinde yer alan tüm endekslerin yerine farklı endeks sağlayıcıları tarafından oluşturulmuş alternatif endekslerin kullanılması mümkündür.

1. İSLAMİ FİNANSIN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

1.1. İslami Finans Kavramı

İslami finans, finansal faaliyetlerin İslami kurallara uygun olarak sürdürüldüğü finansal sistemdir (Gheeraert ve Weill, 2015, s. 33). İslami kurallar, kaynağını temel olarak Kur'an-ı Kerim'den ve Hazreti (Hz.) Muhammed (s.a.v.)'in sünnetinden alan bir dizi ilke ve yasaklardan oluşmaktadır (Türcan, 2010, s. 573). Bu kurallar içerisinde İslami finansın temel aldığı kurallar; faiz (ribâ) yasağı, risk paylaşımı, aşırı belirsizlikten (garar) kaçınma, aşırı risk alma ve kumar (meysir) benzeri davranışlardan kaçınma, yasak sayılan iş ve fiillerden uzak durma, varlığa dayalı olma, işlemlerin sözleşme tabanlı olması ve mülkiyet hakkına ilişkin kurallar olarak özetlenebilir (İqbal ve Mirakhor, 2011, s. 10; Omar, Abduh ve Sukmana, 2013, s. 17). İslami finans sisteminde, gerçek bir iktisadi faaliyete dayanmayan ve bu faaliyetlerin beraberinde getirdiği riskleri taşımayan işlemlerde bulunulması ve sabit getiri elde edilmesi yasaklanmıştır (Syed Ali, 2008, s. 2).

İslami finansın ortaya çıkışının temel sebebi, dini hassasiyetleri yüksek olan tasarruf sahiplerinin, bu tasarruflarını İslami kurallarla çelişmeden değerlendirmek istemeleri, diğer taraftan fon ihtiyacı olanların da aynı şekilde dini inançları doğrultusunda borçlanmak istemeleridir (Yanpar, 2015, s. 38). Bu ihtiyaçlar neticesinde İslami finans, İslam âlimlerinin rehberliği ile İslami kuralların ışığında geleneksel finans sistemine İslami bir alternatif olarak ortaya çıkmıştır.

2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz, geleneksel finans sisteminin zayıf yönlerini gün yüzüne çıkartmıştır (El Khamlichi, Sannajust ve Sarkar, 2014, s. 69). Bu dönemde İslami finans kurumlarının gösterdiği görece başarılı performans, İslami finansın geleneksel finans sistemine alternatif olabileceği düşüncesini doğurmuştur. Ayrıca, İslami kuralların beraberinde getirdiği birtakım ahlaki ilkelerin geleneksel finans sisteminde de uygulanması durumunda, kurumsal yönetim, sürdürülebilirlik ve istikrar bağlamında piyasaların şu anda bulunduğu konumdan daha iyi bir seviyeye geleceği açıktır. Bu ahlaki ilkelerden en önemlileri şunlardır (Alrifai, 2015, s. 119–121; Aktepe, 2010, s. 24–26);

- Risk almadan bir getiri veya zarar elde edilmemesi,
- Yapılan yatırımların sonucunda getiri elde edileceğine dair bir garanti olmaması,
- Yatırım miktarından yani anaparadan daha büyük bir meblağda bir kayıp yaşanmaması,
- Bütün yatırımcılara eşit hakların verilmesi,
- Mülkiyetine sahip olunmayan varlıkların satılmaması,
- Yapılan tüm işlemlerin şeffaflık prensibi çerçevesinde yapılması, aldatmanın yasaklanması,
- Tüm işlemlerin, kumar ve benzeri fiillerden arındırılmış olması,
- İsrafın yasaklanmış olması,

Bu ahlaki ilkelerin gerek İslami gerekse geleneksel finansal piyasalarda uygulanması, 2008 küresel finansal krizine gidilen süreçte piyasalarda sıklıkla rastlanan, hiçbir ahlaki kriteri gözetmeden salt kâr hırsıyla yapılan işlemleri azaltacak ve benzeri krizlerin ilerleyen dönemlerde yaşanmasını engelleyecektir (Alrifai, 2015, s. 121).

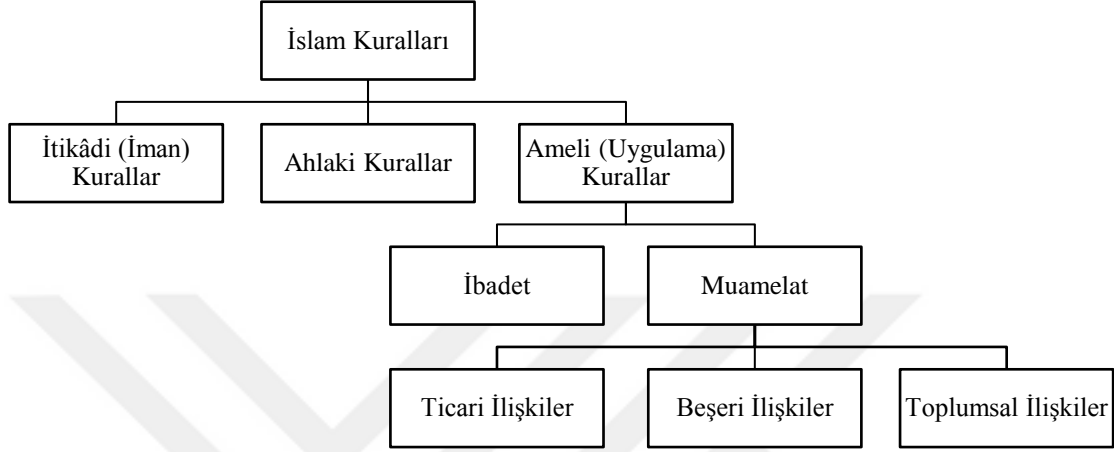
1.1.1. İslam'ın Kaynakları

Her dinde olduğu gibi, İslam dininin mensuplarının da uymaları gereken birtakım kurallar bulunmaktadır. Bu kurallar bütünü, İslami literatürde İslam Şeriatı ya da kısaca şeriat olarak isimlendirilmektedir. Başka bir ifadeyle, şeriat dendiğinde kastedilen genel anlamıyla İslam dininin kurallarıdır (Yavuz, 2015, s. 32). Bu nedenle çalışmada, İslam kuralları kavramı kullanılacaktır.

İslam kuralları, itikâdi (iman), ahlaki ve ameli (uygulamaya dönük) kurallar olmak üzere üç kısımdır. İtikâdi kurallar, başta Allah'a, peygamberlere, meleklerle, kitaplara, kaza ve kadere, ahirete iman olmak üzere, inançla ilgili çeşitli meselelerle ilgili kurallardır. Ahlaki kurallar, dünya ve ahiret mutluluğunu tesis etmek amacıyla; ebeveynlere ve büyüklere hürmet, beşeri ilişkilerin sağlamlığı, iyiliği emredip kötülükten sakındırma, adalet, dürüstlük, merhamet gibi bir takım ahlaki hükümleri içermektedir. Ameli kurallar ise ibadet ve muamelat (işlemler-ilişkiler) alanlarını düzenleyen kurallar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. İbadet kuralları, Müslümanların yerine getirmekle sorumlu oldukları namaz, oruç, zekât ve hac gibi ibadetlerine dair

kurallardan oluşur. Muamelat ise toplumdaki bireyler arasındaki; ticaret, vasiyet, miras, aile hayatı gibi ilişkileri düzenleyen kuralları içerir (Karaman, Bardakoğlu ve Apaydın, 2008, s. 104).

Şekil 1. İslam Kuralları



Kaynak: Yanpar, 2015, s. 44

İslami kuralların dayandığı dört asli delil bulunmaktadır. İslam kurallarının kaynakları olarak da adlandırılan bu deliller, Kitap (Kur'an-ı Kerim), Hz. Muhammed'in sünneti, icma ve kıyastır (Bilmen, 1962, s. 37).

1.1.1.1. Kitap (Kur'an-ı Kerim)

İslami kuralların ana kaynağı, Kur'an-ı Kerim'dir. İslam âlimleri arasında tam bir ittifak olmamakla birlikte, Kur'an-ı Kerim'de yasal hüküm koyan ayetlerin sayısı yaklaşık 500'dür. Bu ayetler; evlenme, boşanma, ailenin bakımı, eşlerin hakları ve yükümlülükleri, sözleşmeler, ticaret kuralları, borç alıp-verme, çeşitli suçlara ilişkin cezalar, miras, hürriyet, devlet yönetimine dair ilkeler, mahkemeler, temel insan hakları, savaş kanunları gibi pek çok konuda hüküm bildirmektedir (Kettell, 2011, s. 16). Kur'an-ı Kerim'de yer alan ayetlerin bir kısmı doğrudan ve açıkça herkes tarafından anlaşılabilen iken, bir kısmı dolaylı bir anlatıma sahiptir. Bu nedenle ayetlerden hüküm çıkarılırken, belirli bir bilimsel çaba ve yöntemle hareket edilmelidir (Karaman, Bardakoğlu ve Apaydın, 2008, s. 145).

1.1.1.2. Sünnet

İslam'da Kur'an-ı Kerim'den sonra gelen ikinci kaynak ise Hz. Muhammed'in sünnetidir. Sünnet, Hz. Muhammed'in tüm söz ve fiilleri ile görüp de sessiz kalarak onayladığı işlerin genel adıdır. Hz. Muhammed'in sözlerine hadis denirken, sünnet kavramı hadisi de kapsar (Bilmen, 1962, s. 36). Kur'an-ı Kerim'in hükümlerinin anlaşılması ve uygulamasının örneklendirilmesi noktasında en önemli kaynak sünnettir (Karaman, Bardakoğlu ve Apaydın, 2008, s. 146).

1.1.1.3. İcma

İcma, aynı devirde yaşayan İslam âlimlerinin, bir olayın dini hükmü hakkında üzerinde fikir birliğine varmalarınıdır (Bilmen, 1962, s. 36). İcma, Hz. Muhammed'in vefatından sonra ortaya çıkmış bir müessesedir. Zira Hz. Muhammed hayatta iken, herhangi bir konudaki anlaşmazlık ya da açıklama ihtiyacı ortaya çıktığında, bu durum bizzat O'nun tarafından çözüme kavuşturulmaktaydı. Bir konu hakkında bir âlimin görüşü, diğer âlimlerin çoğunluğu tarafından kabul gördüğünde, bu görüş icma olarak kabul edilir (Karaman, Bardakoğlu ve Apaydın, 2008, s. 147).

1.1.1.4. Kıyas

Kıyas, Kur'an-ı Kerim'de ve sünnette, hakkında hüküm olmayan bir konu veya problemle ilgili Kur'an-ı Kerim, sünnet ve icmada sabit olan hükümlerle benzerlik kurularak hüküm verilmesidir (Bilmen, 1962, s. 36). Özünde kıyas, içinde yaşanılan çağın âlimlerin önüne koyduğu, yeni ortaya çıkmış durumlar için kullanılır. Ancak, yeni ortaya çıkan durumla ilgili kıyas usulünün kullanılabilmesi, bu durumla ilgili Kur'an-ı Kerim, sünnet ve icmada bir hüküm bulunmaması koşuluna bağlıdır (Karaman, Bardakoğlu ve Apaydın, 2008, s. 148).

İslam dini, icma ve kıyas gibi mekanizmalar aracılığıyla sürekli dinamik kalmakta ve içinde yaşanılan tüm çağların ihtiyaçlarına cevap verebilmektedir (Bacha ve Mirakhor, 2013, s. 65; Yanpar, 2015, s. 45). İslami finans uygulamaları da bu mekanizmalar sayesinde hayata geçmiştir ve sürekli kendini yenilemektedir.

1.1.2. Şer'i Danışma Kurulları ve Fetva Mekanizması

İslami finans uygulamalarının İslami kurallarla uyumunun belirlenmesi noktasında, İslam âlimlerinin rolü önem arz etmektedir. Finansal işlem ve uygulamaların hangi İslami prensibe göre yapıldığı ve bu prensibin gereklerini karşılayıp karşılamadığı, ihtisas alanı İslam hukuku olan âlimlerin görüşleri doğrultusunda belirlenmektedir (DIFC, 2007, s. 13).

İslam hukuku konusunda uzman ve bankacılık-finans alanında bilgi birikimi olan âlimlerden oluşan, temel görevi İslami finans kurumlarının faaliyetleri ile finansal ürün ve hizmetlerinin İslami kurallara uyumunu kontrol etmek olan komiteler, şer'i danışma kurulları olarak adlandırılmaktadır (Jawadi, Jawadi ve Cheffou, 2015, s. 1687). İslami finans alanında faaliyet gösteren kuruluşların büyük çoğunluğunun bünyesinde bir şer'i danışma kurulu bulunmaktadır (Yanpar, 2015, s. 107).

Şer'i danışma kurulları, genellikle İslami finans kurumunun yönetiminden gelen soruları cevaplamak suretiyle görevlerini yürütürler. Kendilerine yöneltilen sorulara, İslami usuller çerçevesinde yaptıkları çalışmalar sonucunda verdikleri cevaplara, fetva denilmektedir (Yanpar, 2015, s. 113). Fetvalar temelde, İslam âlimlerinin karşılarında buldukları meseleler ile ilgili fikirleridir. Aynı mesele ile alakalı olarak farklı âlimler, farklı görüşler öne sürebilmektedir. Dolayısıyla bu görüşlerin bütün Müslümanlar açısından bir bağlayıcılığı ve yaptırım gücü yoktur (DIFC, 2007, s. 13).

Şer'i danışma kurulları tarafından fetva mekanizması yürütülürken, maslahat kavramı göz önünde bulundurulur. Maslahat İslam literatüründe, Kur'an-ı Kerim ve sünnette hakkında hüküm bulunmayan konularda âlimler tarafından dini açıdan faydaların gözetilmesi anlamında kullanılmaktadır. Başka bir ifadeyle, İslami kuralların uygulanmasında toplumun yararının dikkate alınmasıdır (Yanpar, 2015, s. 114).

İslami finans açısından şer'i danışma kurulların yerine getirdikleri işlevler şu şekilde sıralanabilir (El-Gamal, 2006, s. 11; Kettell, 2011, s. 25);

- İslami finans sistemindeki ürün ve hizmetlerin İslami kurallara uyumunun tetkik edilmesi,
- İslami finans kurumlarının, finansal piyasalarda yaptıkları yatırımların incelenmesi,

- İslami finans kurumlarının günlük faaliyetleri esnasında karşılaştıkları beklenmedik meseleler hakkında görüş bildirilmesi,
- Yeni İslami finans ürünlerinin araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin yürütülmesi,
- İslami finans kurumlarında çalışanların, yaptıkları işlemlerin dayanağı olan İslami kural ve sözleşmeler hakkında eğitilmesi,
- Konferanslar ve yayınlar yoluyla, İslami finans ürünlerinin neden İslami olarak addedildiği, diğerlerinin neden İslami olmadığı konusunda kamuoyunun aydınlatılması,
- Denetçiler, hukukçular gibi ilişkili tarafların istekleri doğrultusunda, bu kişilere İslami kurallar hakkında yardımcı olunması ve tavsiyelerde bulunulması.

1.2. İslami Finansın Temel İlkeleri

İslami finans, geleneksel finansın kişisel menfaatleri öne çıkaran ve bu menfaatlerin maksimize edilmesi için insanın rasyonel olduğunu düşündüğü her türlü fiili yapabileceği yönündeki bakış açısının aksine, insan davranışlarının ve tercihlerinin, İslami kuralların getirdiği bir takım kısıtlamaların ve ilkelerin belirlediği bir çerçeveye sınırlı olduğu ve finansal işlemlerin bu çerçeve içerisinde gerçekleştirildiği bir sistemdir (Iqbal ve Mirakhor, 2014a, s. 5). Geleneksel finans sistemi, işlemlerin finansal ve iktisadi boyutuna odaklanırken, İslami finans sistemi bu boyutların yanı sıra ahlaki, sosyal, dini değerlere ve bir bütün olarak toplumun iyiliği için eşitliğin ve adaletin artırılması gerektiğine vurgu yapmaktadır (Omar, Abduh ve Sukmana, 2013, s. 17). Başka bir ifadeyle, İslami finans sisteminde yer alan kısıtlama ve ilkelerin amacı, gelirin ve refahın adil bir şekilde dağılımının sağlanması ve kimsenin zarara ve adaletsizliğe uğramadan, işlemlerin adil bir şekilde gerçekleştirilmesinin teminat altına alınmasıdır (Alhabshi, 1994, s. 3). İslami finansın temel ilkeleri şunlardır (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 10; Omar, Abduh ve Sukmana, 2013, s. 17);

- Faiz (ribâ) yasağı,
- Risk paylaşımı,
- Aşırı belirsizlikten kaçınma (garar yasağı),

- Aşırı risk alma ve kumar benzeri davranışlardan kaçınma (meysir yasağı),
- Yasak sayılan iş ve fiillerden uzak durma,
- Varlığa dayalı olma,
- İşlemlerin sözleşme tabanlı olması,
- Mülkiyet hakkına ilişkin kurallar.

1.2.1. Faiz (Ribâ) Yasağı

İslam'da en önemli yasaklardan birisi, faiz yasağıdır. İslami kaynaklarda faiz yerine ribâ kavramı kullanılmaktadır. Ribânın kelime anlamı ziyadelik, artış ve fazlalıktır. İslami bir terim olarak ise ribâ, bir bedele bağlanan sözleşmelerde, taraflardan birinin lehine şart koşulan fazlalıktır. Ribâ kavramının karşılığı olarak Türkçe'de, yine Arapça kökenli bir kelime olan ve taşan, taşkın, fazlalık, borç verilen paradan elde edilen gelir anlamına gelen faiz sözcüğü kullanılmaktadır (Döndüren, 2016, s. 386). Bu nedenle çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde faiz kavramı kullanılacaktır.

Kur'an-ı Kerim'de ve Hz. Muhammed'in sünnetinde faiz, çok açık ve kesin bir şekilde yasaklanmıştır. Kur'an-ı Kerim'in faiz yasağına ilişkin hüküm bildiren ayetleri; Rum, Nisa, Al-i İmran ve Bakara surelerinde yer almaktadır. Bu ayetler aşağıda sıralanmıştır;

“İnsanların malları içinde artsın diye faizle her ne verirsiniz, Allah katında artmaz. Ama Allah'ın hoşnutluğunu isteyerek her ne zekât verirsiniz; işte bunu yapanlar sevaplarını kat kat arttıranlardır.” (Rum Suresi, 30/39).

“Yahudilerin yaptıkları zulüm ve birçok kimseyi Allah yolundan alıkoymaları, kendilerine yasaklanmış olduğu halde faiz almaları, insanların mallarını haksız yere yemeleri sebebiyle önceden kendilerine helal kılınmış temiz ve hoş şeyleri onlara haram kıldık. İçlerinden inkâr edenlere de acı bir azap hazırladık.” (Nisâ Suresi, 4/160-161).

“Ey iman edenler! Kat kat arttırılmış olarak faiz yemeyin. Allah'a karşı gelmekten sakının ki kurtuluşa eresiniz.” (Âl-i İmran Suresi, 3/130).

“Faiz yiyenler, ancak şeytanın çarptığı kimsenin kalktığı gibi kalkarlar. Bu, onların, “Alışveriş de faiz gibidir” demelerinden dolayıdır. Oysa Allah alışverişini helal, faizi haram kılmıştır. Bundan böyle kime Rabbinden bir öğüt gelir de (o öğüte uyararak) faizden vazgeçerse, artık önceden aldığı onun olur. Durumu da Allah'a kalmıştır. (Allah

onu affeder.) Kim tekrar (faize) dönerse, işte onlar cehennemliklerdir. Orada ebedi kalacaklardır.” (Bakara Suresi, 2/275).

“Allah, faiz malını mahveder, sadakaları ise artırır (bereketlendirir). Allah hiçbir günahkâr nankörü sevmez.” (Bakara Suresi, 2/276).

“Ey iman edenler! Allah'a karşı gelmekten sakının ve eğer gerçekten iman etmiş kimselerseniz, faizden geriye kalanı bırakın. Eğer böyle yapmazsanız, Allah ve Resülüyle savaşa girdiğinizi bilin. Eğer tövbe edecek olursanız, anaparalarınız sizindir. Böylece siz ne başkalarına haksızlık etmiş olursunuz ne de başkaları size haksızlık etmiş olur.” (Bakara Suresi, 2/278-279).

Hiz. Muhammed'in faize ilişkin hadisleri şunlardır;

“Miraç gecesi, karınları evler gibi (büyük) olan bir topluluğun yanına geldim. Onların karınlarında dışarıdan görülen yılanlar vardı. Cebrail (a.s.)'e bunların kimler olduğunu sorduğumda; “faiz yiyenlerdir” cevabını verdi.” (İbn Mace, Ticârât, 58; Ahmed b. Hanbel,, II, 353, 363).

“Yedi helâk edici şeyden sakınınız. Bunlar; Allah'a ortak koşmak, sihir yapmak, haksız yere adam öldürmek, yetim malı yemek, faiz yemek, savaştan kaçmak, iffetli ve namuslu bir kadına zina iftirasında bulunmaktır.” (Buhari, El Vesaya, 23; Müslim, İman, 145; Ebu Davud, El Vesaya, 10).

Hiz. Muhammed, Veda Hutbesinde şöyle buyurmuştur; “Cahiliye dönemine ait faiz kaldırılmıştır. İlk olarak da bizim (sülaleye ait) faizi, Abdulmuttalib'in oğlu Abbas'ın faizini kaldırıyorum. Artık faizin tamamı kaldırılmıştır. Biliniz ki, cahiliye döneminin bütün faiz çeşitleri kaldırılmıştır. Anaparalarınız da sizindir. Böylece haksızlık etmemiş ve haksızlığa da uğramamış olursunuz.” (Müslim, Hac, 147; Ebu Davud, Menasik, 56; Ebu Davud, Büyü, 5).

“İnsanlara öyle bir devir gelecek ki, faiz yemeyen kimse kalmayacak. Yemeyenlere de buharından (veya tozundan) isabet edecektir.” (Ebu Davud, Büyü, 3; Ahmed b. Hanbel, II, 494; İbn Mace, Ticârât, 58).

İbn Mes'ud şöyle rivayet etmiştir; “Resulullah faiz yiyene ve yedirene lanet etti.” (Müslim, Müsakat, 105; Ahmed b. Hanbel, I, 393, 394, 402, 453).

“Altın altınla, gümüş gümüşle, buğday buğdayla, arpa arpayla, hurma hurmayla ve tuz tuzla misli misline, birbirine eşit olarak peşin satılır. Bu maddeler farklı cinsten

olduğu zaman, peşin olmak şartıyla istediğiniz gibi satın. Kim fazla verir veya alırsa faize düşmüş olur. Bu konuda alan da veren de eşittir.” (Müslim, Müsakat, 82; Ahmed b. Hanbel, III, 49, 66, 97).

Faizi yasaklayan tek dinin İslamiyet olmadığını söylemek yanlış olmayacaktır. Yahudi ve Hristiyan öğretilerinde de faizden çirkin, hoşlanılmayan bir müessese olarak bahsedilmektedir. Tevrat, Yahudilerin birbirleri arasındaki borç işlemlerinde faiz alınmasını yasaklamakta, ancak Yahudi olmayanlardan faiz alınmasına izin vermektedir (Döndüren, 2016, s. 388). Hristiyanlık açısından bakıldığında da İncil’de faiz yasağına ilişkin hükümler bulunmaktadır. Nitekim uzun yıllar boyunca Hristiyan âleminde faiz yasağı uygulanmıştır (Karaman, Bardakoğlu ve Apaydın, 2009, s. 412). Ancak özellikle 16. yüzyılda (yy.) keşiflerle birlikte ticaretin gelişmesi ve paranın büyük ölçekli ticari işlemlerde öneminin artmasıyla faize karşı bir yumuşama olmuştur. Daha sonraki dönemde ise faize ilişkin çekinceler yalnızca tefecilik olarak nitelenen aşırı faiz alımına karşı devam etmiştir. Kapitalizmin hızlı yükselişi ve Hristiyanlıkta yaşanan reform hareketleri sonucunda, faiz tamamen meşru görülmeye başlanmıştır (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 72). Hatta Tabakoğlu (2008, s. 32) reform hareketlerini, Hristiyanlığın kapitalizme engel olarak görülen faiz yasağı gibi tüm hususiyetlerinin değiştirilmesi olarak tanımlar.

İslam’ın faizi yasaklamasının çeşitli sebepleri bulunmaktadır. Faiz içerisinde adaletsizlik barındırmakta ve sosyal adalete zarar vermektedir. Bu durum, faizli borç ilişkisinde riskin neredeyse tamamen borç alana transfer edilmesinden kaynaklanmaktadır. Örneğin bir girişimci, borç alarak başladığı bir girişiminin sonucunda kâr elde edebileceği gibi zarara uğrama durumuyla da karşılaşabilmektedir. Zarar durumunda, tüm çabası ve zamanı karşılığında hiçbir şey elde etmemiş olacaktır. Buna ek olarak, borçlandığı kişiye ya da kuruma, borcunun anaparasını ve faizini ödeme yükümlülüğü devam etmektedir. Burada borçlanan girişimci risk alarak bir ticari faaliyette bulunup zarar etmiştir. Ancak borç veren herhangi bir risk almamış, buna karşın anaparasını faizi ile birlikte tahsil etmiştir. İslam açısından bu durum adaletsizlik olarak görülmektedir. Çünkü İslamiyet, sabit bir faiz ödemesi yerine risk ve kâr paylaşımını temel alan işlemlere onay vermektedir. Faiz ile ortaya çıkan bu adaletsizlik, zamanla geri ödenmesi mümkün olmayan borçlar yaratmakta ve zenginlerin daha zengin, fakirlerin ise daha fakir olduğu bir düzeni ortaya çıkarmaktadır. Bu bağlamda sabit ve risksiz faiz getirisi, insanların girişimcilik hevesini azaltmakta, bu durum da

üretim faaliyetlerinin azalmasına ve istihdamın düşmesine neden olmaktadır. Ayrıca yüksek faiz oranları, üretim faktörlerinin maliyetini artırmakta, oluşan maliyet enflasyonu fiyatları yükselmekte dolayısıyla talebi düşürmektedir (Bilmen, 1962, s. 445; Karaman, 2012, s. 203–204; Tabakoğlu, 2008, s. 299). Orman (2014, s. 75, 85), İslam'ın faizi yasaklamadaki muradının dolaylı olarak kredi/borç mekanizmasının iktisadi hayattan çıkarılması, yerine ise ortaklık ve kar paylaşımına dayalı bir anlayışın yerleştirilmesi olduğu ifade etmektedir. Zira İslam'da borç verme, üzerinden getiri elde edilecek bir mekanizma olarak değil, karz- hasen¹ olarak ifade edilen bir sevap kazanma ve iyilik yapma aracı olarak tasarlanmıştır.

1.2.2. Risk Paylaşımı

İslami finansın dayandığı en temel ilkelerden biri, kârın ve zararın paylaşımı şeklinde kendini gösteren risk paylaşımı esasıdır (Çizakça, 2014, s. 144). Risk paylaşımı, sorumluluk alma ilkesine dayanmaktadır. Başka bir ifadeyle, kârın hak edilebilmesi için, içerisinde zarar etme ihtimalinin de olduğu bir takım sorumluluklar üstlenilmelidir (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 38).

Risk paylaşımında faizli işlemlerin aksine, sermayenin sahibi borç veren değil, yatırımcı olarak kabul edilmektedir. Böylece sermaye sahibi ile sermayeyi kullanan arasında bir risk paylaşımı meydana gelmekte ve iki taraf içinde faizde olduğu gibi sabit bir getiri garanti edilmemektir. Sermaye konulan iş ya da proje başarıya ulaştığı takdirde oluşan kârı, başarısız olduğunda ise oluşan zararı taraflar aralarında paylaşmaktadır (Tatiana, Igor ve Liliya, 2015, s. 480).

Herhangi bir iktisadi sisteminin sürdürülebilir olmasını sağlayan en önemli etkenlerin başında, refahın tabana yayılması gelmektedir. Eğer refah toplumun tüm kesimlerine yayılmamışsa, ekonomik büyümeyi gerçekleştirmek için ihtiyaç duyulan kaynakların piyasalara akışında aksamalar olacaktır. İslam'ın tavsiye ettiği risk paylaşımı sistemi de bu aksamayı önleme noktasında devreye girmektedir. Risk paylaşımı, geleneksel finans sisteminde olduğu gibi riskin fon ihtiyacı olan kesimlerde toplanması yerine, piyasa katılımcıları arasında dağılmasını sağlamaktadır. Böylelikle

¹ Faizsiz ve herhangi bir menfaat beklemeden verilen borç (Döndüren, 2016, s. 410).

ekonominin büyüme için ihtiyaç duyduğu kaynakların daha etkin tahsisi mümkün olmaktadır (Rizvi, Bacha ve Mirakhor, 2016, s. 29).

Risk paylaşımı ilkesi çerçevesinde İslami finans, faiz içeren borç tabanlı finansman yapısına değil, ortaklık tabanlı finansman yapısına dayalıdır (Yanpar, 2015, s. 76). Bu yapıda, borç tabanlı finansmanda olduğu gibi riskin transferi söz konusu değildir. Bu sayede toplumsal dayanışmanın gelişmesinde İslami finans, bütünleştirici bir rol oynamaktadır. Risk paylaşımına dayalı finans sistemi, başta fakir kesimler olmak üzere toplumun tüm fertleri ve kurumlarının iktisadi büyümeden faydalanmasına ve risk paylaşımı yoluyla toplumun bütünleşmesine katkı sağlamaktadır (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 110).

1.2.3. Aşırı Belirsizlikten Kaçınma (Garar Yasağı)

İslami finans kapsamında yapılan işlem ve sözleşmelerde aşırı belirsizlik, kaçınılması gereken bir durumdur. İslami kaynaklarda aşırı belirsizlik ile ilgili olarak garar terimi kullanılmaktadır. Garar dini kaynaklarda, sözleşmelerde aldatma, hile, bilinmezlik ve teslim akdinin yerine getirilememesi durumu olarak tanımlanmaktadır (Döndüren, 2016, s. 166). Bir başka tanıma göre ise ticari işlem ve sözleşmelerde bilgi ya da kontrol eksikliğinden kaynaklanan herhangi bir belirsizlik veya bir taraf lehine asimetric bilginin varlığıdır. İşlemlerde adaletin sağlanması amacıyla İslam, sözleşmelerle ilgili gerekli -fiyat, miktar, kalite, ödeme zamanı vb.- tüm bilgilerin tüm taraflar için açık bir şekilde belirtilmesini ve bu sayede belirsizliğin ortadan kaldırılmasını emreder (Askari, Iqbal, Krichene ve Mirakhor, 2010, s. 158).

Ticari işlemler, doğası gereği birtakım belirsizlikler içerir. Bu nedenle kabul edilebilir düzeyde belirsizlik içeren işlemlerin, İslami finans açısından bir mahzuru yoktur (El-Gamal, 2006, s. 58). İşlem ve sözleşmelerin geçersiz sayılması için aşırı derecede belirsizlik içermeleri gerekmektedir. Aşırı belirsizliğin saptanmasında dört kıstas kullanılmaktadır. Birinci kıstas, sözleşmenin ana konusunu oluşturan mal veya hizmetin var olup olmadığı ile ilgili bir belirsizliğin söz konusu olmasıdır. İkincisi, mal veya hizmetin teslimatına ilişkin belirsizliktir. Kullanılan üçüncü kıstas, mal veya hizmetin kalitesine dair herhangi bir belirsizliğin varlığıdır. Son kıstas ise sözleşmenin kapsadığı vade üzerindeki belirsizliktir. Sözü edilen dört ölçütte yer alan belirsizlik durumlarından birinin var olması, sözleşmenin aşırı belirsizlik içerdiğini ifade etmek

için yeterlidir (Bousslama ve Lahrichi, 2017, s. 723). Aşırı belirsizlik içeren işlemlere şu örnekler verilebilir (Khorshid, 2009, s. 390);

- Satıcının teslimatını yapamayacağı malları satması,
- Uygun bir şekilde tanımlanmamış malların satılması; örneğin bir mağazada hangi beden olduğu bilinmeyen gömleklerin satılması,
- Net fiyatı belli olmayan malların satılması; örneğin malın şu anki piyasa fiyatı gibi bir ibareyle satılması,
- Vadesi gerçekleşip gerçekleşmeyeceği belirsiz bir olaya bağlanan sözleşmeler; örneğin arkadaşlarım geldiği vakit gibi zamanı belirsiz bir ifadenin kullanılması,
- Yanıltıcı ve yanlış bilgilendirme üzerine mal satışı yapılması,
- Alıcının almak istediği malı incelemesine müsaade edilmeden yapılan satışlar.

İslami finansın temel ilkelerinden biri olan aşırı belirsizlikten kaçınma ilkesi ile ulaşılmak istenilen amaçlar; hukuki işlemlerde karşılıklı rızanın, dürüstlük ve şeffaflığın korunması, tarafların beklenmedik bir zarar veya kayıpla karşılaşmalarının ve aldatılmalarının önlenmesidir. Bu sayede özellikle sözleşmeye taraf olan zayıf kesimlerin hakları korunmuş olmaktadır (Karaman, Bardakoğlu ve Apaydın, 2009, s. 360).

1.2.4. Aşırı Risk Alma ve Kumar Benzeri Davranışlardan Kaçınma (Meysir Yasağı)

Aşırı risk alma, bir ticari faaliyetin normal koşullarda taşıdığı, kabul edilebilir risk seviyesinden daha yüksek düzeyde risk içeren ve bu yönüyle kumara benzeyen bir davranıştır. Arapça kökenli kumar yerine genellikle İslami finans literatüründe yine Arapça kökenli bir kelime olan meysir kavramı kullanılmaktadır. Çalışmada meysir yerine kumar kelimesi kullanılacaktır.

İslami açıdan, katlanılan riskin kabul edilebilir düzeyde olması ve kaybetme ihtimalinin kazanma ihtimalinden görece daha düşük olması gerekmektedir. Ancak kumar, kaybetme olasılığı üzerine kuruludur (Bousslama ve Lahrichi, 2017, s. 721). İslam kumarı yasaklamış ve insanları kazanma ihtimalinden daha yüksek kaybetme

ihtimali içeren şans oyunlarından uzak durmaları konusunda uyarmıştır (Bilmen, 1962, s. 454). İslam'da kumarın yasaklanma nedeni, insanlar arasında kin ve düşmanlığa neden olması ve aynı zamanda mülkiyetin adaletsiz bir şekilde el değiştirmesine zemin hazırlamasıdır. Kumarda bir tarafın kazanması için, diğer tarafın bedel ödemesi gerekmektedir. Bu yolla elde edilen kazanç, kişiyi faydalı ve üretken işlerle iştigal etmekten de alıkoyacaktır (Krichene, 2013, s. 119–120). Ayrıca, kumar sebebiyle insanların hayatlarının mahvolduğu, ailelerin dağıldığı herkesçe bilinen gerçeklerdir (Bilmen, 1962, s. 454).

İslami finans uygulamalarında kumar yasağının çeşitli izdüşümlerini görmek mümkündür. Başta sigortacılık olmak üzere türev ürünlerin ve hisse senedi piyasalarında alınan spekülasyon pozisyonların kumar içerip içermediği hususu uzmanlarca tartışılan konular arasında yer almaktadır. Ayrıca faaliyet alanı kumar ve benzeri mecralar olan şirketlere yatırım yapılması İslami finans açısından uygun değildir (Krichene, 2013, s. 120; Yanpar, 2015, s. 72).

1.2.5. Yasak Sayılan İş ve Fiillerden Uzak Durma

İslam, insanların fitratına uygun olmayan, ahlaki açıdan yozlaşmayı beraberinde getiren ve insan sağlığına zarar veren mal ve hizmetleri yasaklamaktadır. Dolayısıyla bu alanlarda ticari faaliyette bulunmak da yasaklanmıştır. Bu bağlamda İslami finans kurumları, söz konusu alanlara herhangi bir yatırımda bulunamazlar (Kettell, 2010a, s. 117). Alrifai (2015, s. 117–118), İslami finans kurumlarının genel olarak yatırım yapamayacağı alanları şu şekilde sıralamıştır;

- Kumar,
- Alkol,
- Tütün,
- Domuz ve domuz ürünleri,
- Faizli işlemleri içeren geleneksel finans ve sigortacılık faaliyetleri,
- Eğlence sektörü,
- Çevreye zarar veren faaliyetler.

1.2.6. Varlığa Dayalı Olma

İslami finansı geleneksel finanstan ayıran özelliklerinden birisi de gerçek varlıklara dayalı olmasıdır (El-Gamal, 2006, s. 14). Geleneksel finans sistemi içerisinde yer alan finans kuruluşları, yalnızca para ve paraya dayalı kıymetler üzerinden işlem yapmaktadır. Hatta pek çok ülkede bu kurumların ticaret ve üretim ile ilgilenmesi yasaktır (Usmani, 2002, s. 12).

İslami açıdan bakıldığında ise para, sadece bir değişim aracıdır ve nesnelere değerini belirlemede kullanılır. Paranın kendi başına bir değeri yoktur. Bu nedenle paranın, vadeli mevduata yatırmak, başkasına faizli borç vermek gibi yollarla artırılması, İslam'a uygun bir yöntem değildir. Bunun yerine para, yatırımlarda sermaye olarak kullanılmalı ve bu yatırımlardan sabit bir faiz getirisi değil, yatırımın başarı veya başarısızlık durumuna göre kâr ya da zarar elde etme beklentisi içerisinde olunmalıdır. Bu bağlamda paranın istiflenmesi hoş karşılanmamış, mal veya hizmet üretecek yatırımlara yönlendirilmesi tavsiye edilmiştir (Kettell, 2011, s. 34).

Varlığa dayalı olma ilkesinin bir gereği olarak, İslami finans sisteminde işlemler somut mal ve hizmetleri merkeze alan gerçek ticari işlemlere dayanmalı, borç satışı gibi risk transferi içeren işlemlere yer verilmemelidir (Alam, 2009, s. 41). Bu durum, İslami finansın faiz yasağı ve risk paylaşımı ilkelerinin de bir gereğidir. Böylece finans sektörü ile reel sektör arasında güçlü ve sağlıklı bir ilişki gelişmektedir (İqbal ve Mirakhor, 2011, s. 10).

1.2.7. İşlemlerin Sözleşme Tabanlı Olması

İslam dini, sosyo-ekonomik münasebetlerin taraflar arasında yapılacak sözleşmeler vasıtasıyla yürütülmesini emretmektedir. Zira toplu halde yaşayan insanların birbirlerine karşı hak ve ödevleri bulunmaktadır. Bu hak ve ödevler, sözleşmeler vasıtasıyla güvence altına alınmaktadır. Evlenme, boşanma, alışveriş, kira, hibe, borçlanma vb. tüm ilişkiler, sözleşmeler aracılığıyla gerçekleştirilir (Döndüren, 2016, s. 55). İslam'da sözleşmelerin ve sözleşmelere riayet etmenin önemi, "Ey iman edenler! Akitlerinizi yerine getirin." (Maide Suresi, 5/1), "Rüştüne erişinceye kadar, yetimin malına ancak en güzel şekilde yaklaşın, verdiğiniz sözü de yerine getirin. Çünkü söz (veren sözünden) sorumludur." (İsrâ Suresi, 17/34) gibi ayetlerle kesin olarak

vurgulanmaktadır. Bu doğrultuda İslami finans uygulamalarının büyük çoğunluğu, İslam hukuku içerisinde belirli kalıpları olan ticari sözleşmelere dayanmaktadır.

Sözleşmeler, gelecekte karşılaşılması muhtemel risk ve belirsizliklere karşı bugünden uzlaşa sağlamanın araçlarıdır. Bu risk ve belirsizlikler hesaba katılarak risk bölüştürülür, tarafların sorumlulukları ve sözleşme hükümlerinin yerine getirilmemesi durumunda izlenecek çözüm yolları belirlenir. İslami finans bağlamında, sözleşmelerin yapılmasının üç nedeni vardır. Birincisi, kâr veya zararın ve riskin paylaşılması, ikincisi, teşviklerin düzenlenmesi, üçüncüsü ise işlem maliyetlerinin düşürülmesidir (Erbaş ve Mirakhor, 2014, s. 115).

İslami finans açısından sözleşmelerin birtakım unsurları içermesi gerekmektedir. Mirakhor ve Bao (2014, s. 41), bu unsurları şu şekilde sıralamıştır;

- Taraflar sözleşme konusu mal veya hizmet üzerinde mülkiyet hakkına sahip olmalıdır.
- Taraflar özgür irade sahibi olmalıdır.
- Alışverişin gerçekleşeceği bir piyasa olmalıdır.
- Bu piyasanın düzenli ve etkin olarak çalışmasını sağlayacak mekanizmalar bulunmalıdır.
- Taraflar sözleşme hükümlerine uyacaklarına dair aralarında güven tesis etmelidir.

Sözleşme ile güven olgusu arasında güçlü bir ilişki bulunmaktadır. Taraflar arasında güven problemi olması durumunda, sözleşmelerin uygulanabilmesi için araştırma ve bilgi edinme maliyetleri, karar alma maliyetleri, uygulama maliyetleri, hukuki maliyetler gibi çeşitli işlem maliyetlerine katlanması gerekebilmektedir. Bu durum; piyasalara daha az katılımcının girmesi, yatırımların kısa vadeli yapılması, üretkenliğin düşmesi ve iktisadi büyümenin yavaşlaması gibi birtakım sonuçları da beraberinde getirmektedir (Mirakhor ve Bao, 2014, s. 44).

1.2.8. Mülkiyet Hakkına İlişkin Esaslar

İslam, başka insanlara ve çevreye zarar vermediği sürece insana dair tüm hakları tanımakta ve gözetmektedir. Bu hakların en önemlilerinden birisi de mülkiyet hakkıdır.

İslam'da özel mülkiyet hakkının var olduğunu gösteren ayet ve hadislerden bir kısmı şunlardır;

“Erkeklerle kazandıklarından bir pay vardır. Kadınlara da kazandıklarından bir pay vardır. Allah'tan, onun lütfunu isteyin. Şüphesiz Allah her şeyi hakkıyla bilendir.” (Nisâ Suresi, 4/32).

“Görmediler mi ki biz onlar için, ellerimizin (kudretimizin) eseri olan hayvanlar yarattık da onlar bu hayvanlara sahip oluyorlar.” (Yâsin Suresi, 36/71).

“Aranızda birbirinizin mallarını haksız yere yemeyin. İnsanların mallarından bir kısmını bile bile günaha girerek yemek için onları hakimlere (rüşvet olarak) vermeyin.” (Bakara Suresi, 2/188).

“Yetimlere mallarını verin. Temizi pis olanla (helâli haramla) değişmeyin. Onların mallarını kendi mallarınıza katıp yemeyin. Çünkü bu, büyük bir günahdır.” (Nisâ Suresi, 4/2).

“Malını korumak uğrunda öldürülen şehittir.” (Buhari, Mezâlim, 33).

İslam özel mülkiyet hakkını tanıyarak, insanların emeklerinin karşılığını almalarını ve böylelikle çalışmayı teşvik etmektedir. Bu husus, insanın fitratı yani yaratılış özellikleri ile uyumludur. Zira insan, emeğinin karşılığını alamayacağını bilmesi durumunda, çalışmak için bir çaba sarf etmeyecektir (Karaman, 2012, s. 347). Bununla birlikte, mülkiyet hakkından söz edebilmek için mülkiyetin meşru yollardan edinilmesi şartı getirilmiştir. Satın alma, emek, ticaret, maden çıkarma, miras, sadaka, zekât, hibe, nafaka, ganimet vb. mülkiyetin meşru edinim yollarıdır. Hırsızlık, gasp, yağma, yalan, hile gibi yollarla mülk edinilmesi ise yasaklanmıştır (Beşer, 2016a, s. 30).

İslam'da özel mülkiyet hakkının var olduğunun tespiti ile birlikte, bu hakkın kapitalist sistemdeki gibi mutlak/sınırsız bir hak olduğu düşünülmemelidir. İslam'da mutlak mülkiyet Allah'a aittir. Kur'an-ı Kerim'de geçen “Göklerin ve yerin mülkü Allah'ındır.” (Şurâ Suresi, 42/49), “De ki: Ey mülkün sahibi olan Allah'ım! Sen mülkü dilediğine verirsin. Dilediğinden de mülkü çeker alırsın. Dilediğini aziz edersin, dilediğini zelil edersin. Hayır senin elindedir. Şüphesiz sen her şeye hakkıyla gücü yetersin.” (Âl-i İmrân Suresi, 3/26), ayetleri ve bu ayetlerle benzer anlamlara sahip pek çok ayet, mülkiyetin asıl sahibinin Allah olduğunu vurgulamaktadır. Bu bağlamda İslami açıdan özel mülkiyet hakkının, Allah tarafından bahşedilmiş ve üzerinde tasarruf

edilirken de Allah'a karşı birtakım sorumlulukları barındıran bir hak olduğu görülmektedir (Beşer, 2016, s. 28–29). Bu sorumlulukların başında, zekât müessesesi gelmektedir. İslam'ın en temel beş şartından birisi olan zekât, dini açıdan zengin kişilerin mallarının belli bir kısmının her yıl yoksullara ve ihtiyaç sahiplerine vermesidir (Karaman, Bardakoğlu ve Apaydın, 2008, s. 422). Zekât verme fiili bir hayır ya da yardımseverlikten ziyade, kişinin yoksullara karşı borcu ve Allah'a karşı bir sorumluluğudur. İslam'da zenginlerin gönüllü olarak ihtiyaç sahiplerine yaptıkları yardımlar ise sadaka olarak isimlendirilir (Yavuz, 2015, s. 418). Bir diğer yardım mekanizması ise karz-ı hasendir. Karz-ı hasen, kişinin herhangi bir çıkar beklentisi olmadan başka birisine ödünç olarak para veya herhangi bir malı vermesidir (Döndüren, 2016, s. 410). İslam'da yer alan zekât, sadaka, karz-ı hasen gibi mekanizmalar, bir nevi servetin yeniden dağıtım araçları olarak işlev görmektedir. Beşer'e (2016a, s. 117) göre bu tip mekanizmalar, taşkın ve zararlı zenginliği önleyici tekniklerdir. Bu teknikler sayesinde, yoksulların zenginlerin servetleri üzerindeki hakları iade edilmekte, aşırı zenginliğin ve fakirliğin olmadığı bir toplumsal yapı teşekkül edilmesi hedeflenmektedir (Iqbal ve Mirakhor, 2014b, s. 207).

1.3. İslami Finansta Kullanılan Finansman Modelleri

İslami finansta, geleneksel finans sisteminde kullanılan kredi, leasing, tahvil, hisse senetleri gibi pek çok finansman modeli ve finansal araç kullanılmaktadır. Ancak bu finansman modelleri, İslami finans sisteminde farklı formlarda yer almaktadır (Alrifai, 2015, s. 124). İslami finansta kullanılan finansman modelleri ve finansal araçlar, İslam hukukunda yer alan ticari sözleşmeleri temel almaktadır. Söz konusu sözleşmeler, İslami finans alanında kullanıldıklarında kapsam değiştirmekte ve bir İslami finans aracı haline gelmektedir (Yanpar, 2015, s. 81–82). Bu bağlamda İslami finansta kullanılan temel finansman modelleri ve finansal araçlar şunlardır;

- Mudarebe,
- Müşareke,
- Murabaha,
- İcare,
- Selem,

- İstisna,
- Vekalet.

1.3.1. Mudarebe

Mudarebe, bir tarafın sermaye sağladığı diğer tarafın ise emeğini ve zamanını ortaya koyduğu bir ortaklık meydana getiren ticari bir sözleşmedir. Bu ortaklık tipinde sermaye sahibi rabb-ul mal, girişimci olan emek sahibi ise mudarib olarak adlandırılmaktadır (Yavuz, 2015, s. 408).

Mudarebe ortaklığında kâr paylaşım oranları önceden belirlenmektedir. Kâr paylaşımında en önemli hususlardan birisi, paylaşımın kesin rakamlar üzerinden değil, oran bazlı yapılmasıdır (Döndüren, 2016, s. 439). Bir diğer husus; kâr dağıtımının, ancak sermaye sahibinin sermayesine denk gelecek miktarı almasından sonra söz konusu olabilmesidir. Eğer bu süreç tamamlanmadan kâr dağıtımı yapılmışsa, mudarebe sözleşmesi bitmeden taraflar mahsuplaşmalı ve gerekli ayarlamalar yapılmalıdır (İqbal ve Mirakhor, 2011, s. 91). Ayrıca mudarib, şahsi harcamaları için ortaklıktan avans alabilmektedir. Yıl içinde alınan avanslar, yıl sonunda mudaribin payına düşen kârdan mahsup edilir (Döndüren, 2016, s. 440).

Ortaklığın zarar etmesi durumunda, zarar mudaribin sözleşme şartlarına uymamasından veya kasıtlı kusurundan kaynaklanıyorsa mudarib zararı tazmin etmekle mükelleftir. Eğer zarar mudaribin kusurundan değil de normal piyasa şartlarından kaynaklanıyorsa mudaribin sorumluluğu bulunmaz. Eğer önceki yıllarda kâr edilmişse zarar öncelikle bu kârdan düşülür. Kârın zararı karşılamadığı noktada, sermayedarın sermayesinden tazmin edilir. Ancak bu durumda mudarib de emeğine karşılık ortaklıktan bir şey talep edemez. Burada sermaye sahibi sermayesini kaybederken, mudarib de emek ve zamanını kaybetmiş olur (Döndüren, 2016, s. 441).

Mudarebenin sınırlı mudarebe ve sınırlandırılmamış mudarebe olmak üzere iki türü bulunmaktadır. Sınırlı mudarebede sermaye sahibi, mudaribin faaliyet göstereceği sektörü, ticaretini yapacağı malı, iş kuracağı yeri ya da birlikte çalışacağı kişileri sınırlandırabilmektedir. Sınırlandırılmamış mudarebede ise mudarib, istediği alanda faaliyet gösterme, istediği malın ticaretini yapma, işini kuracağı yeri veya birlikte çalışacağı kişileri seçme noktasında serbesttir (Sarker, 1999, s. 15).

Mudarebe tipi ortaklıklarda, sermaye sahibinin ortaklık üzerinde hiçbir yönetim yetkisi bulunmamaktadır. Ancak kurulan ortaklık sınırlı mudarebe şeklinde ise yukarıda bahsedilen alanlarda, ortaklık kurulurken birtakım isteklerde bulunabilir. Bunun dışında mudarib alacağı bütün kararlarda serbesttir. Fakat mudarib de en az aynı işi yapan başka insanların gösterdiği çabayı sarf etmek ve işin gerektirdiği ticari işlem ve uygulamaları takip etmekle mükelleftir (Yanpar, 2015, s. 89).

Mudarebe sözleşmesi, taraflardan birinin isteği ile istenilen zamanda sonlandırılabilir. Buradaki tek şart, sözleşmeyi sonlandırmak isteyen tarafın diğer tarafa bu isteği önceden bildirmesidir. Ortaklığın bütün varlıklarının nakit olması durumunda, sermayeyi aşan kısım taraflar arasında önceden belirlenen kâr paylaşım oranına göre dağıtılır. Varlıkların nakit olmaması durumunda ise mudarib bu varlıkları satarak likit hale getirir ve kâr/zarar durumu belirlenir (Usmani, 2002, s. 34).

1.3.2. Müşareke

Müşareke, iki veya daha fazla kişinin bir araya gelerek sermayelerini ya da emeklerini ortaya koydukları, kâr/zarar paylaşımına dayalı bir ortaklık meydana getiren ticari bir sözleşmedir (Askari, Iqbal ve Mirakhor, 2015, s. 192).

Müşareke ortaklıklarında kâr paylaşım oranları, mudarebede olduğu gibi önceden belirlenmelidir. Aksi halde sözleşme geçersiz sayılmaktadır. Yine mudarebede olduğu gibi kâr net rakamlar üzerinden dağıtılamaz. Usmani (2002, s. 23–24), kâr paylaşım oranlarının nasıl belirleneceğine dair farklı görüşler bulunduğunu belirtmektedir. İslam'ın dört büyük mezhebinden² Maliki ve Şafi mezheplerine göre taraflar ortaklıktaki yatırım payları ne ise o oranda kârdan pay alırlar. Hanbeli mezhebine göre mudarebede olduğu gibi taraflar herhangi bir kısıtlama olmadan istedikleri gibi kâr paylaşım oranı belirleyebilirler. Hanefî mezhebinde ise normal koşullarda taraflar kâr paylaşım oranını belirleme noktasında serbesttir. Ancak taraflardan birisi, ortaklık için hiçbir zaman emek ortaya koymayacağını, sadece sermayesi ile ortaklığa dâhil olacağını sözleşmede belirtmişse, bu kişinin kârdan alacağı

² Kurucu âlimleri İmam-ı Azam Ebu Hanife, İmam Muhammed eş-Şafii, İmam Ahmed bin Hanbel ve İmam Malik bin Enes'in adlarıyla anılan ve İslam âleminde en çok takipçisi olan dört İslam hukuku ekolü olan Hanefi, Şafi, Hanbeli ve Maliki ekolleri, dört mezhep olarak adlandırılmaktadır (Karaman, Bardakoğlu ve Apaydın, 2008, s. 34).

pay ortaklık payından fazla olamamaktadır. Zararın söz konusu olduğu durumlarda ise bütün mezheplere göre zarar, ortaklıktaki sermaye payı ile aynı oranda paylaşılmaktadır.

Müşareke ortaklıklarında her ortağın yönetime katılma ve girişim için çalışma hakkı bulunmaktadır. Ancak ortaklar, aralarından birinin yönetim görevini üstlenmesi konusunda anlaşabilirler (Usmani, 2002, s. 28). Yine ortaklar kendilerinin dışında bir yönetici atayabilir ve vermiş olduğu hizmet karşılığında bu kişiye ücret öderler. Ayrıca sözleşmeye yazılmak şartıyla ortaklardan biri ya da birkaçının ortaklık için çalışmayacakları, sadece sermayedar ortak olarak girişimde yer alacaklarına karar verilebilir (Ayub, 2007, s. 315).

Müşareke sözleşmeleri, tarafların istedikleri bir zamanda ortaklıktan ayrılabilirdikleri bağlayıcılığı olmayan ticari sözleşmelerdir. Ancak ortaklıktan ayrılmak isteyen taraf, bu durumu diğer ortaklara önceden bildirmekle yükümlüdür. Böyle bir durumda ortaklık feshedilebileceği gibi ayrılan ortağa sermayedeki payı ve tahakkuk eden kârı ödendikten sonra diğer ortaklar tarafından devam ettirilebilir. Ortaklardan birinin vefat etmesi durumunda sözleşme sona erer. Ancak diğer tarafların rızasının alınması koşuluyla vefat eden kişinin varisleri ortaklığa devam edebilir. Yine müşareke ortaklığının tüm sermayesi tükendiğinde veya kaybedildiğinde ya da ortaklardan birisi sermayesi üzerindeki yasal haklarını hukuk nezdinde kaybettiğinde sözleşme sonlanmaktadır (Ayub, 2007, s. 318–319).

Usmani (2002, s. 31), müşareke ve mudarebe ortaklıkları arasındaki farkların şunlar olduğunu belirtmiştir;

- Müşareke ortaklıklarında sermaye, tüm ortaklar tarafından karşılanırken, mudarebede sermaye, rabb-ul mal olarak adlandırılan ortağın sorumluluğundadır.
- Müşarekede tüm ortakların yönetime katılma ve ortaklık için çalışma hakkı bulunurken, mudarebede sermaye sahibi ortak yönetime katılamaz ve ortaklık için çalışamaz.
- Müşarekede ortaklığında faaliyetlerin neticesinde zarar oluşması durumunda söz konusu zarar tüm ortaklar arasında paylaşılırken, mudarebede zararı yalnızca sermaye sahibi ortak üstlenmektedir.
- Müşarekede ortakların sınırsız sorumluluğu bulunurken, mudarebe tek sorumlu olan sermaye sahibinin sorumluluğu yatırdığı sermaye ile sınırlıdır.

- Müşarekede ortaklığın varlıklarına tüm taraflar yatırımdaki payları oranında ortaktır. Varlıklardaki değer artışından tüm ortaklar fayda sağlar. Ancak mudarebede, mudaribin faaliyet süresi içerisinde tedarik ettiği ticari malların sahipliği sermaye sahibine aittir. Dolayısıyla mudarib, yalnızca bu varlıkların satışından oluşacak kârdan pay alma hakkına sahiptir.

1.3.3. Murabaha

Murabaha, bir malın satıcı tarafından maliyetinin üzerine kârının eklenmesiyle satışının yapılmasına imkân veren bir satış sözleşmesidir. İslam hukuku açısından murabaha, basit bir satış işlemidir. Murabaha işleminin en önemli özelliği, satıcının alıcıya malın kendisine ne kadara mâl olduğunu söylemesi, yani maliyetin üzerine ne kadar kâr konulduğunu biliyor olmasıdır (Yavuz, 2015, s. 370).

Murabaha sözleşmeleri hem peşin hem de vadeli satış işlemi şeklinde gerçekleştirilebilmektedir. İslami finans alanında ise genelde vadeli satış işlemi olarak uygulanmaktadır. Bu nedenle vadeli bir murabaha sözleşmesinin İslami açıdan geçerli kabul edilebilmesi için, İslam hukukunun satışa ve vadeli satışa ilişkin hükümlerini taşıması gerekmektedir (Yanpar, 2015, s. 94). İslami açıdan bir satışın geçerli kabul edilebilmesi için satış işleminin karşılması gereken şartlar şunlardır (Usmani, 2002, s. 66–70);

- Satışa konu olan mal, satış anında var olmalıdır.
- Satışa konu olan malın mülkiyeti, satış anında satıcıya ait olmalıdır.
- Satışa konu mal ya fiziki olarak satıcının elinde bulunmalı ya da istediği anda bu durumu sağlayabilecek yasal mülkiyet haklarına sahip olmalıdır.
- Satış gelecekteki bir tarihe ya da gerçekleşmesi muhtemel bir olaya bağlanmamalı, anlık ve kesin bir şekilde yapılmalıdır.
- Satışa konu olan malın bir değeri olmalıdır.
- Satışa konu olan mal, İslam tarafından yasaklanan işlerde kullanılacak bir mal olmamalı ya da İslam tarafından direkt olarak yasaklanan alkollü içecek, domuz gibi bir varlık olmamalıdır.
- Satışa konu olan malın ne olduğu alıcı tarafından biliniyor ve tanımlanabiliyor olmalıdır.

- Satışa konu olan malın teslim edileceği konusunda herhangi bir şüphe ya da belirsizlik bulunmamalıdır. Teslimat şansa ya da gerçekleşme ihtimali olan bir olaya bağlanmamalıdır.
- Satışa konu olan malın fiyatı net olmalıdır.
- Satış işlemi herhangi bir şarta bağlanmamalıdır.

Vadeli satışlar da yine İslam hukuku açısından birtakım şartları bünyesinde barındırmalıdır. Öncelikle vade kesin bir tarih ya da üç ay, bir yıl gibi bir periyod olarak belirlenmelidir. Satılan mala ilişkin vadeli fiyat, peşin fiyattan farklı olabilir. Ancak vadeli fiyatın ne olduğu satış anında belirlenmelidir. Belirlenen bu fiyatın erken ödeme ile azalır, alıcının temerrüde düşmesiyle artmaması gerekmektedir. Buna karşın alıcının taksitlerden birini ödemediği takdirde geri kalan ödemelerin peşin olarak yapılacağına dair bir şart sözleşmeye eklenebilir. Satıcı ödemeleri teminat altına almak maksadıyla alıcıdan borcuna karşılık senet düzenlemesini isteyebilir. Ancak düzenlenen bu senetler üçüncü kişilere satılamaz (Usmani, 2002, s. 70–71).

Murabaha, özellikle katılım bankacılığı³ alanında çok yaygın kullanılan bir yöntemdir. Ancak bankalar tarafından kullanılan murabaha sözleşmeleri, klasik anlamdaki murabaha sözleşmelerinden birtakım farklılıklar göstermektedir. Bu bağlamda katılım bankaları tarafından kullanılan murabaha yöntemi “satın alma emirli murabaha (murabaha to purchase order)” olarak adlandırılmaktadır. Bu işlem basitçe; bir malı almak isteyen kişinin bankaya gelmesi, bankanın bu kişi için malı sipariş edip satın alması ve üzerine kârını ekleyerek satması şeklinde gerçekleşmektedir (Ahmed, 2010, s. 8). Katılım bankacılığında murabaha işleminin kullanımına daha detaylı olarak “Katılım Bankacılığı” başlığı altında değinilecektir.

1.3.4. İcare

İcare sözleşmeleri, bir şeyin kullanım hakkının belirli bir süre için devrini, başka bir ifadeyle kiralanmasını sağlayan ticari sözleşmelerdir. İslam’da iki tür icare sözleşmesi bulunmaktadır. İlki, bir menkul veya gayrimenkulün kullanım hakkını veren icare sözleşmeleridir. İcare sözleşmelerinin ikinci türü ise iş akdi veya hizmet

³ Uluslararası literatürde İslami bankacılık ismi ile anılan bu bankalar, ülkemizde katılım bankacılığı olarak adlandırılmaktadır. Bu nedenle çalışmada İslami bankacılık yerine katılım bankacılığı kavramı kullanılmıştır.

sözleşmesi olarak da adlandırılan bir kimsenin emeğinin kiralandığı sözleşmelerdir (Döndüren, 2016, s. 505). Ancak İslami finans alanında kullanım alanı, birinci türdeki icare sözleşmelerine yani maddi varlıkların kiralanmasına ilişkindir (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 80).

Geleneksel finansta sıklıkla kullanılan kiralama (leasing) yönteminin, faaliyet kiralaması (operating lease) ve finansal kiralama (financial lease) olmak üzere iki türü bulunmaktadır. Faaliyet kiralamasında sözleşme süresi sonunda kiralamaya konu olan varlığın mülkiyeti kiraya veren tarafta kalırken, finansal kiralamada mülkiyet sözleşme bitiminde kiralayan tarafa geçmektedir (Alrifai, 2015, s. 130).

İslam hukukunda yer alan klasik anlamdaki icare sözleşmesi, faaliyet kiralaması ile benzer özellikler göstermektedir. Yani kiralanan varlığın mülkiyeti kiraya veren tarafta kalmaktadır. Ancak zaman içerisinde hâsıl olan ihtiyaç neticesinde âlimler yine İslami kurallar çerçevesinde icare ve iktina sözleşmesi adında bir sözleşmeye cevaz vermişlerdir. İcare ve iktina sözleşmelerinde, tıpkı finansal kiralamada olduğu gibi sözleşme bitiminde varlığın mülkiyeti kiralayan tarafa geçmektedir. Bu işlemin gerçekleşebilmesi için sözleşme sonunda mülkiyet devri için kiralayan tarafın ödemesi gereken bedelin önceden belirlenmesi gerekmektedir. İcare sözleşmelerinin genel özellikleri şunlardır (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 80–81);

- Kiraya veren taraf, kiralamaya konu olan varlığın mülkiyetine sahip olmalıdır. Kiralama süresi boyunca kiralanan varlığa ilişkin ortaya çıkan maliyetlerden kiraya veren taraf sorumludur.
- Kiralama işlemine ilişkin; kiraya verilen varlığın özellikleri, kira ücreti, ödeme planı, varlığın hangi amaçla kullanılacağı gibi hususlar icare sözleşmesinde detaylı olarak belirtilmelidir.
- İcare sözleşmelerinin amacı, varlığın tüketimi değil, ondan yararlanılmasıdır. Bu nedenle, kolay bozulabilen ve tüketilen varlıklar sözleşmeye konu olamaz.
- Kiraya konu varlık, kiralayan nezdinde emanet hükmündedir. Bu bağlamda kiralayan, kira süresi boyunca varlığa zarar gelmemesi için ihmalkârlıktan ve özensizlikten sakınmalıdır.
- Geleneksel kiralama işlemindeki aksine, kiralayan tarafın kira ödemelerinde temerrüde düşmesi durumunda, kiraya veren taraf hiçbir şekilde

faiz talep edemez. Ancak temerrüt durumunda sözleşmeyi feshetme ve sözleşme sonuna kadar olan kira ödemelerini isteme hakkına sahiptir.

İcare sözleşmeleri İslami finans sisteminin önemli araçlarından bir tanesidir. Katılım bankaları tarafından faaliyet ve finansal kiralama işlemlerinde kullanılmasının yanı sıra, sukuk (kira sertifikası) ve tekafül (İslami sigortacılık) alanlarında da başvurulan bir yöntemdir. İcarenin bu alanlardaki kullanım şekline ilerleyen başlıklarda değinilecektir.

1.3.5. Selem

Selem sözleşmeleri, belirli koşullar altında geçerli olmak kaydıyla, ürünün tesliminin ileri bir tarihte, ödemenin ise sözleşme anında yapıldığı ticari sözleşmelerdir. İslami açıdan satış işleminin geçerli olabilmesi için, sözleşmenin yapıldığı anda malın var olması ve satıcının mülkiyetinde olması gerekmektedir. Ancak özellikle küçük çiftçilerin, ekim yaptıktan ürün yetişinceye kadar olan sürede giderlerini karşılayabilmeleri için selem satışına müsaade edilmiştir. Yine ithalat ve ihracat yapan tüccarların finansman ihtiyaçları için selem sözleşmesi yapmasına imkân tanınmıştır. Böylelikle bu kişilerin finansman ihtiyaçları için faizli borçlara yönelmelerinin önüne geçilmiştir (Usmani, 2002, s. 129).

Selem sözleşmesine konu olacak malların normal koşullarda piyasada bulunabilen, niteliksel ve niceliksel özellikleri net bir şekilde belirlenebilen türden mallar olması gerekmektedir. Bu bağlamda döviz, altın, gümüş ve her türlü para benzeri kıymetin selem sözleşmesi ile satışı İslami açıdan uygun değildir. Zira altın ve gümüş ile selem sözleşmesi yapılması, faizli bir işlemin ortaya çıkmasına neden olur (Döndüren, 2016, s. 314–316). Selem sözleşmenin geçerli olabilmesi için şu şartların sağlanmış olması gerekmektedir (Yavuz, 2015, s. 377);

- Sözleşmeye konu olan malın cinsi belirlenmelidir.
- Sözleşmeye konu olan malın niteliği belirlenmelidir.
- Sözleşmeye konu olan malın miktarı belirlenmelidir.
- Malın teslim tarihi, yani vade belirlenmelidir.
- Mal karşılığında peşin olarak verilecek bedel belirlenmelidir.
- Nakil gerektiren mallarda malın teslim yeri belirlenmelidir.

- Sözleşmenin yapıldığı yerden ayrılmadan önce, üzerinde anlaşılan bedel satıcıya ödenmelidir.

1.3.6. İstisna

İstisna sözleşmeleri, özellikle inşaat işlerinde ve bir kısım özellikli ürünün üretiminde kullanılan, ödemelerin bir kısmının üretim süreci devam ederken yapıldığı, iş bitiminde de tüm ödemelerin yapıldığı sözleşme türüdür (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 82). Bu sözleşme türü ile yapımı sipariş verilebilecek ürünlere örnek olarak; bina, standart olmayan makine ve teçhizat, gemi, karoser, kaporta, boya, mobilya, elbise vb. verilebilir. İstisna sözleşmesine dair önemli hususlardan birisi, üretim esnasında kullanılan malzemenin sipariş verene değil, işi üstlenen tarafa ait olmasıdır (Döndüren, 2016, s. 324). İstisna sözleşmelerinde üretilecek ürünün fiyatı sözleşme anında belirlenmelidir. Ancak teslim tarihinin belirlenmesi zorunluluğu yoktur (Usmani, 2002, s. 136). Bu sözleşmeler, inşaat işleri gibi yüksek maliyetli ve uzun zaman gerektiren işlerde, yüklenicinin iş devam ederken ihtiyaç duyduğu malzemeleri ve iş gücünü temin edebilmesi, müşterinin de bu yüksek maliyetleri bir anda ödemek zorunda kalmaması için İslam'ın getirdiği istisnai bir kolaylıktır.

İstisna ve selem sözleşmelerinin, İslam'ın satışa ilişkin koyduğu; ödemenin sözleşme anında yapılması, teslimatın sözleşme anında yapılması, satıcının satışa konu olan ürüne sözleşme anında sahip olması gibi ilkelere aykırı işlemler oldukları görülmektedir. Belirli koşulların gerçekleşmesi halinde yapılabilen bu sözleşmeler, İslam'ın ticari hayatın kolaylaştırılması amacıyla müsaade ettiği istisnai işlemlerdir. Bununla birlikte bu iki sözleşme türü arasında birtakım farklılıklar bulunmaktadır. Bu farklılıklar şunlardır (Usmani, 2002, s. 136);

- İstisna sözleşmesine konu olan varlığın, inşaat gibi bir üretim süreci gerektiren bir ürün olması gerekirken, selem sözleşmelerinde böyle bir kısıtlama yoktur.
- Selem sözleşmelerinde bedelin sözleşme anında ödenmesi gerekirken, istisna sözleşmelerinde ödeme üretim sürecinde veya malın tesliminde yapılabilir.
- Selem sözleşmeleri düzenledikten sonra sözleşmeden tek taraflı olarak cayılamazken, istisna sözleşmelerinde yüklenici üretime başlamadan

sözleşmeden cayılabilir. Ancak üretim başladıktan sonra yine selemde olduğu tek taraflı olarak cayılamaz.

- Selem sözleşmelerinde malın teslim tarihinin önceden belirlenmesi gerekirken, istisna sözleşmelerinde böyle bir zorunluluk yoktur.

1.3.7. Vekalet

İslam'da vekalet sözleşmeleri, bir kişinin kendisinin de yapabileceği bir iş için başkasına yetki verdiği sözleşmelerdir. Vekalet sözleşmesi ilişkisinde, yetki verilen kişiye vekil, yetkiyi veren kişiye ise müvekkil denmektedir (Karaman, Bardakoğlu ve Apaydın, 2009, s. 405). Vekalet sözleşmeleri, ücretli veya ücretsiz olarak düzenlenebilmektedir. Ücretsiz vekalet sözleşmesi, vekalet verene yapılan bir yardım niteliğindedir. Ücretli vekalet sözleşmesinde ise vekil tayin edilen taraf, sözleşmede belirtilen koşullar uyarınca ücretini almaktadır (Döndüren, 2016, s. 557).

İslami finans bağlamında ise vekalet sözleşmeleri, bir nevi acentelik sözleşmeleridir. Bu sözleşmede, müvekkil olarak adlandırılan kişi, bir işin ya da projenin yapılması için bir kişi veya kuruluşa vekalet verir. Yapılan iş için verdiği hizmetlerden ötürü vekil sabit bir acentelik ücreti alırken, kâr ya da zarar vekaleti veren müvekkile aktarılır (Altaş, 2008, s. 21).

Vekalet sözleşmesi bağlamında kurulan bir ilişkide vekil, müvekkilin istekleri ve menfaatleri doğrultusunda hareket etmekle mükelleftir. Vekil müvekkili adına; alım-satım işleri, fiyat belirleme, teslimatları düzenleme, ödeme yapma gibi pek çok işlemi yerine getirebilir (Ayub, 2007, s. 348). Bu hususlar, vekalet sözleşmesinde açıkça belirtilmelidir (Karaman, Bardakoğlu ve Apaydın, 2009, s. 406). Vekalet sözleşmeleri, İslami finasta özellikle tekafül ve İslami yatırım fonları alanlarında sıklıkla kullanılan bir araçtır (Marzuki, 2012, s. 30).

1.3.8. Diğer Sözleşmeler

Buraya kadar bahsedilen sözleşme türleri ve finansman modelleri, İslami finasta en sık kullanılan sözleşmelerdir. Ancak İslami finasta, bunların dışında da kaynağını yine İslam hukukundan alan birtakım modeller ve araçlar kullanılmaktadır. Bunlardan bir kısmına aşağıda değinilmiştir.

Rehin: Bir değere haiz olan bir malın, bir borç veya alacak hakkının alınması amacıyla söz konusu hak elde edilinceye kadar elde tutulmasıdır. Olası bir temerrüt durumunda borç veren bu rehini satma ya da mülkiyetine geçirme hakkına sahiptir. Borçlunun borcunu ödemediği vefat etmesi durumunda da rehin alacaklıya kalır. Rehinin alacağı karşılama durumu ise alacaklı mirastan pay talep edebilmektedir (Döndüren, 2016, ss. 530–534).

Kefalet: Borç verene, borçlunun borcunu ödeyeceğine dair verilmiş bir teminatdır. Rehinden farklı olarak teminat olarak bir varlık verilmemekte, bunun yerine üçüncü bir taraf asıl borçlu borcunu ödemediği takdirde borcu üstleneceğine dair bir sözleşme imzalamaktadır (Oseni ve Hassan, 2010, s. 116).

Vedia: Kelime anlamı emanet olan vedia, belli bir miktar paranın veya bir malın muhafazasının başkasına bırakılmasıdır. Emanetçinin kastı olmadan emanetin hasar görmesi durumunda, emanetçi kastının olmadığını delillendirdiği takdirde, zararı tazmin ile mükellef değildir (Yavuz, 2015, s. 411).

Havale: Borcun bir kişiden başka bir kişiye devredilmesidir. Böylelikle ilk borçlu üzerinden yükümlülük kalkmaktadır (Yanpar, 2015, s. 86).

Ödül (Jualah): Belirli bir süre için belirli hizmetlerin bir ücret karşılığında yapılması işlemi içeren sözleşmelerdir. Bankaların müşterilerinden aldıkları komisyonlar ve işlem ücretleri buna örnek verilebilir. Ancak bu ücretlerin, gerçekten oluşmuş masraflar karşılığında alınması gerekir. Aksi takdirde bu ücretler faiz hükmüne geçmektedir (Kettell, 2010a, s. 214).

İyne: Bir tür satıp-geri alma (buy-back) sözleşmesi olan iyne sözleşmelerinde, borç verecek kişi nakde ihtiyacı olan kişiden bir malı peşin fiyattan satın alınmakta ve kişiye bedel ödenmektedir. Peşin sıra aynı mal bu kişiye vadeli fiyattan satılmakta ve taksitlendirilmektedir (Krichene, 2013, s. 635). Bu işlem malın ilk önce borç verecek kişi ya da kurumdan vadeli bedelden alınması ve yine aynı kişi ya da kuruma peşin fiyattan satılması şeklinde de uygulanabilmektedir. İyne satışının İslami açıdan geçerliliği tartışmalı bir konudur (Karaman, 2012, s. 263). Hatta Malezya dışında neredeyse hiçbir ülkede kullanılmamaktadır (Mansoori, 2011, s. 393).

Teverruk: Ters murabaha olarak da adlandırılan teverruk işlemi, nakit paraya ihtiyacı olan bir kişinin, bir kişiden veya kurumdan bir malı vadeli olarak alması, daha

sonra bu malı piyasada peşin fiyatından satması işlemidir. Kişi böylece ihtiyacı olan nakde kavuşmuş olmaktadır. İyine sözleşmesinden farkı, geri satışın aynı kişi ya da kuruma değil, üçüncü bir tarafa yapılıyor olmasıdır. Ancak teverruk, İslam âlimleri ve mezhepler açısından ihtilafli bir işlemdir. Âlimlerin bir kısmı teverrukun İslam kurallarına uygun olduğunu söylerken, diğer bir kısmı ise bu işlemin İslam'ın faiz yasağı ilkesine aykırı olduğu noktasında görüş bildirmiştir (Mansoori, 2011, s. 393).

Sarf (Döviz İşlemleri): Altın, gümüş veya nakit paranın kendi cinsi ya da başka para cinsleriyle değişimi işlemidir. Sarf işlemlerinde dikkat edilmesi gereken en önemli husus, değişim peşin olarak yapılması gerektiğidir. Değişimin vadeli olarak yapılması, olası fiyat değişiklikleri nedeniyle işlemi faizli işlem hükmüne sokmaktadır (Karaman, Bardakoğlu ve Apaydın, 2009, s. 431).

Urbun: Kaporalı satış işlemi olan urbun, malı satın alanın satıcıya malın tesliminden önce malın bedelinin bir kısmını ödemesi şeklinde gerçekleşmektedir. Satış işleminin gerçekleşmesi durumunda kapora bedeli satış bedelinden düşülmektedir. Alıcının malı almaktan vazgeçmesi durumunda ise kapora satıcıda kalmaktadır (Döndüren, 2016, s. 180).

1.4. İslami Finansın Uygulama Alanları

Finansal sistemin; yatırımların ve tasarrufların başarılı girişimlere aktarılması, yöneticilerin performanslarının izlenmesi, riskin çeşitlendirilmesi ve transferi, mal ve hizmetlerin sağlıklı bir şekilde ticaretinin yapılacağı kurumların oluşturulması gibi pek çok işlevi bulunmaktadır. Bu işlevler sayesinde kaynakların etkin bir şekilde dağılımı, fiziki sermaye ve insan sermayesinin gelişmesi, işlem maliyetlerinin düşürülmesi, teknolojik gelişimin hızlanması sağlanmakta ve tüm bu katkılar iktisadi gelişimi beslemektedir (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 113).

Finansal sistem, ekonomi için sağladığı işlevleri finansal kurumlar ve araçlar vasıtasıyla yerine getirmektedir. Söz konusu kurum ve araçların başında; bankalar, borsalar, yatırım fonları, sigortacılık sektörü, borçlanma araçları ve türev araçlar gelmektedir. İslami finans sistemi de geleneksel finans sisteminin kullandığı bahsi geçen finansal kurum ve araçları farklı formlarda da olsa kullanıcılarına sunmaktadır. Aradaki farklılık, İslami finans sisteminde yer alan kurumların işlem ve faaliyetlerinde İslami

kurallara uygun olarak hareket etme hassasiyetleridir. Bu bağlamda İslami finansın temel uygulama alanları şunlardır;

- Katılım bankacılığı,
- İslami sermaye piyasaları,
 - ❖ İslami hisse senedi piyasaları,
 - İslami hisse senedi endeksleri,
 - İslami yatırım fonları,
 - ❖ İslami borçlanma piyasaları,
 - Sukuk (kira sertifikaları),
 - İslami türev ürünler,
- İslami sigortacılık (tekafül).

1.4.1. Katılım Bankacılığı

Katılım bankaları, hane halkının ve yatırımcıların tasarruflarını toplayarak bu tasarrufları yatırımlara kanalize etme işlevini yerine getirmektedir. Bu bağlamda katılım bankalarının temel işlevinin geleneksel bankalardan çok da farklı olduğu söylenemez. Aralarındaki fark, bu işlevi yerine getirirken uygulanan yöntemlerdir. Katılım bankaları, gerçekleştirmiş oldukları finansal işlemlerde İslami kurallara uygun olarak hareket etmektedirler (Yanpar, 2015, s. 125). Çalışmanın “İslami Finansta Kullanılan Finansman Modelleri” başlığı altında incelenen finansman modelleri ve sözleşmeler, katılım bankalarının diğer İslami finans kurumları gibi faaliyetlerinde kullandıkları temel araçlardır.

Katılım bankalarının ortaya çıkış nedenlerinin başında, tasarruflarını faizli bankalarda değerlendirmek istemeyen Müslümanların birikimlerinin ekonomiye kazandırılması amacı gelmektedir. Ayrıca özellikle Körfez ülkelerinin petrol ile artan gelirlerinin Batı'daki bankalara akması, geleneksel bankaların uzun vadeli yatırım projelerinden ziyade kısa vadeli kredileri tercih etmesi gibi nedenler de katılım bankalarının kurulmasında rol oynamıştır (Kalaycı, 2013, s. 61).

Katılım bankacılığı sisteminin temel mantığı, faaliyetlerin kâr-zarar ortaklığı ilkesine dayalı olarak yürütülmesidir. Bu bankalar, kullandıkları fonlar karşılığında müşterilerinden faiz alamazlar. Ancak fonun kullanıldığı proje sonucunda oluşan kâra

iştirak ederler. Aynı şekilde tasarruflarını bir katılım bankasına yatıran bireyler, önceden belirlenmiş bir oranla bankanın kârından pay alır. Bu durumda, bir tarafta katılım bankası ile tasarruf sahibi arasında bir ortaklık ilişkisi kurulurken, diğer tarafta katılım bankası ile fon ihtiyacı olan yatırımcı arasında başka bir ortaklık ilişkisi kurulmuş olur. Böyle bir ilişkide katılım bankası, tasarruf sahiplerinin kaynaklarının verimli bir şekilde kullanılmasını sağlayan bir fon yöneticisi gibi hareket etmektedir (Kettell, 2011, s. 32).

Katılım bankaları, tasarruf sahiplerinin fonlarını cari hesap ve katılım hesabı olmak üzere iki farklı hesapta toplamaktadır. Cari hesabın işleyişi geleneksel bankalardaki vadesiz mevduat hesaplarının işleyişi ile aynıdır. Dolayısıyla bu hesaplarda tutulan tasarruflar için sahiplerine herhangi bir kâr payı ödemesi yapılmamaktadır. Bununla birlikte bu hesaba parasını yatıranlar, banka kartı ve çek kullanımı gibi hizmetlerden yararlanabilmektedir. Bankalar da verdikleri bu hizmetlerden dolayı müşterilerinden hesap işlem ücreti vb. adı altında çeşitli kesintiler yapabilmektedir. Cari hesaplar katılım bankaları tarafından vedia sözleşmeleri kapsamında saklama amaçlı veya karz-ı hasen usulüyle yönetilir. Karz-ı hasen usulünde tasarruf sahibi bankaya hiçbir karşılık talep etmeden borç vermiş olmaktadır. Katılım hesabı ise tasarruf sahiplerinin yatırmış oldukları paradan bir kâr payı elde ettikleri hesaptır. Katılım hesapları, mudarebe ve müşareke sözleşmeleri kapsamında işletilen hesaplardır. Söz konusu sözleşmeler çerçevesinde tasarruf sahibi bankanın girişimine ya da yaptığı yatırıma ortak olmakta, yatırımın sonunda kâr edilmesi durumunda daha önceden belirlenen oranda kârdan payını almaktadır (Yanpar, 2015, s. 129–134).

Fon kullandırma noktasında katılım bankaları ortaklık tabanlı, satış tabanlı ve kiralama tabanlı yöntemler kullanmaktadır. Ortak tabanlı yöntemler mudarebe ve müşareke sözleşmelerini esas almaktadır. Bu usulde banka yatırımcının girişimine sermaye sahibi olarak ortak olmakta ve projenin kârından ya da zararından pay almaktadır.

Satış tabanlı fon kullandırma yöntemlerinin başında ise murabaha usulü gelmektedir. Murabaha sözleşmesine dayalı finansman, temel olarak bir mala ihtiyacı olan müşterinin katılım bankasından ihtiyaç duyduğu malın satın alınmasını istemesi, bankanın bu malı piyasadan tedarik edip üzerine kârını koyarak müşteriye vadeli olarak satması şeklinde gerçekleşmektedir (Khan, 2010, s. 808). Ancak günümüzde, müşterinin talep ettiği malı almaktan vazgeçme olasılığı, malın iki kere alınıp satılması sebebiyle

ortaya çıkan ek katma değer vergisi (KDV) vb. giderler, bankaların doğrudan satın alma işlemleri için çok fazla çalışana ihtiyaç duyması gibi nedenlerle murabaha finansmanı anlatıldığı şekliyle uygulanmamaktadır. Uygulamada katılım bankası müşterisine ihtiyaç duyduğu malı doğrudan satın alması için vekalet vermekte, müşteri malı alıp faturasını katılım bankasına ibraz ettikten sonra malın bedeli tedarikçiye ödenmektedir. Daha sonra müşteri belirlenen banka kâr payı oranıyla katılım bankasına malın bedelini taksitler halinde ödemektedir. Ne var ki, satın alınan malın mülkiyetinin tam anlamıyla katılım bankasına geçmemesi, malın satın alınacağına müşteri tarafından kesin olarak taahhüt edilmesinin ardından işlemin gerçekleştirilmesi, katılım bankalarının uyguladıkları kâr oranlarının piyasa faizine çok yakın olması⁴ gibi nedenlerle, uygulanan bu usul pek çok İslam âlimi tarafından geleneksel krediden çok da farklı olmadığı hususunda eleştirilmektedir (Yanpar, 2015, s. 154–159).

Kiralama tabanlı fon kullandırma yöntemi ise temelini icare sözleşmelerinden almaktadır. Geleneksel bankacılık uygulamalarında kullanılan faaliyet kiralamasında klasik “icare sözleşmesi” kullanılırken, finansal kiralama işlemi için “icare ve iktina” sözleşmesi kullanılmaktadır. Başka bir ifadeyle kira süresi sonunda kira konusu varlığın mülkiyeti katılım bankasında kalacaksa işlem “icare”, kira süresi sonunda belirli bir bedel karşılığında kiralayan tarafa geçecek ise, “icare ve iktina” sözleşmesi kapsamına girmektedir.

Katılım bankaları daha önce de belirtildiği gibi kâr/zarar ortaklığı ilkesi çerçevesinde faaliyet göstermektedir. Ancak katılım bankaları; bu durumun sadece teoride kaldığı ve söz konusu bankaların kâr/zarar ortaklığına dayalı ve uzun vadeli finansman sağlayan mudarebe ve müşareke ortaklıkları yerine, geleneksel bankacılık ürünlerinin muadili konumundaki kısa vadeli birer finansman aracı olan murabaha ve icare sözleşmelerine dayalı finansmana ağırlık verdiklerine dair yoğun eleştiriler almaktadır (Chong ve Liu, 2009, s. 127; Çizakça, 2014, s. 156; Khan, 2010, s. 806). Katılım bankaları açısından finansmanda ortaklık tabanlı mudarebe ve müşareke sözleşmelerinin pek tercih edilmesinin birtakım sebepleri bulunmaktadır. Bu sebeplerin

⁴ Katılım bankalarının uyguladıkları kâr paylarının, geleneksel bankaların kullandıkları piyasa faizine yakın olmasının nedeni piyasa koşullarıdır. Zira piyasada geleneksel bankalarla rekabet halindeki katılım bankalarının piyasa faizinden daha yüksek bir oranda kâr payı olarak fon kullandırması, bu bankalara olan talebi azaltacaktır (Singh ve Sheng, 2011, s. 13).

başında asimetrik bilgiden⁵ kaynaklanan ters seçim⁶ ve ahlaki tehlike⁷ sorunu gelmektedir. Bilindiği gibi özellikle mudarebe tipi sözleşmelerde zarar ortaya çıkması durumunda zararın tamamı sermaye sahibi tarafından üstlenilmektedir. Bu durumda mudarebe sözleşmesine taraf olan banka tüm zararı üstlenecektir. Asimetrik bilgiden kaynaklı ters seçim neticesinde, ahlaki olmayan davranışlarda bulunan bir yatırımcı ile ortaklık kurulduğunda, banka çok büyük zararların altına girebilecektir. Katılım bankaları bu denli yüksek bir riski almaktan kaçınmakta ve daha düşük riskli satış ve kiralama tabanlı finansman yöntemlerini tercih etmektedir (Khan, 2010, s. 813).

1.4.2. İslami Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasaları, finansal sistemin en önemli unsurlarından bir tanesidir. Finansal sistemin gelişmişliği iktisadi büyümeye önemli katkılar sunarken, güçlü ve canlı sermaye piyasalarının varlığı da ülke ekonomileri için büyük bir ihtiyaç haline gelmiştir. Sermaye piyasaları çok sayıda yatırımcının birikimlerini çekerek, işletmelerin ve girişimcilerin uzun vadeli fon sağlamasını kolaylaştırmaktadır. Menkul kıymetler aracılığıyla sermaye piyasalarını kullanan yatırımcıların tasarrufları, reel sektöre uzun vadeli finansman olarak yansımaktadır. Etkin bir şekilde işleyen sermaye piyasaları, bir ekonomi içerisinde şu işlevleri yerine getirmektedir (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 173);

- Ekonomideki finansal kaynakların etkin dağılımını sağlamak,
- İşlem maliyetlerini düşürerek yatırımcılara ve işletmelere düşük maliyetli likidite imkânı sağlamak,
- İşlem gören menkul kıymetlerin risklilik düzeylerine bağlı risk primlerini belirleyerek menkul kıymetlerin şeffaf ve doğru şekilde fiyatlanmasını sağlamak,
- İyi çeşitlendirilmiş portföyler oluşturulmasına imkân vererek risk düzeylerinin düşürülmesini sağlamak.

⁵ Finansal piyasalarda işlem yapan taraflar arasında bir tarafın diğer tarafa göre daha fazla ya da daha az bilgi sahibi olması durumudur (Fidan, 2011, s. 43).

⁶ Sözleşmenin yapılmasından önce oluşan, kredi almak isteyen müşterinin aldığı borcu zamanında ve tüm yükümlülükleriyle ödemeyecek kötü müşteri olması ve asimetrik bilgi nedeniyle kredinin bu kişiye verilmesi sorunudur (Aras ve Müslümov, 2003, s. 3).

⁷ Sözleşmenin yapılmasından sonra oluşan, kredi alanın kredi veren taraf açısından gayri ahlaki faaliyetlerde bulunarak kredi verenin menfaatine aykırı hareket etmesi sorunudur (Aras ve Müslümov, 2003, s. 3).

İslami sermaye piyasaları, geleneksel sermaye piyasaları benzer işlevleri yerine getirmektedir. Aradaki fark, İslami sermaye piyasalarında işlem gören menkul kıymetlerin İslami kurallara uygun araçlar olmalarıdır. Bu farkı ortaya çıkaran en önemli husus, geleneksel sermaye piyasalarında yer alan araçların hisse senetleri hariç borç tabanlı araçlar olması ve yatırımcılara ana para ve faiz garantisi verilmesi, İslami sermaye piyasalarında yer alan araçların ise tümünün risk paylaşımı esasına dayalı olması ve getirinin menkul kıymetin piyasa değerine bağlı olmasıdır (Askari vd., 2010, s. 122).

Sermaye piyasaları temelde; hisse senedi piyasaları, borçlanma (tahvil) piyasaları ve türev piyasalarından oluşmaktadır. İslami sermaye piyasalarında da bu araçların muadili mahiyetindeki araçlar işlem görmektedir. Hisse senedine yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için İslami hisse senedi endeksleri ve İslami yatırım fonları alternatifleri mevcut iken, tahvil benzeri bir borçlanma aracına ihtiyaç duyan yatırımcılar için ise sukuk aracı bulunmaktadır. Türev ürünler ise aşırı belirsizlik (garar) ve yüksek spekülasyon içeren yapılarından İslami finansa çok uygun araçlar olmamakla birlikte, yine de özellikle Malezya’da selem ve istisna sözleşmelerine dayalı birtakım İslami türevler işlem görmektedir.

İslami sermaye piyasaları ve özelinde İslami hisse senedi piyasaları, bu çalışmanın ana konusunu oluşturmaktadır. Bu nedenle İslami sermaye piyasaları, çalışmanın üçüncü bölümünde müstakil bir bölüm olarak detaylı bir şekilde incelenecektir.

1.4.3. İslami Sigortacılık (Tekafül)

Sigorta, bir bireyin ya da kurumun gelecekte karşılaşılması muhtemel zarar ve kayıplarının tazminini sağlamak amacıyla bir sigorta şirketiyle yaptığı sözleşme olarak tanımlanabilir. Yapılan sözleşme gereği sigorta yaptırmak isteyen taraf, sigorta şirketine şirketin belirlediği bir prim ödemekle yükümlüdür. Ödenen prim karşılığında sigorta şirketi bir zarar ya da kayıp oluşması durumunda sigortalının zararını karşılamayı kabul etmektedir (Siddiqui, 2013, s. 204).

Sigortacılık sistemi, günümüzde hem reel sektörün hem de finans sektörünün çok önemli bir unsurudur. Karşılaşılması muhtemel risklere karşı bir güven ortamı oluşturan

sigortacılık sistemi, girişimcilerin daha rahat ve güvenli bir şekilde yatırım yapmalarını sağlamaktadır. Sigortacılık sisteminin sağladığı faydalar ve yerine getirdiği işlevler her ne kadar Müslüman toplumlar için de aynı derecede geçerli ve önemli olsa da geleneksel sigorta sözleşmelerinin İslam'a aykırı pek çok yönü bulunmaktadır. Beşer (2016b, s. 160–162), İslam'a aykırılık teşkil eden bu yönleri şu şekilde özetlemiştir;

- Geleneksel sigorta uygulaması, faiz içermektedir.
- Geleneksel sigorta uygulaması, garar içermektedir.
- Geleneksel sigorta uygulaması, kumara benzemektedir.
- Geleneksel sigorta uygulaması, bir nevi haksız borçlandırmadır.
- Geleneksel sigorta uygulamasında, güvence gibi tam olarak tanımlanamayan ve herkesin farklı anlamlar çıkartabileceği bir kavramın satışı yapılmaktadır.
- Geleneksel sigorta uygulaması ve özelinde hayat sigortaları, Allah'ın taktirine meydan okumak olarak görülebilir.

Geleneksel sigorta sözleşmeleri faiz yasağı kuralına hem doğrudan hem de dolaylı olarak aykırıdır. Sigorta sözleşmelerinin faiz yasağına doğrudan aykırı olması, sigortalanan tarafın sözleşme karşılığı ödediği primin, genelde bir zarar doğması durumunda ortaya çıkan zarara nispetle çok düşük bir tutar olmasından kaynaklanmaktadır. Bu durumda az bir prim ödemesi karşılığında yüksek tutarlı bir zarar telafi edilmiş olmakta ve aradaki bu fark sigortalanan taraf lehine haksız bir artış olarak yani faiz olarak değerlendirilmektedir. Faiz yasağına dolaylı aykırılık ise sigorta sözleşmesinin kendisinden değil, sigorta şirketinin müşterilerinden topladığı primlerle yapmış olduğu yatırımlar sebebiyle ortaya çıkmaktadır. Sigorta şirketleri söz konusu primleri faizli işlemlerde değerlendirmekte ve yüksek faiz gelirleri elde etmektedir (Ayub, 2007, s. 419).

Geleneksel sigorta sözleşmeleri, aşırı derecede belirsizlik içeren bir yapıya sahiptir. Sigorta şirketi açısından yükümlülük, bir zarar ya da kayıp gerçekleşmesi durumunda doğmaktadır. Yani sözleşme kesin bir olaya değil, gerçekleşme ihtimali olan bir olaya bağlanmıştır. Ayrıca özellikle hayat sigortası, sağlık sigortası gibi uygulamalarda, sigortalanan taraf sigortalılık süresi boyunca ne kadar prim ödeyeceğini bilmemektedir. Aynı şekilde sigorta şirketinin de sigortaya konu olayın gerçekleşmesi durumunda ne kadar zararı tazmin etmekle yükümlü olduğunu bilmesi mümkün değildir (Beşer, 2016b, s. 160).

İslam âlimlerinin büyük çoğunluğu geleneksel sözleşmelerinin kumara benzediğini belirtmiştir. Zira sözleşme konusu risk gerçekleşmediği takdirde, sigortalanan kişinin ödediği prim tamamıyla sigorta şirketine kalmaktadır. Diğer taraftan örneğin bir afet hadisesinde pek çok müşterisinin çok yüksek tutarlardaki zararını tazmin etmekle yükümlü olan sigorta şirketi büyük bir külfete katlanacaktır. Dolayısıyla iki tarafta gerçekleşme olasılığı olan olaylar üzerinden risk almakta ve ortaya kumar benzeri bir yapı çıkmaktadır (Yanpar, 2015, s. 38).

Geleneksel sigortacılık sisteminin İslami kurallara aykırılık teşkil eden hususiyetleri bulunmakla birlikte, temelinde yatan risklere karşı önlem alınması ve bu sayede yatırımların daha güvenli bir şekilde gerçekleştirilmesi mantığının İslam'a aykırı olduğu söylenemez (Ayub, 2007, s. 418). Bu nedenle İslami kurallara uygun bir sigortacılık faaliyeti olan tekafül sistemi, geleneksel sigortacılığa karşı bir alternatif olarak İslami finans kapsamında uygulanmaktadır.

Tekafül kelime olarak karşılıklı güvence, müteselsil kefalet/garanti gibi anlamlara gelmektedir. Tekafül sistemi⁸, katılımcılar arası birliktelik ve yardımlaşma temelini esas almaktadır. Tekafül sistemi katılımcılarından bağış, katkı payı gibi anlamları olan “teberru” ücreti tahsil edilir. Finansal korunmaya ihtiyacı olan her katılımcı sıkıntıya düşmüş ya da düşme ihtimali olan diğer katılımcılara destek olduğu bilinciyle sisteme dahil olmaktadır. Bu bağlamda İslami sigortacılık, kâr amacı gütmeyen her bir katılımcının tüm katılımcıları desteklemek amacıyla oluşturulmuş bir fona katkı sağladığı ve bu fonda biriken para ile katılımcıların zararlarının tazmin edildiği bir sistemdir (Kettell, 2011, s. 128).

İslami sigortacılık sisteminin; yardımlaşma, risk paylaşımı, İslam'a uygun yatırımlarda bulunma ve karşılıklı kefalet şeklinde sıralanabilecek dört temel özelliği bulunmaktadır (Askari, Iqbal ve Mirakhor, 2015, s. 210–211).

Yardımlaşma: Tekafül sistemi karşılıklı yardımlaşma ilkesine dayanmaktadır. Katılımcıların teberru ödemelerinden oluşan havuzdan tüm katılımcılar sigortalanmaktadır. Dolayısıyla tekafül sistemine katılan bir kişi diğer katılımcılarının yükümlülüklerini paylaşmayı kabul etmektedir.

⁸ İslami finans literatüründe tekafül sistemi olarak bilinen İslami sigortacılık uygulamaları, Hazine Müsteşarlığı tarafından yayınlanan “Katılım Sigortacılığı Çalışma Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik”te, “Katılım Sigortacılığı” olarak isimlendirilmiştir.

Risk Paylaşımı: İslami sigortacılık sisteminde, sigortacılık işlemlerini yönetmek üzere kurulan tekafül şirketinin yapmış olduğu yatırımlardan elde ettiği kâr ya da zarar, aynı zamanda şirketin ortağı konumundaki katılımcılar arasında paylaşılmaktadır. Böylece geleneksel sigortacılıkta olduğu gibi riskin tamamen sigorta şirketine devri söz konusu olmamaktadır.

İslam'a Uygun Yatırım: Tekafül şirketinin yönetimi altındaki fonlar ve varlıklar yalnızca İslam'a uygun yatırımlarda değerlendirilebilir. Geleneksel sigorta şirketlerinin kullandığı borç tabanlı, sabit faiz getirisine sahip menkul kıymetlere tekafül şirketi herhangi bir yatırımında bulunamaz. Tekafül şirketi eğer hisse senedi piyasasında bir yatırım gerçekleştirecekse, yatırım yapacağı hisse senetlerinin de İslami ölçütlere uygun hisse senetleri olması gerekmektedir.

Karşılıklı Kefalet: Tekafül sistemi yükümlülükleri ve kayıpları tüm katılımcılar arasında paylaştırmaktadır. Dolayısıyla tekafül sistemi katılımcısı hem sigortalanan hem de sigortalayan konumundadır.

İslami sigortacılık, mudarebe, vekalet ve karma yöntem olarak adlandırılan hem vekalet hem de mudarebenin kullanıldığı üç farklı model ile uygulanmaktadır. Mudarebe modelinde katılımcılar bir tekafül şirketine ödedikleri primler ile ortak olmaktadır. Kurulan mudarebe ilişkisinde sigorta şirketi mudarib, katılımcılar sermayedar konumundadır. Katılımcılar zarara uğradıklarında zararları fon havuzundan tanzim edilirken, tekafül şirketinin kâr etmesi durumunda da bu kârdan pay alma hakkına sahiptir. Bununla birlikte fon havuzunun katılımcıların zararlarını karşılayamaması durumunda katılımcılardan karz-ı hasen yöntemiyle ek prim talep edilir. Vekalet modelinde, tekafül şirketi vekil (acente), katılımcılar müvekkil konumundadır. Yine katılımcıların prim ödemeleri bir fon havuzu oluşturmakta ve olası zararlar bu havuzdan karşılanmaktadır. Tekafül şirketi verdiği fon yöneticiliği hizmetinin karşılığı olarak ücret almaktadır. Karma modelde ise vekalet sözleşmesi kapsamında sigortacılık hizmetleri yürütülürken, mudarebe sözleşmesi ile fon havuzunda biriken primlerle yapılacak yatırımlar yürütülmektedir (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 219–221).

İslami sigortacılık ile geleneksel sigortacılık arasındaki temel farklar şu şekilde sıralanabilir (Askari, Iqbal ve Mirakhor, 2015, s. 211);

- Geleneksel sigortacılık sisteminde risk tamamen sigorta şirketine aktarılırken, İslami sigortacılıkta risk katılımcılar arasında paylaşılmaktadır.

- Geleneksel sigorta şirketinin sahibi şirketin hissedarları iken, tekafül şirketinin sahibi katılımcılardır.
- Geleneksel sigorta şirketinin yatırım yapabileceği alanlara ilişkin herhangi bir kısıtlama yok iken, tekafül şirketi yalnızca İslami kurallara uygun yatırımlarda bulunabilir.
- Zararların tazmin edilmesi noktasında geleneksel sigortacılık sisteminde tek sorumlu sigorta şirketi iken, İslami sigortacılık sisteminde bu sorumluluk tüm katılımcıların ortak sorumluluğundadır. Hatta tekafül şirketi topladığı primlerle oluşan havuzdan zararları tazmin edemezse, katılımcılardan karz-ı hasen yöntemiyle ek katkılar isteyebilir.
- Geleneksel sigorta şirketinin faaliyetlerinden elde ettiği kâr şirketin hissedarları arasında paylaşılırken, tekafül şirketinin kârı tüm katılımcılar arasında paylaşılır.

2. İSLAMİ FİNANSIN GELİŞİMİ

İslami finans, genel kabul gören yaklaşıma göre 20. yy. başlarında Batılı bankaların İslam ülkelerinde faizli işlemlerle faaliyet göstermelerine Müslüman aydınların tenkitleri ile kıvılcımlanmış, daha sonra geleneksel finans sistemine teorik alternatif arayışlar ve en sonunda pratiğe dökülen uygulamalarla günümüze gelinmiştir.

Çizakça (2014, s. 143), bu bakış açısının kısmen de olsa gerçek dışı olduğunu savunmaktadır. Yazara göre bu görüşün kabul edilmesi, yani İslami finansın ve İslam iktisadının milâdı olarak 19. yy. sonu ya da 20. yy.'ın başının alınması, Hz. Muhammed döneminden söz konusu tarihe kadar Müslümanların herhangi bir finansal faaliyette bulunmadıkları gibi bir neticeye varılmasına neden olmaktadır. Oysaki böyle bir durumun vaki olmadığı ve olamayacağı hem tarihi kaynaklarla hem de basit bir akıl yürütme ile kolayca anlaşılmaktadır. Zira Hz. Muhammed dönemi başta olmak üzere yaklaşık 1400 yıldır onlarca devlet kurmuş olan Müslümanların, finansal ve ekonomik faaliyetlerde bulunmadan bu devletleri yönetmiş olduğu düşünülemez. Ek olarak, mudarebe ve müşareke gibi sözleşme türlerinin Batı dünyasına Müslüman aleminden geçtiği ve bugün Batıda kurumlaşan çeşitli şirket ve ortaklık tiplerinin biçim değiştirerek yeni müesseselermiş gibi tekrar İslam dünyasına geri döndüğü bilinmektedir (Çizakça, 2011, s. 37).

İslami finansın doğuşuna dair genel kabul gören tarih olan 20. yy.'ın başları, İslami finansın modern tarihi ya da gelişimi olarak ele alınabilir. İslami finansın daha geriye dönük gelişimi bu araştırmanın kapsamını aştığından, araştırmada İslami finansın gelişimi; dünyada ve araştırma kapsamında hisse senedi piyasaları incelenen ülkeler olan A.B.D., İngiltere, Malezya ve Türkiye'de İslami finansın gelişimi başlıkları altında, 20. yy. sonrası bu sahada vuku bulan gelişmeler çerçevesinde ele alınacaktır.

2.1. İslami Finansın Dünyadaki Gelişimi

1800'lü yılların sonlarında, özellikle sömürge idareleri altındaki İslam ülkelerinde yaşayan Müslümanlar, kimliklerini yeniden keşfetme, kaybettiklerine inandıkları değerlerini yeniden kazanma ve bu değerleri ekonomi de dahil olmak üzere yaşamlarının her alanında uygulama iradesi göstermeye başlamışlardır. Bu

bilinçlenmenin bir tezahürü olarak, ülkelerinde bulunan yabancı müesseselere ve onların uygulamalarına karşı bu toplumların içerisinde itirazlar dillendirilmiştir (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 13).

1890'larda Süveyş Kanalı inşaatını finanse etmek amacıyla, bir İngiliz bankası olan Barclays Bank Kahire'de bir şube açmıştır. Bankanın faaliyetlerine başlamasının ardından, Mısırlı İslam alimleri tarafından bankanın faizli işlemlerine yönelik eleştiriler getirilmiş ve bu durumun İslam'a aykırılığı üzerine çeşitli yayınlar yapılmıştır (Kettell, 2010b, s. 2). İzleyen süreçte, 1960'lı yıllara kadar Arap alimleri ve özellikle de Hintli aydınların geleneksel iktisat ve finans düzeninin İslami ilkelerle çeliştiğine yönelik tespitleri ile İslami bir sistem kurulmasına yönelik artan teorik çalışmaları, konunun İslam aleminin gündeminde yer işgal etmesine ve bu bağlamda uygulamaya yönelik çalışmaların başlamasına zemin hazırlamıştır. Türkiye açısından bakıldığında ise Prof. Dr. Sabahattin Zaim'in çalışmaları, özellikle İslam iktisadı alanında öncü niteliğindedir (Tabakoğlu, 2010, s. 15).

İslami finansın teoriden uygulamaya geçmesi noktasındaki ilk girişim, Malezyalı Müslümanların hac yolculuğu için yaptıkları birikimlerini saklamak ve hacca gitmek isteyenleri finanse etmek amacıyla 1959 yılında Prof. Dr. Ungku Aziz tarafından Malezya parlamentosuna önerilip 1963 yılında kurulan ve Tabung Haji olarak bilinen Hacı Tasarrufları Şirketi'dir. Aynı yıl içerisinde, bu kez Mısır'da Prof. Dr. Ahmad el-Neccar tarafından ilk İslami banka kurulmuştur. Söz konusu banka 1966 yılına kadar hizmet vermiştir. Neccar'ın zihnindeki banka fikri, tamamen mudarebeye dayanmaktaydı. Yani sermayedarlardan toplanan fonların girişimcilere aktarılarak, girişimcilerin faaliyetleri sonucunda elde ettikleri kârın sermayedar ve girişimci arasında paylaşıldığı mudarebe yöntemi çerçevesinde işleyen banka, mudarebenin bünyesinde barındırdığı bankacılık mantığı içerisindeki riskler nedeniyle pek kabul görmemiş ve uzun ömürlü olamamıştır (Çizakça, 2014, s. 155–156).

1971 yılında yine Mısır'da kurulan Nasır Sosyal Bankası, ilk devlet destekli faizsiz kurumdur. 1975 yılında Birleşik Arap Emirlikleri (BAE)'nde kurulan Dubai İslam Bankası ise ilk özel girişimlerden birisi olarak kabul edilmektedir. Bu yıllarda Ortadoğu'da yer alan petrol zengini ülkelerde "petro-dolarlar" olarak da bilinen petrol gelirlerinin hızla artması ve bu gelirleri İslam'a uygun olarak değerlendirmek isteyen Müslüman yatırımcıların istekleri neticesinde, İslam'a uygun yatırım olanaklarının

yaratılmasına yönelik çalışmalar artmıştır. Bu ihtiyacın oluşturduğu yüksek potansiyel, büyük bankaların da içerisinde yer aldığı pek çok yerel ve uluslararası geleneksel banka tarafından fark edilmiş ve bu alana girmelerine neden olmuştur (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 15). Dubai İslam Bankası'nın kurulduğu yıl olan 1975'te bu kez Cidde'de İslam Kalkınma Bankası (İKB), Müslüman devletlerin kalkınmalarını faizsiz olarak finanse etmek amacıyla kurulmuştur (Gedikli ve Erdoğan, 2016, s. 212). 1976 yılında Mekke'de toplanan 1. Uluslararası İslam Ekonomisi Konferansı, bu alanda yapılan ilk akademik toplantıdır. Takip eden süreçte, 1978 yılında Cidde Kral Abdülaziz Üniversitesi'nde kurulan İslam Ekonomisi Araştırma Merkezi, İslam ekonomisi alanındaki ilk araştırma kuruluşudur. 1979 yılında ilk tekafül şirketi Sudan'da kurulmuştur (Omar, Abduh ve Sukmana, 2013, s. 19). Batı'nın ilk İslami bankası ise 1978 yılında Lüksemburg'da kurulan Danimarka Uluslararası İslam Bankası'dır. İslami bankalar için acente işlevini yerine getirmek ve Avrupa'da yaşayan Müslümanlara hizmet vermek amacıyla kurulan banka, faaliyetlerine 1983 yılında başlamıştır (Karaman, 2011, s. 55).

1980'lere gelindiğinde, Müslüman ülkelerden bir kısmının tüm finansal sistemlerini İslam'a uygun olarak yeniden düzenlemek üzere adımlar attığı görülmektedir. Söz konusu ülkeler Pakistan, Sudan ve İran'dır. Malezya ve Bahreyn gibi diğer bazı ülkeler ise hali hazırdaki finansal sistemlerine İslami bankaları eklemeye yolunu tercih etmişlerdir (Omar, Abduh ve Sukmana, 2013, s. 19). Bu süreçte uluslararası kuruluşların ve batı menşeli çokuluslu bankaların İslami finans ve bankacılık alanına ilgileri artarak devam etmiştir. Bu durum İslami finans modelinin uygulanabilir ve gelecek vadeden bir model olduğunun uluslararası oyuncular tarafından kabul edildiğinin bir delili olarak görülmektedir. Zira Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası, İslami finans ürünlerini alternatif finansal araçlar olarak tanımaya ve batılı çokuluslu bankalar müşterilerine İslam'a uygun ürünler sunmaya başlamıştır (Abedifar, Ebrahim, Molyneux ve Tarazi, 2015, s. 639).

İslami finans endüstrisinin giderek artan hacmi ve yakaladığı büyüme oranları, 1990'lı yıllarda İslami finans alanında standartların oluşturulması ve düzenleme yapma ihtiyacını beraberinde getirmiştir. Söz konusu ihtiyaca binaen 1991 yılında İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Kurumu (AAOIFI) kurulmuştur. 90 yıllarda meydana gelen önemli gelişmelerden birisi de İslami sermaye piyasaları alanında olmuştur. Bu tarihlerde dünyanın önde gelen hisse senedi endeks sağlayıcılarından Dow Jones (DJ) ve Financial Times, ilk İslami hisse senedi endekslerini oluşturmuştur.

Böylece İslami finans yalnızca bankacılık alanında değil finansal sistemin en önemli unsurlarından birisi olan sermaye piyasalarında da uygulama sahası bulmaya başlamıştır (Kettell, 2010b, s. 5).

2000’li yıllarda İslami bankacılığın büyümesine ek olarak, sermaye piyasalarında tahvile alternatif bir İslami finans aracı olan sukuk ortaya çıkmış ve kısa sürede yüksek işlem hacimlerine ulaşmıştır. Gelişimini sürdüren endüstride düzenleyici otorite ihtiyacı da devam etmiş ve bu doğrultuda başta İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB) olmak üzere Uluslararası İslami Finans Piyasası Kurumu (IIFM), Uluslararası İslami Derecelendirme Ajansı (IIRA), İslami Bankalar ve Finans Kurumları Genel Konseyi (CIBAFI) ve İslami Finans Kurumları Uzlaşma ve Arabuculuk Merkezi (ARCIFI) gibi pek çok düzenleyici kurum teşkil edilmiştir (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 17).

Tablo 2’de İslami finans endüstrisinin 2017 yılı itibariyle katılım bankacılığı, sukuk, İslami fon varlıkları ve tekafül alanlarındaki varlık büyüklükleri bölge bazında gösterilmiştir. Şekil 2’de ise söz konusu uygulama alanlarının toplam varlık büyüklüklerinin yüzdesi grafik olarak görülmektedir.

Tablo 2. İslami Finans Endüstrisinin 2017 Yılı İtibariyle Uygulama Alanları ve Bölgelere Göre Varlık Büyüklükleri (Milyar USD⁹)

Bölge	Katılım Bankacılığı	Sukuk	İslami Fon Varlıkları	Tekafül	Toplam
Asya	232,0	239,5	24,8	3,3	499,6
GCC ¹⁰	683,0	139,2	26,8	12,6	861,6
MENA ¹¹ (GCC Hariç)	569,0	17,8	0,1	9,5	596,4
Afrika (Kuzey Afrika Hariç)	27,1	2,0	1,6	0,7	31,4
Diğerleri	46,4	1,5	13,3	-	61,3
Toplam	1.557,5	399,9	66,7	26,1	2.050,2

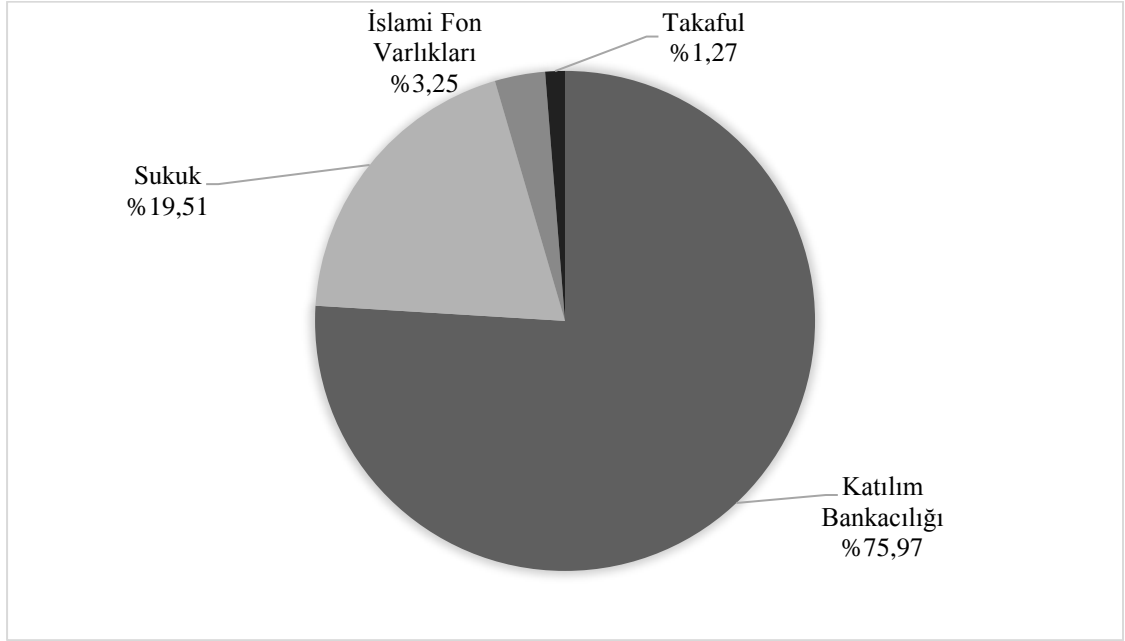
Kaynak: IFSB, 2018, s. 9.

⁹ A.B.D. Doları

¹⁰ Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi. Altı körfez ülkesi; Suudi Arabistan, Kuveyt, BAE, Umman, Bahreyn ve Katar’ın oluşturduğu, 1981 yılında iktisadi kalkınma ve dış tehditlere karşı güvenlik sağlama amacıyla kurulan birliktir (Rizvi, 1982, s. 29).

¹¹ Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesi.

Şekil 2. İslami Finans Endüstrisinin 2017 Yılı İtibariyle Uygulama Alanlarının Varlık Büyüklerinin Toplam Varlıklar İçerisindeki Yüzdeleri



Kaynak: IFSB, 2018, s. 10.

Tablo 2 ve Şekil 2’de görüldüğü üzere, İslami finans endüstrisinin 2017 yılı itibariyle tüm dünyada varlık büyüklüğü 2 trilyon doları aşmıştır. Bu rakamın %76’sına tekabül eden yaklaşık 1,6 trilyon dolarlık kısım, katılım bankalarına aittir. Katılım bankacılığının ardından en yüksek pay ise sukuk piyasasındır. Sukuk piyasasının 2017 yılı itibariyle varlık büyüklüğü, tüm endüstrinin yaklaşık %19,5’i olan 400 milyar dolar seviyesindedir. İslami finans endüstrisinin toplam varlıklarının geri kalan kısmı yaklaşık 66 milyar dolar (%3,25) ile İslami endekslerin de içerisinde yer aldığı İslami fon varlıkları ve 26 milyar dolar (%1,27) ile tekaful şirketlerinin varlıklarından oluşmaktadır.

2.2. İslami Finansa Dünyada Yön Veren Kuruluşlar

Geleneksel finans sistemi nasıl düzenleyici ve kural koruyucu birtakım otoriteler ve kuruluşlar tarafından yönlendiriliyor ve çeşitli düzenlemelere tabi oluyorsa, İslami finans sistemi de benzer kuruluşların yönlendirmesine tabidir. Bu kuruluşların bir kısmının kararları ve düzenlemeleri tavsiye niteliğindedeyken, bazılarının almış oldukları kararların bağlayıcılığı bulunmaktadır. Özellikle ülkelerin kendi içerisinde İslami finans

sahasını düzenlemeye yönelik oluşturdıkları kuruluşların atmış oldukları adımlar, o ülkede İslami finans alanında faaliyet gösteren kurumları etkilemektedir.

2.2.1. İslam İşbirliği Teşkilatı

İslam İşbirliği Teşkilatı, 1969 yılında Fas'ın başkenti Rabat'ta, İsrail işgali altındaki Kudüs'te bulunan, Müslümanların kutsal saydığı Mescid-i Aksa'nın kundaklanmasının ardından kurulmuştur. Teşkilatın kurulduğu dönemde İslam Konferansı Örgütü olan ismi, 2011 yılında alınan bir kararla İslam İşbirliği Teşkilatı olarak değiştirilmiştir (İİT, 2017).

İİT'ye dört farklı kıtadan 57 ülke üyedir. İİT bu özelliği ile Birleşmiş Milletler'in ardından dünyadaki ikinci büyük devletler arası organizasyondur. Teşkilat, kendisini İslam aleminin sözcüsü ve sesi olarak konumlandırmaktadır. İİT misyonunu; uluslararası barışı destekleme ve dünyadaki farklı ulusların kaynaşmasını sağlama bilinciyle İslam aleminin menfaatlerini korumak ve güvenliğini sağlamak için uğraşmak olarak tanımlamaktadır (İİT, 2017).

İİT'nin Ekonomi ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi, Bilimsel ve Teknolojik İşbirliği Daimi Komitesi, Enformasyon ve Kültürel İşler Daimi Komitesi gibi komitelerle birlikte Uluslararası İslami Fıkıh Akademisi bulunmaktadır. Söz konusu akademi, İslam hukuku alanında yaptığı çalışmalarla İslami finans endüstrisi için yol gösterici kararlar almaktadır (Yanpar, 2015, s. 278).

2.2.2. İslam Kalkınma Bankası Grubu

İslam Kalkınma Bankası Grubu, çokuluslu bir finansal kalkınma kurumu olarak, 1973 yılında Cidde'de toplanan Müslüman Ülkeler Maliye Bakanları Konferansı tarafından ilan edilen beyannameye dayanılarak kurulmuştur. İslam Kalkınma Bankası Grubu'nun bünyesinde; İslam Kalkınma Bankası, İslami Araştırmalar ve Eğitim Enstitüsü (IRTI), Yatırım ve İhracat Kredileri Sigortası İçin İslami İşbirliği Kurumu (ICIEC), Özel Sektör Kalkınması İçin İslami İşbirliği Kurumu (ICD) ve Uluslararası İslami Ticaret Finansmanı Şirketi (ITFC) olmak üzere 5 kuruluş faaliyet göstermektedir (İKB Grubu, 2013, s. 1).

İslam Kalkınma Bankası Grubu bünyesinde yer alan kuruluşlar şu faaliyetleri ifa etmektedir (İKB Grubu, 2013, s. 2);

- Kamu sektörü ve özel sektör için proje finansmanı,
- Yoksulluğun azaltılması için kalkınma yardımları,
- Kapasite geliştirme için teknik yardımlar,
- Üye ülkeler arasında iktisadi ve ticari işbirliğinin kurulması,
- Ticaret finansmanı,
- Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler (KOBİ) finansmanı,
- Kaynak seferberliği,
- İslami finans kuruluşlarına doğrudan özsermaye yatırımı,
- Yatırım ve ihracat kredileri için sigorta ve reasürans hizmeti,
- İslam iktisadi ve İslami bankacılık ile ilgili araştırma ve eğitim programları,
- Vakıf yatırımları ve finansmanı,
- Üye ülkeler ve üye olmayan Müslüman topluluklar için özel yardımlar ve burslar,
- Acil yardımlar,
- Üye ülkelerin kamu ve özel sektör kuruluşları için danışmanlık hizmetleri.

2.2.2.1. İslam Kalkınma Bankası (İKB)

İKB, bir uluslararası İslami finans kurumu olarak Suudi Arabistan'ın Cidde şehrinde, 1975 yılında kurulmuştur. Bankanın kuruluş amacı, üye ülkelerin ve Müslüman toplulukların tek tek ve birlikte iktisadi kalkınmasını ve sosyal gelişimini İslam hukuku ilkelerine göre desteklemektir. Bu amacı gerçekleştirmek için İKB şu işlevleri yerine getirmektedir (İKB, 2017);

- Üretken yatırım projeleri ve girişimler için özsermaye ortaklığında bulunma ve hibe kredisi desteği sağlama,
- Üye ülkelere iktisadi ve sosyal kalkınmaları için mali destekte bulunma,
- Üye olmayan Müslüman topluluklar için emanet fonları (trust funds) da dahil olmak üzere belirli amaçlar için özel fonların oluşturulması ve bu fonların idare edilmesi,

- Mevduat kabulü ve kabul edilen mevduatların İslami kurallara uygun yatırımlar için seferber edilmesi,
- Üye ülkeler arasında özellikle sermaye mallarında dış ticaretin teşvik edilmesi,
- Üye ülkelere teknik desteklerin sağlanması,
- İslami kurallara göre yönetilen Müslüman ülkelerde kalkınma faaliyetlerinde çalışan personelin eğitim olanaklarının iyileştirilmesi.

İKB'ye üye ülkelerin sayısı, 2017 yılı itibariyle 57'dir. Bankaya üye olmaya aday olan ülkelerin, öncelikle İslam İşbirliği Teşkilatı'na üye olması gerekmektedir. Bununla birlikte aday ülkenin, İKB'ye yapacağı sermaye katkısını ödemesi ve İKB Yönetim Kurulu tarafından kararlaştırılacak hüküm ve koşulları kabul etmeyi taahhüt etmesi de yükümlülükleri arasındadır (İKB, 2017). Türkiye 74/8821 sayılı bakanlar kurulu kararı ile İKB'ye katılma kararı alarak bankanın kurucuları arasında yerini almıştır (Ece, 2011, s. 5).

2.2.2.2. İslami Araştırmalar ve Eğitim Enstitüsü (IRTI)

IRTI, İslam Kalkınma Bankası'nın araştırma ve eğitim kolu olarak 1981 yılında kurulmuştur. Enstitü; iktisat, finans ve bankacılık alanlarında araştırma ve eğitim faaliyetleri yürütmektedir. Süreç içerisinde zengin bir ilmi kaynak merkezi haline gelen kurum, İslami finans endüstrisinin gelişiminde önemli bir rol oynamaktadır (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 19).

IRTI'nın organizasyon yapısı içerisinde; İslami Finansal Ürünler Geliştirme Merkezi, Araştırma ve Geliştirme Hizmetleri Departmanı ve İslami Finans Kapasite Geliştirme Departmanı olmak üzere üç ayrı departman bulunmaktadır (IRTI, 2017). Enstitünün bünyesinde barındırdığı departmanlarla birlikte üstlendiği temel görevler şunlardır (Islamic Banking Association, 2017, s. 74);

- İslam iktisadı, İslami finans ve katılım bankacılığı alanlarında araştırma, eğitim ve bilgi oluşturma faaliyetlerinin üstlenilmesi,
- Enstitünün faaliyet sahası ile ilgili konularda, ulusal, bölgesel ve uluslararası çaptaki diğer kurumlarla işbirliği içerisinde seminerler ve konferanslar düzenlenmesi,

- İslam iktisadı, İslami finans ve katılım bankacılığı alanlarında kullanılan bilgi sistemlerinin geliştirmesi vb. bilgi yönetimi faaliyetlerinin üstlenilmesi,
- Enstitünün faaliyet sahası ile ilgili konularda veri tabanları oluşturulması ve bu veri tabanlarının saklanması.

2.2.2.3. Yatırım ve İhracat Kredileri Sigortası İçin İslami İşbirliği Kurumu (ICIEC)

ICIEC, 1994 yılında İKB grubu bünyesinde tüzel kişiliğe haiz uluslararası bir kurum olarak kurulmuştur. Kurumun oluşturulmasının arkasındaki fikir, “İslam İşbirliği Teşkilatı Üye Ülkeleri Arasında Yatırım Teşvik ve Yardım Garantisi Anlaşması”na taraf olan Müslüman ülkeler için yatırım ve ihracat kredisi sigortası sağlanmasıdır. Söz konusu anlaşma uyarınca İslam İşbirliği Teşkilatı, İKB aracılığıyla yatırım ve ihracat kredileri için sigorta ürünleri oluşturabilen, İslami kurallara uygun şekilde işletilen bir İslami sigorta şirketi kurma yetkisine sahiptir. Bu bağlamda ICIEC, İİT'nin bu anlaşmadan aldığı yetkiye dayanılarak teşkil edilmiş bir kurumdur. Adı geçen anlaşmanın ve ICIEC'in ortak gayesi, İİT üyesi ülkeler arasında İslami kurallara uygun olarak ekonomik ilişkilerin güçlendirilmesidir (ICIEC, 2017).

ICEIC'in sağladığı sigorta hizmetleri, ihracat kredisi sigortası ve yatırım sigortası olmak üzere iki grupta toplanmaktadır. İhracat kredisi sigortası, ticari ve ticari olmayan risklerden kaynaklanan ihracat alacaklarının tahsil edilememesi durumunu sigortalarken, yatırım sigortası ise para transferi kısıtlamaları, kamulaştırma, savaş ve iç karışıklıklar, sözleşmenin ihlali gibi nedenlerden kaynaklanan ülke riskine karşı sigorta hizmeti sunmaktadır (İKB Grubu, 2013, s. 7).

2.2.2.4. Özel Sektör Kalkınması İçin İslami İşbirliği Kurumu (ICD)

ICD, çokuluslu bir finansal kalkınma kurumu olarak 1999 yılında kurulmuştur. Kurumun kuruluş amacı; özel sektör projelerine finansman sağlayarak, rekabeti ve girişimciliği destekleyerek, devletlere ve özel şirketlere danışmanlık hizmetleri sağlayarak ve sınır ötesi yatırımları destekleyerek üye ülkelerin ekonomik kalkınmasına katkıda bulunmaktadır (ICD, 2017). ICD'nin odaklandığı belli başlı konular şunlardır (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 21);

- Büyümeye katkı sağlayacak özel sektör fırsatlarının belirlenmesi,
- Geniş bir yelpazede etkin finansal ürün ve hizmetlerin sağlanması,
- Fazla kaynakların üye ülkelerin özel sektörlerine kanalize edilmesi,
- İslami finansal piyasaların ve sermaye piyasalarının gelişiminin desteklenmesi.

ICD finanse edeceği projeleri seçerken kurumun amaçları doğrultusunda; istihdam yaratma, İslami finansın gelişimine fayda sağlama, ihracata katkı sunma gibi kriterleri göz önünde bulundurmaktadır (ICD, 2017).

2.2.2.5. Uluslararası İslami Ticaret Finansmanı Şirketi (ITFC)

ITFC, 2007 yılında İKB Grubu içerisinde özerk bir kurum olarak kurulmuştur. Kuruluş amacı, İslam aleminin ekonomik durumunun iyileştirilmesi için Müslüman ülkeler arasında ticaretin geliştirilmesidir. Şirket, üye ülkelerdeki işletmelere ticaret finansmanına erişimi kolaylaştırma, ihtiyaç duydukları ticari kapasite artırım araçlarını sağlama ve bu bağlamda küresel piyasalarda güçlü bir şekilde rekabet etmelerine yardımcı olmaktadır (ITFC, 2017).

ITFC, İKB Grubu bünyesindeki ticaret finansmanı faaliyetlerini tek bir çatı altında toplayarak, finansman hizmetinin ihtiyaç duyan işletmelere etkin ve hızlı bir şekilde ulaştırılmasını sağlamaktadır. Bu özelliği ile İslami kurallara uygun ticaret finansmanında lider konumda bulunan şirket, üye ülkelere ve bu ülkelerde faaliyet gösteren işletmelere fon sağlama noktasında, önemli bir işlevi yerine getirmektedir (ITFC, 2017).

2.2.3. İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Kurumu (AAOIFI)

İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Kurumu, İslami finans kurumları ve İslami finans endüstrisi için muhasebe, denetim, kurumsal yönetim, etik ve İslami kurallara uyum alanlarında standartlar hazırlayan, kâr amacı gütmeyen özerk bir uluslararası İslami finans kurumudur. AAOIFI, 1991 yılında Bahreyn'de kurulmuştur. Kurumun üyeleri arasında 45 ülkeden, merkez bankaları ve düzenleyici otoriteler de

dahil olmak üzere finans kurumları, muhasebe ve denetim firmaları, hukuk firmaları yer almaktadır (AAOIFI, 2017a).

AAOIFI'nın yerine getirdiği temel işlevler şunlardır (Islamic Banking Association, 2017, s. 79);

- İslami finans kurumları ile ilgili muhasebe ve denetim uygulamaları geliştirmek,
- Geliştirdiği muhasebe ve denetim uygulamalarını; eğitimler, seminerler, süreli yayınlar ve araştırma faaliyetleri ile İslami finans kurumlarına iletmek,
- İslami finans kurumları için muhasebe ve denetim standartları hazırlamak, yayınlamak ve bunları yorumlamak,
- Yayınladığı standartları gözden geçirmek ve gerek gördüğü takdirde üzerlerinde değişiklik yapmak.

AAOIFI bugüne kadar; 54'ü İslami kurallara uyum, 26'sı muhasebe, 5'i denetim, 7'si kurumsal yönetim ve 2 tanesi etik standartları olmak üzere toplam 94 standart yayınlamıştır. Yayımlanan standartlar merkez bankaları ve düzenleyici otoriteler tarafından gerek zorunlu gerekse yol gösterici olarak kendi ülkelerinde kullanılmaktadır. Standartlar, resmi kuruluşların yanı sıra dünya çapında İslami finans kuruluşları tarafından takip edilmekte ve uluslararası İslami finans uygulamalarının uyumlaştırılmasında önemli bir rol üstlenmektedir (AAOIFI, 2017b).

AAOIFI, hızla gelişen İslami finansal ürünlerin beraberinde getirdiği İslami muhasebe ve denetim standartları ihtiyacına cevap vermek amacıyla yapılanmış bir kurumdur. Zira finansal ürünlerin İslamileştirilmesi süreci, ülkelerin yasal mevzuatlarına uyumdan ziyade ürünlerin İslami kurallara uyumuna odaklanmıştır. Bu durum, özellikle İslami finans kurumlarının finansal tablolarını hazırlamaları ve İslami finansal ürünlerin muhasebeleştirilmesi aşamasında sorun yaşamalarına neden olmuştur (Vinnicombe, 2010, s. 56).

AAOIFI yayınladığı standartları, bünyesinde bulunan şer'i danışma kurulunun onayına sunduktan sonra yayınlamaktadır. Şer'i danışma kurulu, AAOIFI üyesi kurumların şer'i danışma kurullarından seçilen üyelere oluşmaktadır (Yanpar, 2015, s. 282). 2017 yılı itibariyle AAOIFI şer'i danışma kurulunun 14 farklı ülkeden 20 üyesi bulunmaktadır (AAOIFI, 2017c).

AAOIFI'nin kuruluşundan önce, İslami finans kurumları faaliyetlerinin İslam'a uygunluğunu sağlamak için bünyelerinde şer'i danışma kurulları bulundurmaya zorundaydı. Her bir İslami finans kurumunda bulunan şer'i danışma kurulu benzer finansal ürünleri ve uygulamaları incelemekte, bu durum tabiri caizse bir nevi kaynak israfına neden olmaktadır. Bahsedilen çok başlılık ayrıca, temel ürünlerde dahi farklı yorumların ortaya çıkmasına, ürünlerin farklı kurumlar tarafından farklı şekilde muhasebeleştirilmesi ve endüstride standartlaşmadan çok uzak bir manzaranın oluşmasına yol açmaktaydı. Her ne kadar günümüzde özellikle büyük İslami finans kurumları bünyelerinde şer'i danışma kurulları istihdam ediyor olsa da AAOIFI'nin kurulmasıyla birlikte bu kurulların iş yükleri azalmış ve daha spesifik konulara odaklanma imkânına kavuşmuşlardır (Vinnicombe, 2010, s. 56).

Finansal piyasalarda özellikle muhasebe ve denetim alanında standartlaşma ihtiyacı yalnızca İslami finans endüstrisine has bir durum değildir. Zira Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB) 1973 yılından bu yana Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) üzerinde çalışmakta ve bugüne kadar 41 standart yayınlamış durumdadır (IFRS, 2017). IASB'nin yayınladığı UFRS'lerin en temel amacı, işletmelerin finansal durumlarının en doğru şekliyle bilgi kullanıcılarına aktarılmasının sağlanmasıdır. Ancak AAOIFI'nin yayınlamış olduğu standartlar, bu işlevin yanında İslami finans endüstrisinde işlem gören ürünlerin ve uygulamalarının İslami kurallara uygunluğu noktasına da eğilmektedir. Dolayısıyla iki kurumun muhasebe ve denetim standartlarının ağırlık verdiği hususlar arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır (Yanpar, 2015, s. 282).

2.2.4. İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB)

İslami Finansal Hizmetler Kurulu, merkez bankaları, düzenleyici otoriteler ve İslami finans endüstrisinde düzenleme ve gözetim yetkisine sahip diğer kuruluşlar için yol gösterici ilke ve standartlar yayınlamakla görevli uluslararası bir kuruluştur. IFSB, 2002 yılında Malezya'da kurulmuş olmakla birlikte faaliyetlerine 2003 yılında başlamıştır (Aljudaibi, Melebari ve Simbawah, 2017).

IFSB özellikle düzenleme, risk yönetimi ve kurumsal yönetim alanlarında çalışmalarını sürdürmektedir (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 21). Kurulun odaklandığı hedefler şunlardır (IFSB, 2017a);

- İslami finans endüstrisinin şeffaf ve ölçülü bir şekilde gelişimini, İslami kurallara uygun yeni veya var olan uluslararası standartlar vasıtasıyla teşvik etmek.
- İslami finans ürünleri sunan kurumların etkin bir şekilde gözetimi ve düzenlenmesi için rehberlik yapmak.
- Üye ülkelerdeki ve uluslararası sistemdeki para piyasaları ve finansal piyasaların istikrarını ve güvenilirliğini sağlamak amacıyla hali hazırda standart oluşturan ilgili diğer kuruluşlarla işbirliği yapmak ve birlikte hareket etmek.
- Faaliyetlerin etkin bir şekilde yürütülmesi ve risk yönetimini sağlama maksadıyla finansal enstrüman geliştirilmesi noktasında teşviklerin artırılmasını ve koordinasyonunu sağlamak.
- Gelişen İslami finans endüstrisinde üye ülkeler arasında işbirliğinin geliştirilmesine katkı sağlamak.
- İslami finans endüstrisinde düzenleme yapma ile ilgili alanlarda çalışan personelin yetkinliğinin artırılması noktasında eğitim faaliyetleri düzenlemek.
- İslami finans endüstrisi ile ilgili araştırma ve yayın yapmak.
- Katılım bankaları ve diğer İslami finans kurumları ile ilgili veri tabanları oluşturmak.

IFSB'nin 2017 yılı itibariyle 70'i düzenleme ve gözetim yetkisine sahip kuruluş, 7'si uluslararası hükümetler arası örgüt ve 106'sı İslami finansal kuruluşlar, şirketler, hisse senedi endeksleri vb. piyasa aktörleri olmak üzere toplam 183 üyesi bulunmaktadır. IFSB bugüne kadar 27 adet standart, yol gösterici ilke ve teknik görüş yayınlamıştır (IFSB, 2017a). IFSB'nin geliştirdiği standartların, kurulun sahip olduğu güçlü uluslararası destek sayesinde hayata geçme kabiliyetinin daha yüksek olduğu düşünülmektedir (Orman, 2014, s. 78). Ancak IFSB'nin aldığı kararlarda her ne kadar bir standart vurgusu yapılsa da alınan kararlar, ilgili kurumlar ve piyasa nezdinde tavsiye niteliğinde kararlar olarak kabul görmektedir (Yanpar, 2015, s. 282).

2.2.5. Uluslararası İslami Finans Piyasası Kurumu (IIFM)

Uluslararası İslami Finans Piyasası Kurumu, Bahreyn, Bruney, Endonezya, Malezya ve Sudan merkez bankalarının ve İKB'nin ortak çabasıyla 2002 yılında bir uluslararası kuruluş olarak İslami sermaye piyasaları ve para piyasalarının kurumsallaşmasını, gelişimini ve tanıtımını artırmak ve teşvik etmek amacıyla kurulmuştur. Kurumun ana amacı; İslami finans ürünlerinin yapılarının, sözleşmelerinin, ürün geliştirme ve altyapı süreçlerinin standardizasyonunu ve gelişimini sağlama ile küresel çapta İslami sermaye piyasaları ve para piyasalarının gelişimi için yol gösterici tavsiyelerde bulunmaktır (Kettell, 2010b, s. 88).

IIFM'nin başlıca faaliyetleri ve odaklandığı konular şunlardır (IIFM, 2017);

- İslami sermaye piyasaları ve para piyasaları ile işletme finansmanı ve ticaret finansmanı alanlarında endüstrinin ihtiyaçlarını ele almak.
- Düzenleyici otoriteleri, finans kurumlarını, hukuk firmalarını, borsaları, altyapı hizmeti sağlayıcıları ve piyasanın diğer katılımcılarını ortak bir platformda bir araya getirerek geleceğe dönük projeler oluşturmak.
- İslami finansal piyasalarda birliğin, İslami kurallara uyumun ve yasal reformların sağlanması için adımlar atmak.
- İlgili alanına giren konularda toplantılar, seminerler ve çalıştaylar düzenlemek.
- Sukuk ile ilgili araştırmalar yapmak ve raporlar düzenlemek.

2.2.6. Uluslararası İslami Derecelendirme Ajansı (IIRA)

Uluslararası İslami Derecelendirme Ajansı, İslami kurallara uygun finansal ürünlerin ve bu ürünleri ihraç eden kurumların bağımsız değerlendirmesini yapan bir derecelendirme kuruluşudur. IIRA öncelikli olarak İİT bölgesindeki yerel sermaye piyasalarına verdiği derecelendirme notları ile bu piyasaların gelişimine katkı sağlamayı hedeflemektedir (IIRA, 2017).

IIRA'nın temel amacı, İslami finans endüstrisinde faaliyet gösteren kurumların ve işlem gören finansal araçların risk profilini değerlendirerek bilgi kullanıcılarına alacakları yatırım kararlarında yardımcı olmaktır. IIRA, çokuluslu finans kurumları, farklı ülkelerden birçok büyük banka, çeşitli finans kurumları ve derecelendirme kuruluşları tarafından desteklenmektedir. Bu bağlamda özellikle İKB, AAOIFI ve IFSB

gibi kuruluşlarla yakın temas içerisinde. Kuruluşun organizasyon yapısında; yönetim kurulu, bağımsız derecelendirme komitesi ve şer'î danışma kurulu yer almaktadır (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 23).

IIRA'nın temel faaliyetleri şunlardır (Kettell, 2010b, s. 88);

- Finansal araçları ve ihraççıları derecelendirilebilmek için metodoloji geliştirmek.
- Şirketler, bankalar ve finans kurumlarının borçlarını zamanında ödeyebilirlikleri ile devletler, şirketler, bankalar ve finans kurumları tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin geri ödenebilirliği hakkında bağımsız değerlendirmede bulunmak ve görüş belirtmek.
- Finans kurumlarının ve finansal araçların İslami kurallara uygunluğu hakkında bağımsız görüş belirtmek.
- Şirketlerin, bankaların ve diğer finans kurumlarının yönetim sistemlerinin değerlendirmesini yapmak.
- İslami finans endüstrisi ile ilgili araştırma ve analiz yapmak.

2.2.7. Uluslararası İslami Likidite Yönetim Şirketi (IILM)

Uluslararası İslami Likidite Yönetim Şirketi, ülkelerin ve İslami finans kuruluşlarının likidite ihtiyaçlarını İslami kurallara uygun bir şekilde karşılamak amacıyla, kısa vadeli İslami finansal araçlar düzenleyen ve ihraç eden uluslararası bir kuruluştur. IILM 2010 yılında; Endonezya, Kuveyt, Lüksemburg, Malezya, Morityus, Nijerya, Katar, Türkiye ve BAE merkez bankaları ile Özel Sektör Kalkınması İçin İslam İşbirliği Kurumunun ortaklığıyla Malezya'da kurulmuştur (IILM, 2017). IILM'yi diğer kurum ve kuruluşlardan ayıran en önemli özellik, kâr amacı güden ticari bir şirket olmasıdır (Orman, 2014, s. 79).

2.3. İslami Finansın A.B.D.'deki Gelişimi

Küresel çapta finansal hizmetlerin ve sermaye piyasalarının en büyük aktörlerinden biri olan A.B.D., İslami finansın gösterdiği gelişime kayıtsız kalmayarak çeşitli finans kurumları ile bu alanda varlık göstermektedir. Ülkenin nüfusu göz önünde

bulundurulduğunda Müslüman nüfusun azınlıkta olması, özellikle bireysel yatırımcıların İslami finans ürünlerine erişim sağladığı katılım bankalarının sayısının ve büyüklüğünün sınırlı sayıda kalmasına neden olurken, Dow Jones vb. endeks sağlayıcılar tarafından oluşturulan İslami endeksler ve yatırım fonları, hem A.B.D. hem de uluslararası piyasalardan ciddi manada fon akışı sağlamaktadır.

A.B.D.'de yaşayan Müslüman nüfus, yapılan çeşitli tahminlere göre üç buçuk milyon ile 7 milyon aralığındadır. Bu nüfusun çok hızlı bir artış ivmesine sahip olmaması, perakende finansal hizmetler (retail financial services) olarak adlandırılan bireysel yatırımcılar bağlamında A.B.D.'de İslami finansın gelişme potansiyelinin çok da artmayacağı şeklinde yorumlanmaktadır. Ancak büyük yatırımcıların sahne aldığı toptan ya da ticari finansal hizmetler (wholesale financial services) düzeyinde çok yüksek bir potansiyele sahip olan A.B.D. İslami finans piyasasında, son 15-20 yıllık süreçte milyarlarca dolarlık işlem gerçekleşmiştir (Metcalf ve Salah, 2014, s. 549).

A.B.D.'de İslami finans ile ilgili oluşturulmuş herhangi bir resmi politika ya da mevzuat bulunmamaktadır. Bu durumun nedeni, A.B.D.'deki düzenleyici otoritelerin İslami finansa karşı olmaları değil, A.B.D. anayasasının belirli bir dine ayrıcalık tanınması ya da müdahil olunmasını yasaklamasıdır. Bu nedenle ülkede, federal çapta ya da eyaletler bazında İslami kurallara uygun finansal ürünler ya da işlemlerle ilgili düzenleme yapan herhangi bir otorite bulunmamaktadır. Ancak bu durum, A.B.D.'de İslami finans ürünlerinin ya da kuruluşlarının varlığına engel teşkil etmemektedir. Zira İslami finans hizmeti veren kuruluşların bünyelerinde şer'i danışma kurulu bulundurma ya da üçüncü kişilerden şer'i danışma hizmeti almalarının önünde herhangi bir yasal sakınca bulunmamaktadır (Metcalf ve Salah, 2014, s. 550).

1980'li yıllarda Washington eyaletinde kurulan the Amana Funds (Saturna Capital) ve Kaliforniya'da kurulan American Finance House-Lariba, A.B.D.'deki ilk İslami finans kuruluşlarıdır. Adı geçen kuruluşlar, küçük işletme ve ev finansmanı ile bireysel yatırımcılar için İslami kurallara uygun yatırım ürünleri hizmetleri sunmaktadır (Goud, 2009, s. 15). İlerleyen yıllarda bu kuruluşlara katılım bankacılığı alanında; University Bank, Devon Bank, HSBC, Cole Taylor Bank, Lincoln State Bank, RomAsia Bank, ev finansmanı alanında; Zayan Finance, Guidance Financial Group, Samad Group, yatırım fonları alanında; Azzad Asset Management, North America Islamic

Trust, yatırım bankacılığı alanında ise; Arcapita, Innovest Capital, TransOcean Group, UIB Capital Chicago, Overland Capital Group eklenmiştir (Shayesteh, 2009, s. 3).

A.B.D.'de geniş yatırımcı kitlelerinin ilgisini çeken ve sermaye piyasalarında önemli bir açığı kapatan gelişme, Dow Jones'un ilk İslami hisse senedi endeksini yayınlaması olmuştur. 1999 yılında Dow Jones İslami Dünya Endeksi olarak yayınlanan endeksin A.B.D., Kanada, Asya/Pasifik, Japonya, Avrupa, İngiltere, Titans 100 ve Teknoloji endeksleri adı altından 8 tane de alt endeksi bulunmaktaydı. İlerleyen dönemlerde hem bu alt endekslerin sayısı artmış hem de Dow Jones'u; Standart & Poor's (S&P), Morgan Stanley Capital International (MSCI), Financial Times Stock Exchange (FTSE) ve Russell Investment gibi diğer endeks sağlayıcıları takip etmiştir (Goud, 2009, s. 17).

2.4. İslami Finansın İngiltere'deki Gelişimi

İngiltere, Avrupa ülkeleri içerisinde İslami finans endüstrinde en önde gelen ülke konumundadır (Mohammad, 2014, s. 535). Londra'nın finans merkezi olarak yaptığı şöhrete ve tarihi tecrübesine Orta Doğu ile saat farkının az olması da eklenince, İngiltere'nin İslami finans işlemleri açısından popülaritesi yükselmiştir. Ayrıca ülkede yaşayan takribi iki milyonluk Müslüman nüfus, İslami finans ürün ve hizmetlerine olan talebi belirli bir düzeyde tutmaktadır (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 18).

İngiltere'de İslami finans uygulamalarının başlangıcı 1980'leri yıllara kadar uzanmaktadır. 1982 yılında konut finansmanı alanında faaliyet gösteren Al Baraka International, İngiltere'nin ilk İslami finans kurumu olarak kurulmuştur. Yine bu tarihlerde murabahaya dayalı finansal işlemler, İngiliz finans piyasalarında yer almaya başlamıştır (Evans, 2015, s. 4). 90'lı yıllara gelindiğinde yine konut finansmanı hizmeti veren United Bank of Kuwait gibi Orta Doğu merkezli çeşitli finans kurumları kurulmuştur. Ancak bu kurumlar, geleneksel yöntemleri kullanan rakiplerinden daha yüksek maliyetli finansman sağlamaları nedeniyle varlıklarını uzun süre devam ettirememiş ve faaliyetlerine son vermek zorunda kalmışlardır (Ainley, Mashayekhi, Hicks, Rahman ve Ravalia, 2007, s. 6).

İslami finans 2000’li yıllarda Ada’da hızlı bir ivme yakalamıştır. 2000’li yılların başlarında HSBC, Citi Group gibi büyük geleneksel bankalar, “İslami pencere¹²” olarak adlandırılan İslami finans hizmetlerini müşterilerine sunmaya başlamıştır (Ainley ve diğerleri, 2007, s. 7). Yine bu yıllarda ülkede İslami finansın önündeki engelleri kaldırma ve gelişimini hızlandırma adına birtakım yasal düzenlemelere gidilmiştir. 2001 yılında İngiltere merkez bankası Bank of England tarafından İslami finans çalışma grubu oluşturulmuştur. 2003 yılında Hazine Bakanlığı ile Gelir ve Gümrük Vergisi Departmanı, İslami finansın teknik yapısını ve ayrıntılarını anlamak amacıyla teknik bir çalışma grubu oluşturmuştur. Aynı yıl vergi mevzuatında düzenleme yapılarak, İslami konut finansmanına uygun olarak gerçekleştirilen işlemlerde İslami finans kurumunun gayrimenkulü satın alıp tekrar müşterisine satması işleminde uygulanan çifte vergilendirme kaldırılarak İslami konut finansmanına kolaylık sağlanmıştır (UKTI, 2014, s. 11).

İngiltere’de yaşayan yaklaşık iki milyonluk Müslüman nüfusun oluşturduğu talebin neticesi olarak, 2004 yılında ülkenin ilk bireysel katılım bankası Islamic Bank of Britain faaliyetlerine başlamıştır (Iqbal ve Mirakhor, 2011, s. 18). Banka 2014 yılında Katar menşeli Masraf Al Rayan Bank tarafından satın alınarak ismi Al Rayan Bank olarak değiştirilmiştir. Bankanın toplam varlıkları 2017 yılı itibariyle bir milyar pound’un üzerindedir (Al Rayan, 2017). 2005 yılında ülkenin ilk İslami yatırım bankası European Islamic Investment Bank kurulmuştur. Takip eden yıllarda İngiltere’de bireysel ve yatırım bankalarının sayısında ciddi artış gözlemlenmiştir. İngiltere’de tam anlamıyla katılım bankası olarak faaliyet gösteren bankalar; Abu Dhabi Islamic Bank, Al Rayan Bank, Bank of London and the Middle East, Gatehouse Bank ve QIB UK bankalarıdır. Geleneksel bankalar içerisinde “İslami pencere” adı altında İslami finans hizmetleri sunan bankalar ise; ABC International Bank, Ahli United, Bank of Ireland, Barclays, BNP Paribas, Bristol & West, Citi Group, Deutsche Bank, IBJ International London, J. Aron & Co., Lloyd’s Banking Group, Royal Bank of Scotland, Standard Chartered, United National Bank ve UBS bankalarıdır (Evans, 2015, s. 5).

¹² İslami pencere uygulaması, geleneksel bankaların katılım bankacılığı prensipleri doğrultusunda müşterilerine sağladıkları hizmetlerdir. İslami pencere hizmetlerinden elde edilen kâr veya zararlar geleneksel bankacılık hizmetlerinden elde edilen kâr veya zararlarla karıştırılmayıp, ayrı olarak hesaplanmaktadır (Kamaruddin, Safa ve Mohd, 2008, s. 32).

Batı ülkeleri içerisinde sukuk ihracı konusunda da ilk atılım yapan ülke İngiltere'dir. 2014 yılında yapılan ihraç ile İngiltere, Müslüman ülkeler dışında devlet sukuku (sovereign sukuk) çıkaran ilk ülke olmuştur (Evans, 2015, s. 4). Majdoub, Mansour ve Jouini (2016, s. 449), İngiltere'nin diğer Avrupa ülkelerinin tümünden daha çok İslami kurallara uygun finansal varlığa sahip olduğunu belirtmiştir. Yine Londra Borsası, şirketlerin yaptığı sukuk ihraçlarında tercih edilen küresel bir piyasadır. Ayrıca MSCI, Dow Jones gibi endeks sağlayıcıların İngiltere için oluşturdukları İslami hisse senedi endeksleri, hisse senedi piyasalarında işlem görmektedir.

2.5. İslami Finansın Malezya'daki Gelişimi

İslami finans denince ilk akla gelen ülkelere birisi olan Malezya'nın 2018 yılının 1. çeyreği itibarıyla nüfusu yaklaşık 32,5 milyondur. Ülkenin nüfusunun yaklaşık %60'ını Müslümanlar oluşturmaktadır (Department of Statistics Malaysia, 2018). Müslüman idareciler tarafından yönetilen ülkede, çok dinli ve etnik kimlikli yapının da bir gereği olarak diğer din mensuplarının da dinlerini özgürce yaşamaları, anayasal olarak güvence altına alınmıştır (Özay, 2013, s. 111). Ancak hem yönetici zümrenin hem de ülkenin asli unsuru olan Müslüman Malay halkının dinlerine bağlılığı, Malezya'da tüm iktisadi faaliyetlerde İslami hassasiyetlerin gözetilmesi sonucunu doğurmuştur. Bu sonucun bir uzantısı olarak da Malezya, İslami finans alanında öncü ülkeler arasında yerini almıştır.

Malezya'da ilk İslami finans uygulamalarının geçmişi 1960'lı yıllara kadar uzanmaktadır. Hac farızasını yerine getirmek isteyen Malezyalı Müslümanların tasarruflarını saklamak ve hac yolculuğunun finansmanına katkıda bulunmak amacıyla 1963 senesinde teşkil edilen Tabung Haji (Hacı Tasarrufları Şirketi), ülkedeki ilk İslami finans kurumu olarak kabul görmektedir (Kamil, 2014, s. 305). İlerleyen süreçte ülkede İslami finans alanındaki en önemli gelişmeler 80'li yıllarda yaşanmıştır. 1981 yılında oluşturulan İslam Bankası Milli Komisyonu'nun bir yıl sonra hükümete sunduğu rapor, 1983 yılında kanunlaştırılarak İslami Bankacılık Kanunu adıyla yürürlüğe girmiştir (Karaman, 2011, s. 47). Söz konusu kanuna dayanılarak aynı yıl Malezya'nın ilk katılım bankası Bank Islam Malaysia kurulmuştur. Kuruluşu ile birlikte Tabung Haji'yi de bünyesine alan banka, devlet destekli bir kurum olarak teşkil edilmiştir (Chong ve Liu, 2009, s. 130). İslami Bankacılık Kanunu'nun peşi sıra 1984 yılında Tekafül Kanunu

yürürlüğe girmiştir. Kanunun yürürlüğe girmesinin ardından, en büyük ortağının Bank Islam Malaysia olduğu ülkenin ilk tekaful şirketi Syarikat Takaful Malaysia kurulmuştur (Omar, Abduh ve Sukmana, 2013, s. 26).

90'lı yıllara gelindiğinde, Bank Islam Malaysia'nın gösterdiği başarı, diğer piyasa aktörlerinin de İslami finans alanında faaliyet gösterme iştahlarını kabartmış ve bunun neticesi olarak birtakım düzenlemelere gidilmiştir. 1993 yılında yapılan düzenlemeyle ülkede faaliyet gösteren geleneksel bankalara, müşterilerine “İslami pencere” hizmeti sunma izni verilmiştir. 1995 yılında Malezya İslami Bankacılık Kurumları Birliği kurulmuştur. Birlik; üye bankaların çıkarlarını koruma, düzenleyici otoritelere yapacakları düzenlemelerde yardımcı olma ve sektörün taleplerini iletme vb. işlevleri yerine getirmektedir. Takip eden süreçte artan İslami bankacılık ve finans hizmet ve ürünlerinin İslam'a uygunluğunun denetlenmesi ve uygulayıcılara yol göstermesi amacıyla 1997 yılında Ulusal Şer'i Danışma Kurulu teşkil edilmiştir. Aynı yıl İslami bankacılık hizmetleri sunan bankaların birbirlerinden borç almasını kolaylaştırmak için İslami Bankalararası Para Piyasası oluşturulmuştur. 1999 yılında ise ülkenin ikinci katılım bankası Bank Muamalat, Malezya bankacılık sektöründe yerini almıştır (Md Nor, Mohamad ve Yaacob, 2016, s. 602).

Katılım bankacılığı alanında bahsedilen gelişmelerin yanı sıra, yine 90'lı yıllarda sermaye piyasaları alanında da önemli gelişmeler olmuştur. 1990 yılında ilk sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Bank Islam Malaysia tarafından yapılandırılan 125 milyon Malezya Ringiti (MYR) değerindeki sukuk, Shell MDS Sdn şirketi tarafından ihraç edilmiştir. Malezya'nın ilk İslami hisse senedi endeksi ise Dow Jones-RHB Islamic Malaysia Index adıyla 1996 yılında Dow Jones tarafından oluşturulmuştur (*Malaysia Islamic Finance Report 2015*, 2016, s. 78). Malezya menkul kıymetler borsası Borsa Malezya'da işlem gören ilk İslami hisse senedi endeksi Kuala Lumpur Stock Exchange Syariah Index (KLSI) ise 1999 yılında yayınlanmıştır (Ahmad ve Ibrahim, 2002, s. 26).

2000'li yıllar, Malezya'da İslami finans endüstrisinin gelişiminin ivmelendiği dönemdir. 2002 yılında çıkarılan İslami Finansal Hizmetler Kanunu ile IFSB kurulmuş ve kuruma uluslararası kuruluşların sahip olduğu diplomatik dokunulmazlık ve ayrıcalıklar verilmiştir. Malezya'nın IFSB'ye ev sahipliği yapıyor olması, ülkenin hem İslami finans ve bankacılık konusunda gelişimine hem de uluslararası bir merkez olması yolunda müspet katkılar sağlamıştır (Omar, Abduh ve Sukmana, 2013, s. 27). Aynı yıl

içerisinde Malezya merkez bankası Bank Negara Malaysia, İslami finans sektörüne yabancı şirketlerin girmesine ve hali hazırdaki kuruluşlara ortak olmasına imkân tanıyan Finans Sektörü Master Planı'nı devreye sokmuştur. Bu planın neticesinde 2004 yılında Bank Negara Malaysia; Kuwait Finance House, Al Rajhi Investment Bank (Suudi Arabistan) ve Qatar Investment Group olmak üzere üç Orta Doğu menşeli katılım bankasına bankacılık lisansı vermiştir (Md Nor, Mohamad ve Yaacob, 2016, s. 603). 2006 yılında, Malezya'nın İslami finans alanında uluslararası ana aktörlerden birisi olma amacına hizmet etmesi için Malezya Uluslararası İslami Finans Merkezi (MIFC) kurulmuştur. MIFC, İslami finans alanında etkin olan düzenleyici otoriteler, ilgili bakanlıklar, uluslararası finans kurumları ve diğer paydaşları bir araya getirip İslami finansın geleceği ve yapılması gerekenler konusunda ortak çalışma platformu oluşturan bir merkez olarak işlev görmektedir (Omar, Abduh ve Sukmana, 2013, s. 27).

Malezya sermaye piyasaları da 2000'li yıllarda önemli bir yol kat etmiştir. Hem geleneksel hem de İslami pek çok yeni finansal araç bu yıllarda piyasalarda işlem görmeye başlamıştır. Bu bağlamda Malezya, 2002 yılında 600 milyon dolar değerinde ilk devlet sukuku ihracını gerçekleştirerek uluslararası sukuk piyasasının gelişimine öncülük etmiştir (*Malaysia Islamic Finance Report 2015*, 2016, s. 79). Aynı yıllarda Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu, Malezya Sermaye Piyasası Master Planı'nı gündemine almıştır. Plan ile erişilmek istenen hedefler; yerel sermaye piyasasının kapasitesinin artırılması, kilit sektörlerin ve piyasaya ulaşım kanallarının güçlendirilmesi olarak belirlenmiştir (Omar, Abduh ve Sukmana, 2013, s. 29). Bunun dışında, 1999 yılından beri işlem gören KLSI endeksi 2007 yılında yerini, Borsa Malezya'nın endeks sağlayıcı FTSE ile yaptığı işbirliği sonucu ortaya çıkan iki yeni İslami sermaye piyasası endeksine bırakmıştır. İslam'a uygun hisse senedi portföylerine ilginin giderek artmasının bir neticesi olan bu gelişmeyle artık Borsa Malezya'da işlem gören İslami hisse senedi endeksleri, FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah (alınıp satılabilir endeks) ve FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah (gösterge endeks) endeksleridir (Lean ve Parsva, 2012, s. 1274).

Malezya'da İslami finans sektörüne dair son dönemde yaşanan en önemli gelişme ise 1983 tarihli İslami Bankacılık Kanunu ve 1984 tarihli Tekafül Kanunu'nun yerini alan İslami Finansal Hizmetleri Kanunu'nun çıkarılması olmuştur (Md Nor, Mohamad, Yaacob, 2016, s. 604). Söz konusu kanun, hem ülkede İslami finans alanında tek bir mevzuatın hâkim olmasını hem de Bank Negara Malaysia'nın giderek karmaşık

bir hal alan sektörü etkin bir şekilde idare edebilmesi için ihtiyacı olan yetkilere sahip olmasını sağlamıştır. Bu yetkilerin başında piyasa üzerindeki gözetim yetkisinin artırılması gelmektedir. Kanun ile birlikte, İslami finans hizmet ve ürünlerinde İslami kurallara riayet edilmesi daha sıkı denetim altına alınmış ve finansal ürünlerin ve sözleşmelerin daha şeffaf bir yapıya kavuşması sağlanarak tasarruf sahipleri ve yatırımcılara yönelik koruma tedbirleri artırılmıştır. Yapılan en önemli değişikliklerden bir tanesi, şer’i danışma kurullarının, kullanılmasına cevaz verdikleri finansal ürün ve hizmetlerle ilgili daha hesap verebilir bir konuma gelmeleri ve yasal sorumluluk altına girmeleri olmuştur. Zira daha önceki kanunda şer’i danışma kurullarının verdiği kararlar yalnızca kılavuz ilke mahiyetini taşımaktaydı. Ancak yapılan değişiklikle hem bu kurulların hem de bünyesinde buldukları finansal kuruluşların kanuni yükümlülükleri artırılmış ve kanuna aykırı herhangi bir olumsuzluğun tespiti halinde sert cezalar getirilmesinin önü açılmıştır (Kamil, 2014, s. 305).

2.6. İslami Finansın Türkiye’deki Gelişimi

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK, 2018) verilerine göre, 2017 yılı sonu itibariyle yaklaşık 81 milyonluk bir nüfusa sahip olan Türkiye’nin, nüfusunun büyük çoğunluğunu (yaklaşık %95) Müslümanlar oluşturmaktadır. Bu büyük potansiyele karşın, Türkiye’de İslami finans son yıllara kadar yeterli ilgiyi görmemiştir. Sagar ve Yanpar’a (2014, s. 507) göre bu durumun nedenlerinden biri, ülkede uzun yıllar boyu hüküm süren güçlü seküler politik iklimdir. Ancak, özellikle son 10-15 yıllık süreçte ülkenin hem siyasi hem de ekonomik yapısında yaşanan değişim ve gelişimin etkisiyle, İslami finansın var olan potansiyelini yakalaması için yeni bir sayfanın açıldığını söylemek yanlış olmayacaktır.

Türkiye’nin küresel çapta İslami finans endüstrisi içerisindeki payı, potansiyeline oranla çok düşüktür. Dünya çapında tüm uygulama alanlarıyla 2 trilyon dolarlık varlık büyüklüğünü aşan İslami finans endüstrisinde Türkiye, bu varlıkların yalnızca yaklaşık %3’lük kısmına sahiptir (Hazine Müsteşarlığı, 2016, s. 17). Ne var ki, gerek devletin yaptığı ve yapmayı planladığı düzenlemeler ile sağladığı teşviklerin gerekse özel sektörün gösterdiği çabanın bir neticesi olarak, orta ve uzun vadede ülkenin İslami finans endüstrinde önemli bir yer edineceği düşünülmektedir. Tablo 3’te, 2014-

2016 yılları arasında Türkiye’de İslami finans sektörü ile özel finans sektörüne ait büyüme rakamları yer almaktadır.

Tablo 3. Türkiye İslami Finans Sektörü ve Özel Finans Sektörü Büyüme Oranları 2014-2016

Dönem	Sektör	Büyüme Oranı (%)
2014 4. Çeyrek	İslami Finans Sektörü Büyüme Oranı	4,5
	Özel Finans Sektörü Büyüme Oranı	4,9
2015 2. Çeyrek	İslami Finans Sektörü Büyüme Oranı	16,6
	Özel Finans Sektörü Büyüme Oranı	14,6
2015 4. Çeyrek	İslami Finans Sektörü Büyüme Oranı	14,7
	Özel Finans Sektörü Büyüme Oranı	13,5
2016 2. Çeyrek	İslami Finans Sektörü Büyüme Oranı	10,6
	Özel Finans Sektörü Büyüme Oranı	10,1

Kaynak: IFSB, 2017a, s. 71.

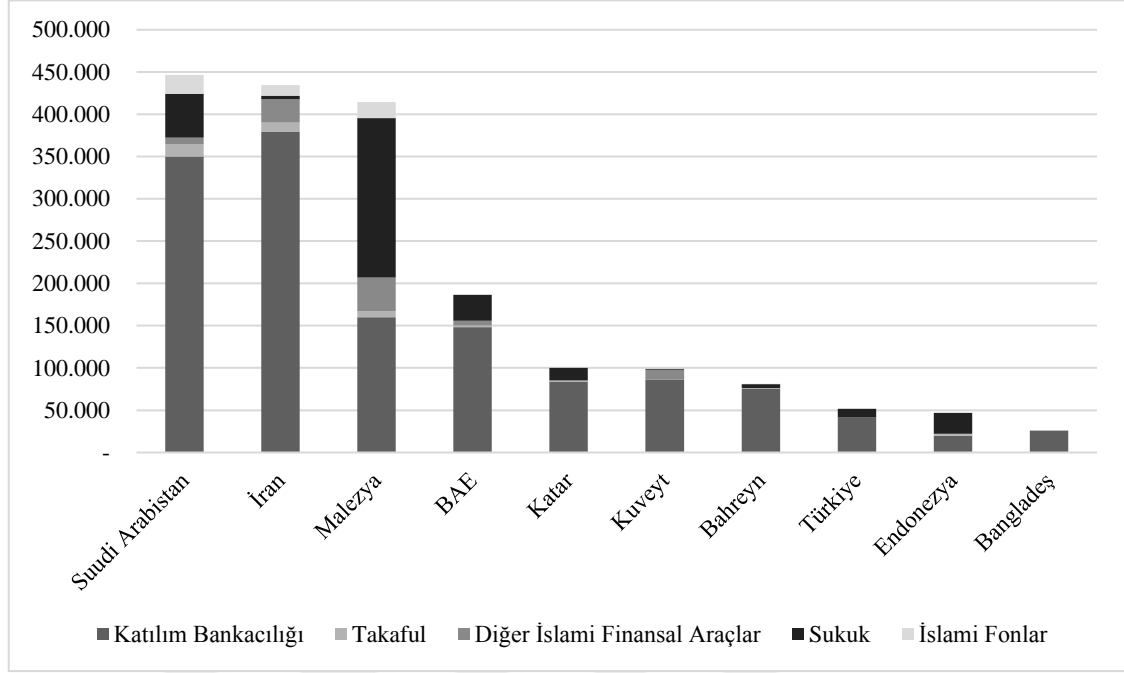
Tablo 3’ten de anlaşılacağı üzere, Türkiye’de İslami finans sektörü son yıllarda yüksek oranlarla büyümüştür. Özellikle 2015 yılında ve 2016 yılının ikinci çeyreğinde İslami finans sektörü, tüm finans (kamu hariç) sektöründen daha yüksek büyüme oranları yakalamıştır. Tablo 4 ve Şekil 3’te ise Türkiye’nin İslami finans alanında dünyadaki yeri görülmektedir.

Tablo 4. İslami Finans Varlıkları Açısından Ülke Sıralaması – 2016 (Milyon USD)

Ülke	Katılım Bankacılığı	Tekafül	Diğer İslami Finansal Araçlar	Sukuk	İslami Fonlar	Toplam Varlıklar	Oran (%)
<i>Suudi Arabistan</i>	350.128	14.206	7.991	52.064	22.274	446.664	23,63
<i>İran</i>	379.664	10.502	27.574	4.097	12.584	434.420	22,98
<i>Malezya</i>	159.986	7.324	39.494	188.700	18.839	414.343	21,92
<i>BAE</i>	148.187	2.072	5.593	30.678	521	187.051	9,90
<i>Katar</i>	84.062	535	734	14.973	234	100.538	5,32
<i>Kuweyt</i>	86.153	186	11.712	880	1.429	100.361	5,31
<i>Bahreyn</i>	75.083	372	795	4.803	16	81.069	4,29
<i>Türkiye</i>	41.693	-	-	10.004	14	51.710	2,74
<i>Endonezya</i>	20.081	1.269	747	24.741	808	47.645	2,52
<i>Bangladeş</i>	25.438	669	85	-	-	26.192	1,39
Toplam	1.370.475	37.135	94.725	330.940	56.719	1.889.993	100

Kaynak: *Islamic Finance Development Report 2016*, s. 43.

Şekil 3. İslami Finans Varlıkları Açısından Ülke Sıralaması Grafiği – 2016



Kaynak: *Islamic Finance Development Report 2016*, s. 43.

Tablo 4 ve Şekil 3'te görüldüğü üzere, toplam İslami finans ve katılım bankacılığı varlıkları açısından Türkiye, dünyada 7. sırada yer almaktadır. Ancak özellikle tekafül ve İslami fonlar açısından Türkiye'nin, diğer ülkelerin gerisinde kaldığı görülmektedir. Tabloya göre dünyadaki toplam İslami finans varlıklarının %2,74'ü, Türkiye'ye aittir.

İslami finansın Türkiye'deki gelişim ve dönüşüm sürecinden bahsetmeden önce, finansal piyasaları düzenleyen kuruluşlara değinmekte yarar vardır. Türkiye'de finans sektörü üzerinde düzenleme, denetim ve gözetim yetkisi bulunan beş temel kuruluş bulunmaktadır. İslami finans sektörü de bu kuruluşların yetki alanına girmektedir. Söz konusu kuruluşlardan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), başta fiyat istikrarını sağlamak olmak üzere, para ve kur politikalarını düzenlemek, banknot dolaşımını sağlamak, altın ve döviz rezervlerini saklamak ve yönetmekle görevli olan anonim şirket hüviyetinde bir kuruluştur. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), sermaye piyasalarının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin sağlanması amacıyla; halka açık şirketlerin, borsaların ve Sermaye Piyasası Kanunu kapsamına giren diğer tüm kuruluşlar ile sermaye piyasalarında işlem gören menkul kıymetlerle ilgili düzenleme, denetim ve gözetim yetkisine sahip bir kamu kuruluşudur.

T. C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, kamu mali varlık ve yükümlülüklerini yönetmek, ekonomik, finansal ve sektörel politikalar belirlemek, tekaful işlemleri dahil olmak üzere sigortacılık ve özel emeklilik sektörlerini düzenlemek ve denetlemek ile uluslararası ekonomik ilişkilerin koordinasyonunu sağlamakla görevlidir. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), katılım bankaları da dahil olmak üzere bankacılık alanını düzenleme, yetkilendirme ve denetim yetkisine sahip bir kamu kuruluşudur. Son olarak Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nun (TMSF) ise tasarruf sahiplerinin bankalar nezdinde bulunan birikimlerini sigortalamak, BDDK tarafından faaliyet izni kaldırılan bankaların yönetim ve denetimini devralarak iflas ve tasfiye işlemlerini gerçekleştirmek gibi görevleri bulunmaktadır (Hazine Müsteşarlığı, 2016, s. 18).

Türkiye'de İslami finansın gelişim seyrine bakıldığında dikkati çeken ilk tarih 1983 yılıdır. 16.12.1983 tarih ve 83/7506 sayılı Bakanlar Kurulu kararı, Türkiye'de katılım bankalarının kurulmasının önünü açan ilk düzenlemedir. Bu kararnamede katılım bankaları, "Özel Finans Kurumları (ÖFK)" olarak adlandırılmaktadır (Burtan Doğan, Kaya ve Narçipek, 2017, s. 184). ÖFK'ların hukuki altyapısı, kararnamenin yayınlamasının ardından TCMB, Hazine Müsteşarlığı ve ilgili diğer kurumların yaptıkları düzenlemelerle oluşturulmuştur (Özdemir ve Aslan, 2017, s. 22). Ancak söz konusu dönemde; bankaların Bankacılık Kanunu'na, finansal kiralama şirketlerinin Finansal Kiralama Kanunu'na, sigorta şirketlerinin Sigorta Murakabe Kanunu'na tabi olmalarına karşın, bu kurumların bir kanun ile değil de kararname ve tebliğlerle faaliyet göstermeleri, tartışmaları da beraberinde getirmiştir (Yahşi, 2000, s. 7). ÖFK'ların denetim anlamında hangi kuruma bağlı oldukları, cezai yükümlülük noktasında ortaya çıkan belirsizlik, sermaye piyasalarındaki hukuki statülerinin belirsizliği gibi pek çok husus, söz konusu kurumların bir kanun kapsamına alınmasının gerekliliğini ortaya koymaktaydı (Aytaç, 1986, s. 246). Tüm bu sorunlar ve eleştiriler 1999 yılında devlet nezdinde karşılık bularak, 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nda değişiklik yapılmasına ilişkin 4491 Sayılı Kanun ile ÖFK'lar, Bankalar Kanunu kapsamına alınmıştır (Pehlivan, 2016, s. 304). Bankalar Kanunu'nda 2001 yılında bir diğer değişiklik ile ÖFK'larla ilgili birtakım yeni düzenlemelere gidilmiştir. Yapılan değişiklikle birlikte göze çarpan en önemli düzenlemelerden ilki, tüzel kişiliğe haiz kamu kurumu mahiyetinde bir meslek kuruluşu olarak Özel Finans Kurumları Birliği'nin kurulmasıdır. Dikkate değer bir diğer düzenleme ise Güvence Fonu'nun

ihdas edilmiş olmasıdır. Kurulma amacı; özel cari hesaplar ve kâr/zarara katılma hesabı sahibi gerçek kişilerin tasarruflarının güvence altına alınması olan Güvence Fonu, Özel Finans Kurumları Birliği bünyesinde ve idaresinde faaliyet göstermiştir. 2005 yılında ise 4389 sayılı Bankalar Kanunu tamamen değiştirilerek yerini 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'na bırakmıştır. Bu kanunla birlikte ÖFK'ların ismi "Katılım Bankaları" olarak değiştirilmiştir. Dolayısıyla Özel Finans Kurumları Birliği'nin ismi de Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB) olmuştur (Sırım, 2013, s. 191–192).

Türkiye'nin ilk katılım bankaları 1985 yılında kurulan Bahreyn menşeli Al Baraka Türk Finans Kurumu ve Suudi Arabistan menşeli Faisal Finans Kurumu'dur. Daha sonra, 1989 yılında Kuveyt menşeli Kuveyt Türk Evkaf Finans Kurumu faaliyetlerine başlamıştır. Yabancı ortaklı bu kurumları, yerli sermayeli finans kurumları takip etmiştir. 1991 yılında Anadolu Finans Kurumu, 1995 yılında İhlas Finans Kurumu ve 1996 yılında da Asya Finans Kurumu kurulmuştur. İhlas Finans, 2001 krizi sonrasında iflas ederek kapanmıştır. Faisal Finans ise 2001 yılında Ülker grubu tarafından satın alınarak ismi Family Finans olarak değiştirilmiştir. 2005 yılında çıkan Bankacılık Kanunu ile ÖFK'ların isminin katılım bankası olarak değiştirilmesiyle birlikte bahsi geçen finans kurumlarının tümünün unvanı katılım bankası olmuştur. Aynı yıl Family Finans ile Anadolu Finans birleşerek Türkiye Finans Katılım Bankası olarak faaliyetlerine tek bir çatı altında devam etmişlerdir (SERPAM, 2013, s. 7). 2015 yılında Bank Asya, BDDK tarafından TMSF'ye devredilmiştir. 2016 yılında ise BDDK bankanın faaliyet iznini kaldırmıştır (TKBB, 2017). Türkiye katılım bankacılığı sektöründe önemli dönüm noktalarından birisi, kamu katılım bankalarının kurulmasıdır. 2015 yılında Ziraat Katılım, 2016 yılında ise Vakıf Katılım bankaları açılarak faaliyetlerine başlamıştır. Büyük ortağının devlet olduğu iki köklü bankanın bu girişimi, katılım bankacılığının devlet tarafından sahiplenildiğinin ve desteklendiğinin bir delili olarak algılanmıştır (Özdemir ve Aslan, 2017, s. 36). Söz konusu iki yeni katılım bankasının kısa sürede diğer katılım bankalarının büyüme oranlarını yakalayacağı ve geleneksel bankalardan müşteri çekerek katılım bankacılığı sektörünün kapasite artırımına olumlu katkı sağlayacakları öngörülmektedir (S&P Global Ratings, 2016, s. 47).

Tablo 5'te, katılım bankalarının tek tek ve genel olarak 2017 yılına ait başlıca bilanço kalemleri, aktif ve özsermaye kârlılığı ile personel ve şube sayılarına ilişkin bilgiler verilmiştir. Şekil 3'te katılım bankalarının 2005-2017 yılları arası aktif

büyüklikleri ve aktiflerinin tüm bankacılık sektörü içerisindeki oranına ait grafik görülmektedir. Şekil 4’te ise 2006-2017 yılları arası katılım bankalarının aktiflerinin büyüme oranları ile tüm bankacılık sektörünün aktiflerinin büyüme oranlarına ilişkin mukayeseli grafik yer almaktadır.

Tablo 5. Katılım Bankalarının Başlıca Finansal Büyüklükleri – 2017 Yılı (Bin TL¹³)

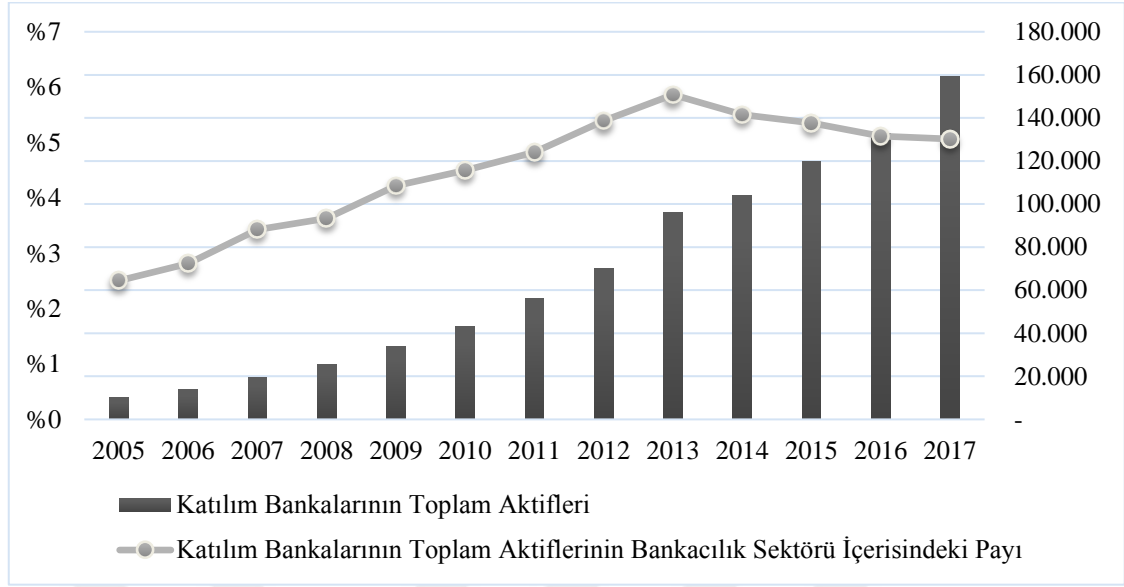
<i>Finansal Göstergeler</i>	Albaraka Türk	Kuveyt Türk	Türkiye Finans	Vakıf Katılım	Ziraat Katılım	Genel Toplam	Genel Toplam	% Değişim (16-17)
	2017	2017	2017	2017	2017	2017	2016	
<i>Toplanan Fonlar</i>	25.309.840	39.857.400	22.030.496	10.088.414	10.024.595	107.310.745	84.792.436	26,56
<i>Kullanılan Fonlar</i>	24.680.290	37.923.358	26.071.453	9.671.218	11.730.935	110.077.254	87.244.396	26,17
<i>Toplam Aktif</i>	36.229.077	57.123.095	39.080.897	13.210.145	14.350.143	159.993.357	128.971.335	24,05
<i>Özsermaye</i>	2.481.506	4.591.151	4.060.598	1.107.885	1.403.681	13.644.821	9.324.510	18,69
<i>Net Kâr</i>	237.093	673.991	375.360	138.132	158.902	1.583.478	1.093.754	43,24
<i>Personel Sayısı</i>	3.899	5.749	3.767	724	892	15.031	14.116	6,48
<i>Şube Sayısı</i>	220	399	289	63	63	1.034	966	7,04

Kaynak: TKBB, 2018.

Tablo 5’te görüldüğü üzere, Türkiye’de faaliyet gösteren 5 katılım bankası arasında Kuveyt Türk katılım bankası, tabloda yer alan tüm göstergelerde en yüksek değerlere sahip olan bankadır. 2016 ile 2017 yılları arasındaki dönemde, özellikle katılım bankalarının toplam net kârlarının %43 gibi yüksek bir oranla artış göstermesi dikkati çekmektedir.

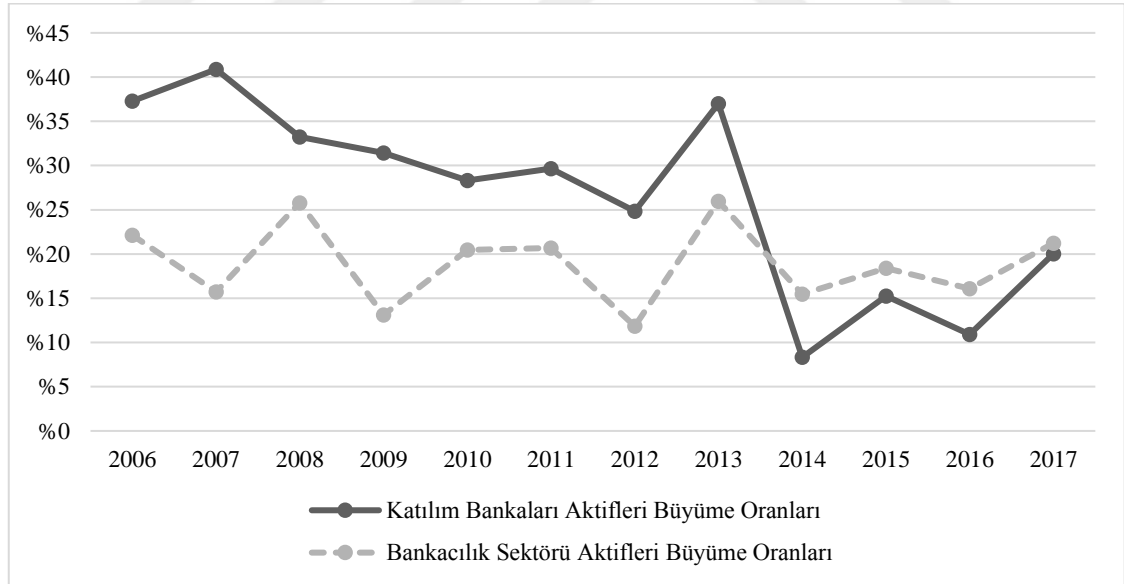
¹³ Türk Lirası

Şekil 4. Katılım Bankalarının Toplam Aktifleri – 2005-2017 (Milyon TL)



Kaynak: TCMB, 2018.

Şekil 5. Katılım Bankaları ve Tüm Bankacılık Sektörü Aktifleri Büyüme Oranları – 2006-2017



Kaynak: TCMB, 2018.

Şekil 4'te de görüldüğü gibi, 2017 yılı itibariyle katılım bankalarının toplam aktif büyüklükleri 160 milyar TL'yi bulmuştur. Katılım bankalarının toplam aktiflerinin, tüm bankacılık sektörü içerisindeki payına bakıldığında ise 2005 yılından 2013 yılına kadar

istikrarlı bir şekilde artan bu oranın, 2013 yılında yaklaşık %6 düzeyine kadar çıktığı görülmektedir. Ancak 2013 yılından itibaren bu oran düşmeye başlamış ve 2017 yılında %5 seviyesine kadar gerilemiştir. Bu durumun başlıca nedeni, Şekil 5’te de görüldüğü üzere genel bankacılık sektörünün 2013 yılından itibaren katılım bankalarından daha yüksek aktif büyüme oranları yakalamasıdır.

Türkiye, İslami finansa katılım bankaları bağlamında 80’li yıllardan bu yana aşına iken, söz konusu İslami sermaye piyasaları olunca Türkiye’nin dünyaya nazaran bu hususta atılması gereken adımları geç attığı görülmektedir. Türkiye’de İslami sermaye piyasası araçlarından sukuk ile ilgili ilk düzenleme 2010 yılında yapılmıştır. 1 Nisan 2010 tarihinde SPK tarafından “Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” yayınlanmıştır. Adı geçen tebliğde sukuk, kira sertifikası olarak tanımlanmıştır. Tebliğde tanımlanan şekliyle kira sertifikası, sukukun çeşitlerden biri olan icare sukuktur. Bu nedenle, yayınlanan tebliğ ile birlikte yalnızca icare sukuk ihracına ilişkin bir düzenlemeye gidildiği görülmektedir (Yakar, Kandır ve Önal, 2013, s. 84). 7 Haziran 2013 tarihinde yine SPK tarafından yayınlanan “Kira Sertifikaları Tebliği” ile 2010 yılında yayınlanan tebliğ yürürlükten kaldırılmıştır. Yapılan yeni düzenlemede sukuk yine kira sertifikası olarak adlandırılrsa da istisna sukuk, murabaha sukuk, mudarebe sukuk, müşareke sukuk, vekalet sukuk gibi diğer sukuk türlerinin de ihracına imkân tanınmıştır (*Turkey Islamic Finance Report 2014*, 2015, s. 94; Yardımcıoğlu, Ayriçay, Sabuncu ve Gerekli, 2014, s. 210). SPK’nın tebliğleriyle sermaye piyasaları bağlamında altyapısı düzenlenen sukukun, vergi boyutuna ilişkin de birtakım düzenlemelere gidilmiştir. 2011 yılında yürürlüğe giren 6111 sayılı “Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılması Hakkında Kanun” kapsamında, kira sertifikaları vergi mevzuatınca tanınmış, gelirlerine ilişkin alınacak stopaj, tahviller ile aynı kapsama alınmış ve ipotek, devir gibi işlemlerde damga vergisi ve harçlardan istisna edilmiştir (Yayla, 2011, s. 5). 2016 yılında yayınlanan 6728 sayılı “Yatırım Ortamının İyileştirilmesi Amacıyla Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” kapsamında yapılan düzenlemelerle ise 2013 yılında yayınlanan SPK tebliğinde ihracına izin verilen diğer sukuk türleri için benzer istisnalar getirilmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2016, s. 39).

Türkiye’de ilk sukuk ihracı, 2010 yılında Kuveyt Türk tarafından yapılmıştır. 100 milyon dolar değerindeki bu ihraç yoğun ilgi görmüş ve ihraç tutarının bir buçuk katı talep almıştır (Özeroğlu, 2014, s. 758). Devlet tarafından gerçekleştirilen ilk sukuk

ihracı ise 2012 yılında gerçekleşmiştir. Hazine Müsteşarlığı, 8 Eylül 2012 tarihinde 1,5 milyar dolarlık sukuk ihraç etmiştir. 2 Ekim 2012 tarihinde bu kez Türk Lirası cinsinden 1,6 milyar TL'lik sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir (Özdemir ve Aslan, 2017, s. 34–35). Şekil 5 ve Şekil 6'da özel sektör ve hazine tarafından yapılan sukuk ihraçlarının yıllar itibariyle büyüme oranlarına ait grafikler yer almaktadır.

Tablo 6. Özel Sektör (Katılım Bankaları) Tarafından Yapılan Sukuk İhraçları – 2010-2017

Yıl	İhraç Tutarı (Bin USD, MYR, TL)	Para Birimi	TL Karşılığı (Bin TL)	Toplam (Bin TL)
2010	100.000	USD	153.000	153.000
2011	350.000	USD	616.000	616.000
2013	700.000	USD	1.255.000	1.405.000
	150.000	TL	150.000	
2014	1.350.000	USD	2.877.000	4.031.000
	586.000	TL	586.000	
	800.000	MYR	568.000	
2015	250.000	USD	670.000	4.061.991
	2.574.091	TL	2.574.091	
	1.160.000	MYR	817.900	
2016	850.000	USD	2.586.000	5.944.614
	3.388.614	TL	3.358.614	
2017	6.873.000	TL	180.000	6.873.000
			Toplam	23.084.605

Kaynak: TKBB, 2018b.

Tablo 6'da, Türkiye'de 2010 ile 2017 yılları arasında özel sektör tarafından ihraç edilen sukuk tutarlarına yer verilmiştir. Bu yıllar arasında hem TL hem dolar hem de MYR para cinslerinden sukuk ihracı yapılmıştır. Özel sektör tarafından en yüksek sukuk ihracı, 6,8 milyar TL ile 2017 yılında yapılmıştır. Söz konusu süreçte özel sektör tarafından toplam yaklaşık 23 milyar TL değerinde sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir.

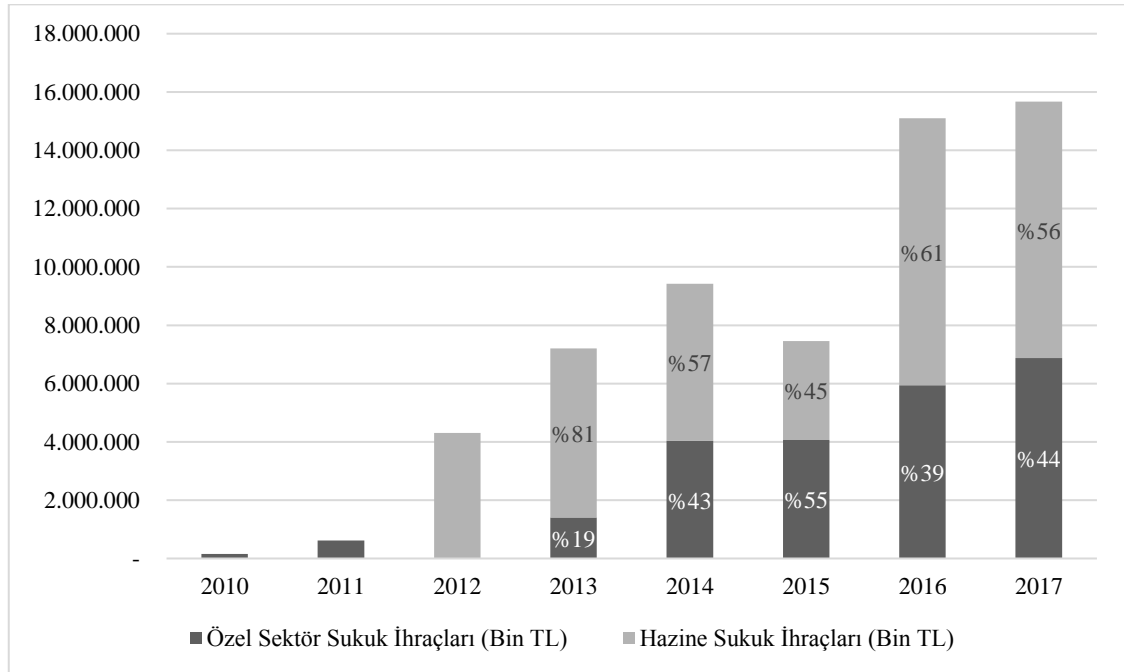
Tablo 7. Hazine Müsteşarlığı Tarafından Yapılan Sukuk İhraçları – 2012-2017

Yıl	İhraç Tutarı (Bin USD, TL)	Para Birimi	TL Karşılığı (Bin TL)	Toplam (Bin TL)
2012	1.500.000	USD	2.678.000	4.302.483
	1.624.483	TL	1.624.483	
2013	1.250.000	USD	2.472.000	5.804.627
	3.332.627	TL	3.332.627	
2014	1.000.000	USD	2.221.000	5.393.784
	3.172.784	TL	3.172.784	
2015	3.390.299	TL	3.390.299	3.390.299
2016	1.000.000	USD	2.889.000	9.151.257
	6.262.256	TL	6.262.257	
2017	4.259.965	TL	4.259.965	8.797.465
	1.250.000	USD	4.637.500	
Toplam				36.839.915

Kaynak: TKBB, 2018b.

Tablo 7’de, Hazine Müsteşarlığı tarafından 2012-2017 yılları arasında A.B.D. Doları ve TL cinsinden yapılan sukuk ihraçları görülmektedir. Bahsi geçen yıllar arasında Hazine Müsteşarlığı, 9,1 milyar TL’lik kısmı 2016 yılında olmak üzere toplam 36,8 milyar TL tutarında sukuk ihraç etmiştir.

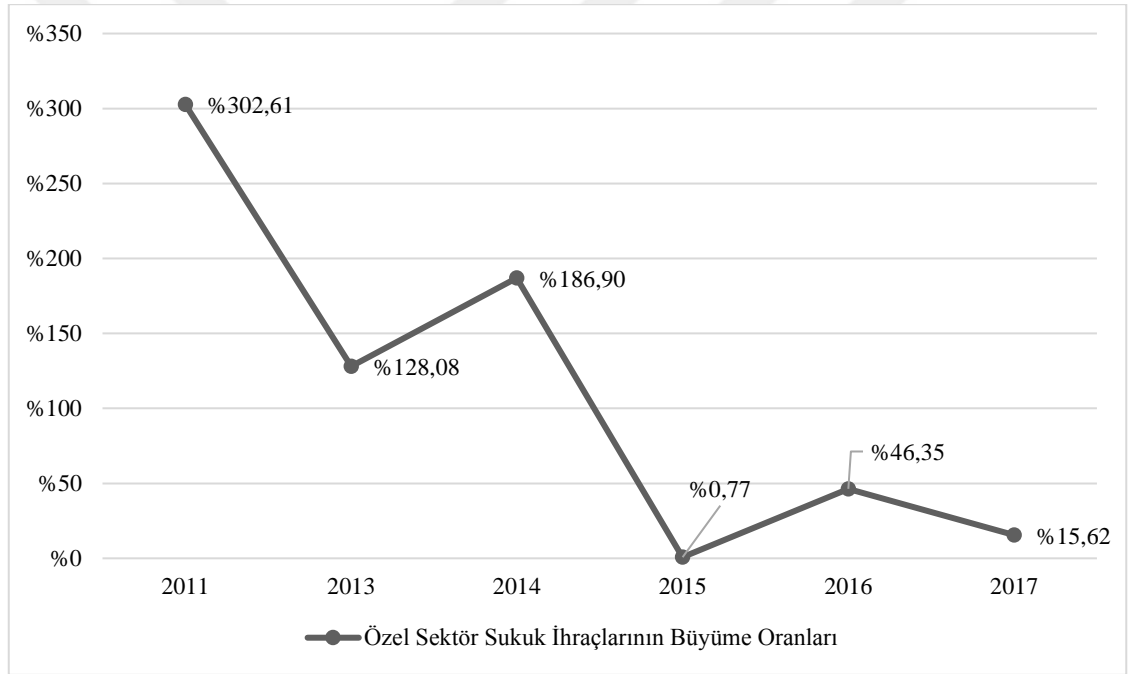
Şekil 6. Türkiye’de İhraç Edilen Sukuk Tutarları – 2010-2017



Kaynak: Tablo 6 ve Tablo 7’deki veriler kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 6’da, 2010-2017 yılları arasında özel sektör ve Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen toplam sukuk tutarları ve oransal dağılımları grafik şeklinde yer almaktadır. Şekilde de görüldüğü üzere, 2010 ve 2011 yıllarında yalnızca özel sektör tarafından sukuk ihracı gerçekleştirilmişken, 2012 yılında yalnızca Hazine Müsteşarlığı tarafından sukuk ihraç edilmiştir. 2013 yılından itibaren ise hem özel sektör hem de Hazine Müsteşarlığı tarafından sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. 2013 yılında Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan ihraçlar, toplam sukuk ihracının %81’ine tekabül ederken, bu oran 2014, 2015, 2016 ve 2017 yılları için sırasıyla; yaklaşık %57, %45, %61 ve %56 dolaylarındadır.

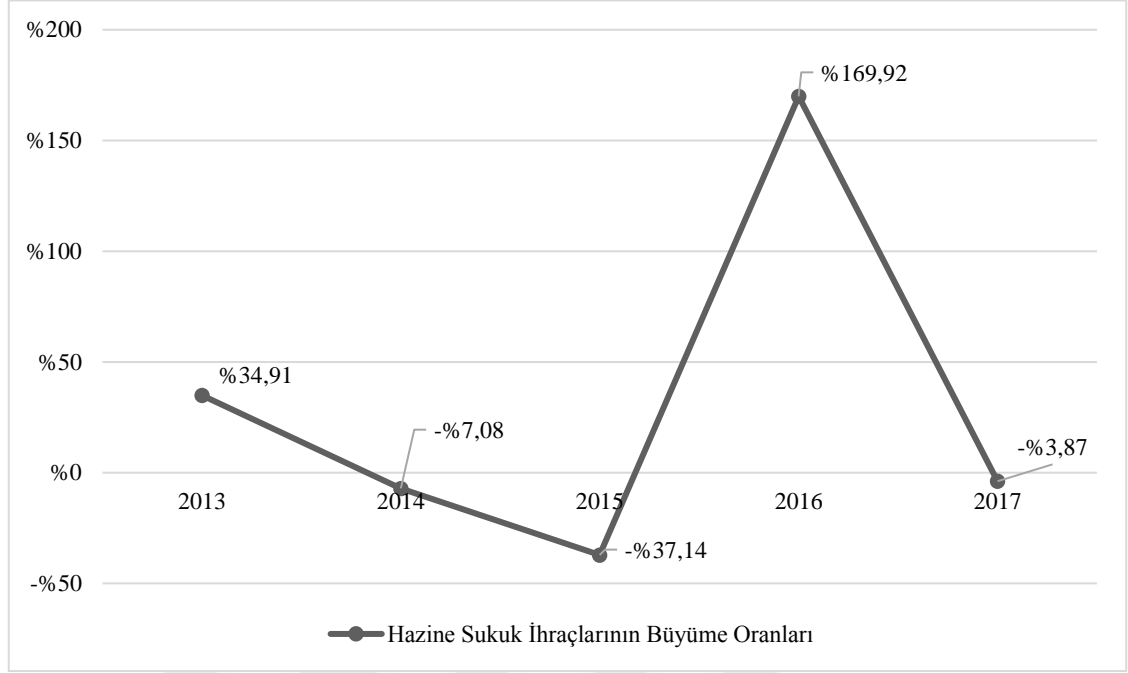
Şekil 7. Özel Sektör Sukuk İhraçlarının Büyüme Oranları – 2011-2017



Kaynak: Tablo 6’daki veriler kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 7’de 2011-2017 yılları arasındaki özel sektör sukuk ihraçlarının büyüme oranları görülmektedir. 2011 yılında büyüme oranı, %302 ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Sonraki yıllarda bu oranda düşüş gözlenirse de, büyüme oranının tüm yıllar için pozitif olduğu, başka bir ifadeyle özel sektör sukuk ihraçlarının her yıl arttığı anlaşılmaktadır.

Şekil 8. Hazine Sukuk İhraçlarının Büyüme Oranları – 2011-2017



Kaynak: Tablo 7’deki veriler kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 8’de 2011-2017 yılları arasında Hazine Müsteşarlığı tarafından gerçekleştirilen sukuk ihraçlarının büyüme oranları yer almaktadır. En yüksek büyüme oranı, %169 ile 2016 yılında yakalanmıştır. 2014, 2015 ve 2017 yıllarında ise negatif büyüme oranları gerçekleşmiştir. Dolayısıyla bu yıllarda, Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen sukuk tutarlarında düşüş yaşanmıştır.

İslami sermaye piyasalarının en önemli araçlarından hisse senedi piyasaları ve yatırım fonlarının Türkiye’deki gelişimine bakıldığında ilk göze çarpan gelişme, Dow Jones tarafından 2004 yılında “Dow Jones İslami Piyasa Türkiye Endeksi (Dow Jones Islamic Market Turkey Index)” isimli hisse senedi endeksinin yayınlamış olmasıdır. Söz konusu endeks, Bizim Menkul Değerler portföy yönetim şirketi tarafından, endeks yatırım fonu olarak 2006 yılında yönetilmeye başlanmıştır (*Turkey Islamic Finance Report 2014, 2015, s. 85*). 2011 yılında ise Bizim Menkul Değerler kendi İslami hisse senedi endeksini oluşturmuştur. Katılım 30 isimli endekste; DJ, FTSE, S&P gibi diğer endeks sağlayıcıların yaptığı gibi İslami filtreleme adı verilen çeşitli kriterlerin süzgecinden geçirilen Borsa İstanbul’a kote şirketlerden en uygun 30’u yer almaktadır (Özdemir ve Aslan, 2017, s. 35). 2014 yılında ise bu kez yine Bizim Menkul Değerler tarafından Katılım 50 endeksi yayınlanmıştır. Katılım 30 ile aynı kriterleri baz alan

endeksin Katılım 30 Endeksi'nden farkı, endekste 30 yerine 50 şirketin paylarının yer alıyor olmasıdır. Söz konusu endekslerin yanı sıra, katılım fonları da Türkiye'de İslami sermaye piyasalarına yatırım yapmak isteyenlerin kullanabildiği yatırım araçlarındandır. SPK'nın "Yatırım Fonlarına Esaslar Tebliği"nde, "Katılım Şemsiye Fonu" olarak adlandırılan fonlar; portföyünün tamamı devamlı olarak, kira sertifikaları (sukuk), katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile SPK tarafından uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonları kapsayan şemsiye fonlar olarak tanımlanmıştır (SPK, 2013, m. 6/4c). 2018 yılı temmuz ayı itibariyle Türkiye'de toplam 30 katılım şemsiye fonu işlem görmektedir. Tablo 8'de, 2018 temmuz ayı itibariyle tüm yatırım fonu türlerinin işlem hacimleri ve toplam yatırım fonları içerisindeki payları yer almaktadır.

Tablo 8. Yatırım Fonu Türlerinin İşlem Hacmi Büyüklükleri – 2018

Fon Türü	İşlem Hacmi (TL)	Oran (%)
Borçlanma Araçları Şemsiye Fonu	5.965.410.698,02	36,77
Değişken Şemsiye Fonu	5.030.633.833,26	31,00
Hisse Senedi Şemsiye Fonu	2.013.232.123,14	12,41
Katılım Şemsiye Fonu	1.330.610.321,59	8,20
Fon Sepeti Şemsiye Fonu	1.240.119.548,74	7,64
Kıymetli Madenler Şemsiye Fonu	463.839.225,73	2,86
Para Piyasası Şemsiye Fonu	129.109.265,77	0,80
Karma Şemsiye Fonu	52.370.588,68	0,32
Toplam	16.225.325.604,93	100,00

Kaynak: TEFAS, 2018a.

Tablo 8'de görüldüğü üzere, Türkiye'de yatırım fonlarının toplam işlem hacmi 16 milyar TL'yi aşmıştır. Katılım şemsiye fonlarının toplam işlem hacmi ise 1,3 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır. Bu tutar, tüm yatırım fonlarının işlem hacmi toplamının %8'ini oluşturmaktadır.

İslami finansın önemli uygulama alanlarından birisi olan İslami sigortacılık, İslami finans literatüründeki ismi ile tekafül alanında Türkiye'nin henüz başlangıç seviyesinde olduğu söylenebilir. Zira Türkiye'de tekafül sistemi ile ilgili ilk düzenlemenin tarihi 2017 yılıdır. Bu tarihte Hazine Müsteşarlığı "Katılım Sigortacılığı Çalışma Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik"i yayınlamıştır. Söz konusu yönetmelikte tekafül sistemi "Katılım Sigortacılığı" olarak adlandırılmıştır. Bu tarihe

kadar faaliyet gösteren tekafül şirketleri, halihazırda sigortacılık alanını düzenleyen mevzuata tabi olarak işlemlerini yürütmüşlerdir. Bu bağlamda ülkede, 2017 yılı itibarıyla tekafül ilkelerini esas alarak faaliyet gösteren üç şirket bulunmaktadır. Türkiye'nin ilk tekafül şirketi 2009 yılında kurulan Neova Sigorta'dır. Daha sonra 2011 yılında Asya Emeklilik kurulmuştur (Aslan, 2015, s. 106–108). İlerleyen süreçte TMSF'ye devredilen şirket, 2016 yılında Türkiye Tarım Kredi Kooperatifleri tarafından satın alınmış ve 2017 yılında ismi Bereket Emeklilik olarak değiştirilmiştir (Türkiye Tarım Kredi Kooperatifleri, 2016). 2013 yılında ise Al Baraka Türk ve Kuveyt Türk ortaklığıyla Katılım Emeklilik kurularak faaliyetlerine başlamıştır (Katılım Emeklilik, 2017). Bu gelişmelerin yanı sıra, Türkiye'de tekafül ilkelerini esas alarak faaliyet gösteren sigorta şirketlerini bir dernek çatısı altına almak ve uluslararası standartlara göre faizsiz sigortacılığın gelişime ve büyümesine katkı sağlamak amacıyla 2014 yılında Katılım Sigortacılığı Derneği teşkil edilmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2016, s. 54).

Türkiye, İslami finans alanında gösterdiği gelişimini sürdürmek ve sahip olduğu potansiyeli başarı ve büyümeye dönüştürmek için çalışmalarına devam etmektedir. Bu bağlamda, 2013 yılında BDDK ve TKBB'nin ev sahipliğinde “Katılım Bankacılığı ve Faizsiz Finans Çalıştayı” düzenlenmiş, söz konusu çalıştay temel sektör dinamiklerinin belirlenmesi ve gerekli altyapıların oluşturulmasını sağlama yolunda somut önerilerin ortaya konulmasına vesile olmuştur. 2014 yılında Kalkınma Bakanlığı'nın hazırladığı, hedefleri; “İstanbul'un dünyada ilk 25 küresel finans merkezi içerisinde yer alması, Türkiye'nin finansal gelişmişlik açısından ilk 30 ülke içerisinde yer alması ve finansal hizmetler sektörünün gayri safi yurtiçi hasıla içerisindeki payının %6'ya yükselmesi” olan “İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Programı Eylem Planı” içerisinde 7 alt bileşenden birisi de “Katılım Bankacılığı ve Faizsiz Finans Sisteminin Geliştirilmesi” olarak belirlenmiştir (Kalkınma Bakanlığı, 2014, s. 1–3; TKBB, 2015, s. 23). Bu gelişmeler doğrultusunda 2015 yılında Hazine Müsteşarlığı'nın bünyesinde, tüm alt uygulama alanları ile birlikte İslami finansın hızlı ve sağlıklı bir şekilde geliştirilmesi amacıyla Faizsiz Finans Koordinasyon Kurulu kurulmuştur. Kurulun üyeleri; Kalkınma Bakanlığı Müsteşarı, Maliye Bakanlığı Müsteşarı, Hazine Müsteşarı, TCMB Başkanı, BDDK Başkanı, SPK Başkanı, Borsa İstanbul Genel Müdürü, TKBB Başkanı ve Katılım Sigortacılığı Derneği Başkanı'dır (Hazine Müsteşarlığı, 2017). Ayrıca Türkiye, ana amaçları altyapı yatırımlarına fon sağlamak ve katılım bankaları için likidite yaratmak olan bir İslami Mega Bank projesi üzerinde İKB ile birlikte çalışmalarını

sürdürmektedir. Türkiye bu noktada İKB içerisinde inisiyatif almakta ve bankanın Türkiye’de kurulması için yoğun çaba sarf etmektedir. Projenin gerçekleştirilmesi halinde, İslami finans sektörünün yeni bölgelere, ülkelere erişimi ve potansiyelinin harekete geçirilmesi noktasında yeni fırsatlar yaratılacağı düşünülmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2016, s. 71). BDDK tarafından, “Faizsiz Finans Kanunu” hazırlama çalışmaları sürdürülmektedir. Bu doğrultuda 2017 yılının Eylül ayında İstanbul Üniversitesi tarafından düzenlenen “Türkiye’de Faizsiz Finans Sektörü İçin Yasal Çerçeve Sempozyumu”nda, BDDK tarafından hazırlanan “Faizsiz Finans Kanunu Taslağı” katılımcıların değerlendirmesine sunulmuştur (BDDK, 2017). Son olarak, 2018 yılı içerisinde, Türkiye’deki İslami finans kuruluşlarının faaliyetlerinin İslami kurallara uyumunun sağlanması, bu husustaki çok başlılığın ortadan kaldırılması adına TKBB bünyesinde BDDK’nın 22.02.2018 tarih ve 7736 sayılı kararıyla Merkezi Danışma Kurulu kurulmuştur (TKBB, 2018c). TKBB, 02.04.2018 tarihinde “Danışma Kurulunun Oluşumu, Görev, Çalışma Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ”i yayınlamıştır. Tebliğe göre beş üyeden oluşan kurulun üyelerinin üç tanesinin İslami bilimler alanında doktora derecesine sahip olması, bir tanesinin Din İşleri Yüksek Kurulu üyeleri arasından Diyanet İşleri Başkanlığı tarafından önerilen aday/adaylar arasından olması ve bir tanesinin işletme, iktisat, maliye, bankacılık, hukuk ve dengi dallarda lisans veya lisansüstü diplomaya ve katılım bankacılığı alanında en az yedi yıl yönetici deneyimine sahip olması gerekmektedir (TKBB, 2018d, m. 4/3). Tablo 9’da, Türkiye’de İslami finans alanında yaşanan önemli gelişmelere kronolojik sıra ile yer verilmiştir.

Tablo 9. Türkiye’de İslami Finans Alanında Yaşanan Önemli Gelişmeler

Yıl	Gerçekleşen Olay
1983	• Özel Finans Kurumları ile İlgili Bakanlar Kurulu Kararı
1985	• Al Baraka Türk ve Faisal Finans Kurumu’nun Kurulması
1989	• Kuveyt Türk Finans Kurumu’nun Kurulması
1991	• Anadolu Finans Kurumu’nun Kurulması
1995	• İhlas Finans Kurumu’nun Kurulması
1996	• Asya Finans Kurumu’nun Kurulması
1999	• ÖFK’ların Bankalar Kanunu Kapsamına Alınması
2001	• Özel Finans Kurumları Birliği’nin Kurulması • Faisal Finans Kurumu’nun İsmi Family Finans Olarak Değiştirilmesi
2005	• 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nun Yayınlanması • ÖFK’ların isminin “Katılım Bankası” Olarak Değiştirilmesi • Özel Finans Kurumları Birliği’nin İsmi Türkiye Katılım Bankaları Birliği Olarak Değiştirilmesi • Faisal Finans ve Anadolu Finans’ın Türkiye Finans Katılım Bankası Adı Altında Birleşmeleri
2009	• İlk Katılım Sigortacılığı Şirketi Neova Sigorta’nın Kurulması
2010	• Sukuk ile İlgili İlk Düzenlemenin SPK Tarafından Yapılması • Kuveyt Türk Tarafından İlk Sukuk İhracının Yapılması
2011	• Katılım 30 Endeksi’nin Yayınlanması • İhlas Finans’ın İflası
2012	• Hazine Müsteşarlığı Tarafından İlk Devlet Sukuku İhracının Yapılması
2013	• SPK Tarafından Sukuk ile İlgili İkinci Bir Tebliğ Yayınlanarak 2010’daki Düzenlemenin Yürürlükten Kaldırılması • Katılım Bankacılığı ve Faizsiz Finans Çalıştay’ının Düzenlenmesi
2014	• Katılım 50 Endeksi’nin Yayınlanması • Katılım Sigortacılığı Derneği’nin Kurulması • İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Programı Eylem Planı İçerisine Katılım Bankacılığı ve Faizsiz Finans Sisteminin Geliştirilmesinin Dahil Edilmesi
2015	• Ziraat Katılım’ın Kurulması • Bank Asya’nın TMSF’ye Devredilmesi • Faizsiz Finans Koordinasyon Kurulu’nun Kurulması
2016	• Vakıf Katılım’ın Kurulması
2017	• Katılım Sigortacılığı ile İlgili İlk Düzenlemenin Hazine Müsteşarlığı Tarafından Yapılması • BDDK Tarafından Faizsiz Finans Kanun Taslağının Hazırlanması
2018	• BDDK Tarafından TKBB Bünyesinde Merkezi Danışma Kurulu’nun İhdas Edilmesi • TKBB Tarafından Danışma Kurulunun Oluşumu, Görev, Çalışma Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ’in Yayınlanması

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

3. İSLAMİ SERMAYE PİYASALARI

Finansal sistemin en önemli unsurlarından birisi olan sermaye piyasaları, bir yıl ve daha uzun vadeli borçlanma araçları ile hisse senetlerinin alınıp satıldığı finansal piyasalardır (Mishkin ve Eakins, 2012, s. 20). Sermaye piyasalarının finansal sistemin bankacılık sistemi vb. diğer unsurlarından ayrılan en önemli özelliği, fon talep eden işletmelerin bu fonlara ilk elden erişimine imkân vermesidir. Başka bir ifadeyle sermaye piyasaları, fon arz edenlerle talep edenlerin doğrudan bulaşabildikleri bir piyasa olma özelliği göstermektedir (Bacha ve Mirakhor, 2013, s. 39). Sermaye piyasalarının bir diğer önemli özelliği ise tasarrufları uzun vadeli yatırımlarla buluşturuyor olmasıdır. Bu sayede devletler ve reel sektör için uzun vadeli projeler düşük maliyetle finanse edilirken, yatırımcılar açısından da uzayan vade ve artan risk beraberinde yüksek getiri sağlamaktadır (Mishkin ve Eakins, 2012, s. 279). Sermaye piyasalarını en basit haliyle hisse senedi piyasası ve borçlanma araçları piyasası olarak ikiye ayırmak mümkündür. Hisse senedi piyasasının altında hisse senedi borsaları (endeksler) ve yatırım fonları yer alırken, borçlanma araçları piyasası tahvil ve türev ürünlerden oluşmaktadır (Rizvi ve diğerleri, 2016, s. 48).

İslami sermaye piyasaları ise özünde geleneksel sermaye piyasaları ile aynı işlevleri yerine getiren piyasalardır. Aradaki temel farklılık, İslami sermaye piyasalarında işlem gören araçların İslami kurallara uygun olarak yapılandırılmış olmasıdır. İslam'a uygunluk kriterlerinin başında, söz konusu varlıkların faizden arındırılmış olarak risk paylaşımı ve varlığa dayalı olma ilkelerine uyum göstermeleri gelmektedir (Bacha ve Mirakhor, 2014, s. 286). İslami sermaye piyasaları da tıpkı geleneksel sermaye piyasaları gibi hisse senedi piyasaları ve borçlanma piyasaları olarak sınıflandırılabilir. İslami hisse senedi endeksleri ve İslami yatırım fonları hisse senedi piyasasının unsurlarıyken, borçlanma araçları piyasasının unsurları sukuk (kira sertifikası) ve İslami türev ürünlerdir.

3.1. İslami Hisse Senedi Piyasaları

Hisse senedi yatırımları yatırımcılara, şirketler üzerinde pay sahibi olma ve böylelikle oy kullanma, şirket yönetimine katılma, kârdan pay alma gibi birtakım haklar

sağlayan bir yatırım türüdür. Şirkete borç verenler, şirketin finansal durumuna bakılmaksızın verdikleri anapara ve faizi vade sonunda talep ederken, hisse senedi yatırımcıları şirketin kâr edememesi durumunda bir gelir elde edememektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 444). Bu bağlamda hisse senedi yatırımları, İslam'ın faiz yasağı ve risk paylaşımı ilkelerine en uygun yatırım araçlarından birisidir (Bacha ve Mirakhor, 2014, s. 290).

İslami hisse senedi piyasaları, geleneksel hisse senedi piyasalarında işlem gören hisse senetlerinin belirli ölçütler dairesinde filtrelenerek, aralarından İslam'a uygun hisse senetlerinin seçildiği ve bu hisse senetlerine yatırım yapılmasına imkân veren, İslami hisse senedi endeksleri ve İslami yatırım fonlarından oluşan bir piyasa türü olarak tanımlanabilir. Zira, hisse senedi yatırımları temel mantığı çerçevesinde İslam'a uygun olsa da hisse senedine yatırım yapılacak şirketin faaliyet alanı ve varlıklarını ne şekilde değerlendirdiği gibi hususlar, hisse senedi yatırımlarını İslami kurallara aykırı bir hüviyete büründürebilmektedir (Rizvi ve diğerleri, 2016, s. 54).

3.1.1. İslami Hisse Senedi Endeksleri

Geleneksel hisse senedi piyasalarında işlem gören hisse senetlerinin tamamı, İslam'ın izin verdiği alanlarda faaliyet gösteren şirketlere ait değildir. Bununla birlikte faaliyet alanı açısından İslami kurallara zıt düşmeyen şirketlerin aktif ve pasiflerinin nerelere yatırıldığı ya da nerelerden elde edildiği, bu şirketlere ait hisse senetlerinin İslami kurallara uygun bir yatırım aracı olma vasfını taşıyıp taşımadığını belirleyen hususlardır. Bu bağlamda, Müslüman yatırımcıların dini hassasiyetlerini göz bulundurarak geleneksel hisse senedi piyasalarında işlem gören hisse senetlerini İslami kurallar baz alınarak oluşturulan filtreleme ölçütleri ile eleyip, bu eleme neticesinde uygun hisse senetlerinden teşkil edilen İslami hisse senedi endeksleri, çeşitli endeks sağlayıcıları ve borsalar tarafından 1990'ların sonundan itibaren yayınlanmaya başlamıştır.

İslami hisse senedi endekslerinin filtreleme ölçütleri, temel olarak faaliyet alanı ölçütleri ve finansal ölçütler olmak üzere iki ana kategori altında sınıflandırılabilir. Hisse senedinin ortaklık payını temsil ettiği şirketin faaliyet alanı, İslam'ın yasakladığı; domuz yetiştiriciliği, alkol üretimi ve satışı, tütün üretimi ve satışı, kumar, faiz tabanlı geleneksel finansal faaliyetler, vadeli altın ve gümüş alım-satımı, müstehcen içerik

barındıran reklamcılık ve yayıncılık gibi alanlardan birisinin içerisinde olmamalıdır. (Ho, Abd Rahman, Yusuf ve Zamzamin, 2014, s. 111). Şirketin kendisi bu alanların birinde faaliyet göstermemekle birlikte, iştirakleri ya da bağlı olduğu holding İslam'a aykırı alanlardan birinde faaliyet gösteriyor ise şirket İslami hisse endeksi içerisinde yer alamamaktadır (Alhabshi, 1994, s. 7). Faaliyet alanına göre endekste bulunmasında sakınca bulunmayan şirketler, bu kez finansal ölçütlerin filtrelemesine tabi tutulur. Finansal ölçütler, ideal olarak şirketlerin hiçbir şekilde geleneksel bankaların vadeli hesaplarında mevduat bulundurma, faizli kredi kullanımı gibi işlemlerde bulunmamalarını gerektirmektedir. Ancak kuralın bu şekilde işletilmesi halinde geriye çok az şirketin kalacak olması ve bu durumun çeşitlendirme imkânını azaltacağı, dolayısıyla hisse yatırımlarının riskini yükselteceği gibi saiklerle finansal ölçütler endeks sağlayıcıları tarafından daha esnek bir şekilde uygulanmaktadır (El Khamlichi, Sannajust ve Sarkar, 2014, s. 70). Finansal ölçütler pratikte, şirketin borç/özsermaye oranı, alacak/özsermaye oranı gibi birtakım finansal oranlarının belirlenen eşik değerlerle karşılaştırılması ve oranları eşik değerlerle uyumlu olan şirketlerin endekste kalması biçiminde işlemektedir (Ho ve diğerleri, 2014, s. 111). Şunu da belirtmekte fayda var ki, bir şirketin bir kez İslami hisse senedi endeksine girmesi, ilanihaye endekste kalacağı anlamına gelmemektedir. Endeks sağlayıcıları tarafından endekste yer alan şirketler belirli dönemlerde tekrar gözden geçirilmekte ve ölçütleri karşılamayan şirketler endeksten çıkarılarak yerlerine varsa şartları sağlayan diğer şirketler eklenmektedir. Burada temel özellikleri belirtilen endeks kriterleri, her ne kadar benzerlik gösterebilir de her endeks sağlayıcı tarafından şer'î danışma kurullarının verdikleri tavsiyeler doğrultusunda farklı şekillerde uygulanmaktadır. Bu nedenle ilerleyen başlıklarda bu çalışma kapsamında yayınladıkları endeksleri incelenen Dow Jones, FTSE, MSCI ve Bizim Menkul Değerler ile çalışma kapsamına girmese de önemli endeks sağlayıcılardan birisi olan S&P'nin filtreleme ölçütleri ayrıntılı olarak incelenecektir.

3.1.1.1. Dow Jones İslami Endeksleri Filtreleme Ölçütleri

Dow Jones, dünya üzerinde ilk kez bir İslami hisse senedi endeksi oluşturan ve yayınlayan endeks sağlayıcı olarak kabul edilmektedir. Şirket ilk olarak 1999 yılında Dow Jones İslami Piyasa (DJİP) Endeksi'ni yayınlamıştır (Rizvi ve Arshad, 2014, s. 160). İlerleyen yıllar içerisinde Dow Jones İslami endeks ailesi genişlemiş ve küresel,

bölgesel ve ülke çapında endeksler ile sektör ve piyasa değeri bazlı pek çok endeks yayınlanmıştır. Tablo 10’da Dow Jones tarafından yayınlanan ve halihazırda işlem gören endekslerden bir kısmı görülmektedir.

Tablo 10. Dow Jones İslami Piyasa Endeks Ailesi

Dow Jones Küresel ve Bölgesel İslami Endeks Ailesi		
Dow Jones İslami Piyasa Dünya Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa Asya/Pasifik Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa Japonya Hariç Asya/Pasifik Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa ASEAN (Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği) Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa Gelişmiş Piyasalar Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa Japonya Hariç Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa Avrupa Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa GCC Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa Suudi Arabistan Hariç GCC Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa Büyük Çin Bölgesi Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa Mena Endeksi		
Dow Jones Güvenilir Hisse Senetleri (Blue-Chip) İslami Endeks Ailesi		
Dow Jones İslami Piyasa CHIME (Çin, Hindistan, MENA) 100 Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa Çin/Hong Kong Titan 30 Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa Uluslararası Titan 100 Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa Malezya Titan 25 Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa Titan 100 Endeksi		
Dow Jones Strateji ve Tematik İslami Endeks Ailesi		
Dow Jones İslami Piyasa BRC (Brezilya, Rusya ve Çin) Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) Eşit Ağırlıklı Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa Küresel Gayrimenkul Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa Sürdürülebilirlik Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa A.B.D. Büyüme Endeksi		
Dow Jones İslami Piyasa A.B.D. Değer Endeksi		
Dow Jones Ülke İslami Endeksleri Ailesi		
DJİP A.B.D. Endeksi	DJİP Hollanda Endeksi	DJİP Norveç Endeksi
DJİP Almanya Endeksi	DJİP Hong Kong Endeksi	DJİP Pakistan Endeksi
DJİP Avustralya Endeksi	DJİP İngiltere Endeksi	DJİP Peru Endeksi
DJİP Avusturya Endeksi	DJİP İrlanda Endeksi	DJİP Polonya Endeksi
DJİP BAE Endeksi	DJİP İtalya Endeksi	DJİP Portekiz Endeksi
DJİP Bahreyn Endeksi	DJİP İspanya Endeksi	DJİP Romanya Endeksi
DJİP Belçika Endeksi	DJİP İsveç Endeksi	DJİP Rusya Endeksi
DJİP Brezilya Endeksi	DJİP İsviçre Endeksi	DJİP Singapur Endeksi
DJİP Bulgaristan Endeksi	DJİP Japonya Endeksi	DJİP Slovenya Endeksi
DJİP Çekya Endeksi	DJİP Kanada Endeksi	DJİP Sri Lanka Endeksi
DJİP Çin Endeksi	DJİP Katar Endeksi	DJİP Suudi Arabistan Endeksi
DJİP Danimarka Endeksi	DJİP Kolombiya Endeksi	DJİP Şili Endeksi
DJİP Endonezya Endeksi	DJİP Kuveyt Endeksi	DJİP Tayland Endeksi
DJİP Estonya Endeksi	DJİP Letonya Endeksi	DJİP Tayvan Endeksi
DJİP Fas Endeksi	DJİP Litvanya Endeksi	DJİP Tunus Endeksi
DJİP Filipinler Endeksi	DJİP Lüksemburg Endeksi	DJİP Türkiye Endeksi
DJİP Finlandiya Endeksi	DJİP Macaristan Endeksi	DJİP Umman Endeksi
DJİP Fransa Endeksi	DJİP Malezya Endeksi	DJİP Ürdün Endeksi
DJİP Güney Afrika Endeksi	DJİP Meksika Endeksi	DJİP Yeni Zelanda Endeksi
DJİP Güney Kore Endeksi	DJİP Mısır Endeksi	DJİP Yunanistan Endeksi
DJİP Hindistan Endeksi		

Kaynak: Dow Jones, 2018, s. 28.

I. Faaliyet Alanına İlişkin Ölçütler

Dow Jones şer'i danışma kurulunun vermiş olduğu fetva uyarınca, aşağıda yazılı olan faaliyet alanları, İslami kurallar çerçevesinde faaliyet gösterilemeyecek alanlardır. Bu bağlamda elde ettiği gelirin %5'lik kısmı bu faaliyet alanlarından sağlanan şirketler, Dow Jones İslami hisse senedi endekslerinin dışında tutulmaktadır. Söz konusu faaliyet alanları şunlardır (Dow Jones, 2018, s. 26);

- Alkol,
- Tütün,
- Domuz ve domuz içeren ürünler (domuz yağı vb.),
- Geleneksel finans hizmetleri (bankacılık, sigortacılık vb.),
- Silah ve savunma,
- Eğlence (otelcilik, kumar, sinema, müstehcen içerikli yayınlar, müzik vb.).

Dow Jones tarafından, sayılan bu faaliyet alanlarından tütün ile silah ve savunma alanlarının uygun olmayan sektörler olarak belirlenmesi ile ilgili olarak; her ne kadar bu sektörlerin gayri İslami olup olmadığı ile ilgili olarak İslam alimleri arasında bir ittifak mevcut değilse de şer'i danışma kurulunun bu faaliyet alanlarında faaliyet gösteren şirketlerin endeks dışında kalmalarının daha doğru olacağını tavsiye ettiği belirtilmiştir. Finansal hizmetler ile ilgili olarak ise İslami finans kuruluşu hüviyetindeki katılım bankalarının ve katılım sigortacılığı şirketlerinin endekste yer almasında bir mahzur olmadığı altı çizilen hususlardandır (Dow Jones, 2018, s. 26).

II. Finansal Ölçütler

Faaliyet alanına ilişkin ölçütlere göre filtrelemeyi geçemeyen şirketlerin elenmesinin ardından geriye kalan şirketler, aşağıda sayılan finansal oranlara göre değerlendirmeye tabi tutulmaktadır. Söz konusu oranların şer'i danışma kurulu tarafından belirlenen seviyelerin üzerinde olması durumunda, ilgili şirket endeks dışında tutulmaktadır. Dow Jones'un filtrelemede kullandığı finansal oranlar şu şekildedir (Dow Jones, 2018, s. 26);

- Toplam Borç / Son 24 Aylık Ortalama Piyasa Değeri
- Nakit + Faiz İçeren Menkul Kıymetler / Son 24 Aylık Ortalama Piyasa Değeri
- Alacaklar / Son 24 Aylık Ortalama Piyasa Değeri

Sayılan bu finansal oranların tümü için belirlenen eşik değer %33'tür. Şirketin Dow Jones İslami hisse senedi endeksine girebilmesi için, bu oranların %33'den düşük olması gerekmektedir. Bir önceki değerlendirme döneminde finansal ölçütleri karşılayan bir hisse senedi, en son değerlendirme döneminde oranlarından herhangi birini en fazla %2 oranında aşması durumunda, endekste kalmaya devam eder. Ancak, oranların art arda gelen üç değerlendirme döneminde de eşik değeri aşması halinde, hisse senedi endeksten çıkartılır. %2'den daha yüksek bir aşım olur ise, endeksten çıkartım işlemi tespit edilen dönemde gerçekleştirilir. Finansal ölçütleri karşılamayan bir hisse senedinin tekrar endekse alınma süreci ise şu şekilde işlemektedir; bir önceki değerlendirme döneminde uygun görülmeyen bir hisse senedi, son değerlendirme döneminde eşik değerini %2'yi aşmayacak şekilde geçerse, o değerlendirme dönemi için endeks dışında kalmaya devam eder. Bununla birlikte söz konusu hisse senedi art arda gelen üç değerlendirme dönemi boyunca %33'lük eşik değerini aşmazsa, yeniden endekse dahil edilir. Son değerlendirme döneminde tüm oranların %33'ün altında kalması durumunda ise endekse geri alınma işlemi o dönem içerisinde ivedilikle gerçekleştirilir (Dow Jones, 2018, s. 26–27).

Dow Jones İslami hisse endekslerinde yer alan şirketlerin ölçütleri karşılayıp karşılayamadıklarının değerlendirmesi, üçer aylık periyotlarda yapılmaktadır. Değerlendirme hem faaliyet alanı hem de finansal ölçütler üzerinden yapılmakta ve değerlendirmeyi geçemeyen şirketlerin hisse senetleri endeksten çıkartılmaktadır (Dow Jones, 2018, s. 17).

3.1.1.2. FTSE İslami Endeksleri Filtreleme Ölçütleri

FTSE Grubu, Dow Jones ile birlikte İslami hisse senedi piyasalarında faaliyet gösteren öncü endeks sağlayıcılardan bir tanesidir. Zira şirket Dow Jones'un hemen ardından aynı yıl içerisinde (1999) FTSE Küresel İslami endeksini yayınlamıştır (El Khamlichi, Sannajust ve Sarkar, 2014, s. 70). FTSE İslami endeks ailesinde yine Dow Jones gibi küresel, bölgesel ve ülke çapında endeksler yer almaktadır. Tablo 11'de FTSE tarafından yayınlanan ve piyasalarda işlem gören endekslerden bir kısmı yer almaktadır.

Tablo 11. FTSE İslami Endeks Ailesi

Endeks İsmi	Endeks Tipi	Kapsamı
FTSE Şer'i Küresel Hisse Senedi Endeksi	Küresel	Küresel
FTSE SGX Şer'i Endeksi	Bölgesel	Asya/Pasifik
FTSE NASDAQ Dubai Şer'i Endeksi	Bölgesel	Katar ve Kuveyt
FTSE Bursa Malezya EMAS Şer'i Endeksi	Ülke	Malezya
FTSE Bursa Malezya Hijrah Şer'i Endeksi	Ülke	Malezya
FTSE/JSE Şer'i 40 Endeksi	Ülke	Güney Afrika
FTSE SET Şer'i Endeksi	Ülke	Tayland
FTSE TWSE Tayvan Şer'i Endeksi	Ülke	Tayvan

Kaynak: FTSE, 2018, s. 7.

I. Faaliyet Alanına İlişkin Ölçütler

Bir hisse senedinin FTSE Grubu'nun yayınladığı İslami hisse senedi endekslerinde birinde yer alabilmek için faaliyet göstermemesi gereken alanlar şunlardır (FTSE, 2018, s. 4);

- Alkol,
- Tütün,
- Domuz ve domuz içeren ürünleri üretimi (domuz yağı vb.) ve domuz içeren ürünlerin işlenmesi ile paketlenmesi,
- Helal olmayan gıdaların üretimi ve helal olmayan gıdaların işlenmesi ile paketlenmesi,
- Katılım bankacılığı hariç geleneksel finans hizmetleri (bankacılık, sigortacılık vb.),
- Silah ve savunma,
- Eğlence (kumar, müstehcen içerikli yayınlar vb.).

II. Finansal Ölçütler

Faaliyet alanına ilişkin ölçütler ile yapılan filtrelemenin ardından geriye kalan şirketler, şer'i danışma kurulunun belirlediği şu finansal oranlara göre finansal ölçütlerin filtrelemesine tabi tutulur (FTSE, 2018, s. 4);

- Toplam Borç / Toplam Varlıklar
- Nakit + Faiz İçeren Menkul Kıymetler / Toplam Varlıklar
- Alacaklar + Nakit / Toplam Varlıklar

Yukarıdaki finansal oranları ilk ikisi için eşik değer %33,33, son oran için ise %50 olarak belirlenmiştir. Oranların eşik değerlerden düşük olması gerekmektedir. Ayrıca şirketin faiz gelirleri ile faaliyet alanı ölçütleri içerisinde sayılan alanlardan elde ettiği gelirlerinin toplamının, toplam gelirlerin %5'ini geçmemesi gerekmektedir (FTSE, 2018, s. 4). Endekste yer alan şirketlerin hem faaliyet alanı hem de finansal ölçütleri halen taşıyor olup olmadığı, üçer aylık dönemlerde yapılan incelemelerle değerlendirilmektedir (FTSE, 2018, s. 5).

FTSE, finansal oranlarında Dow Jones'un aksine ortalama piyasa değeri yerine toplam varlıkları kullanılıyor olmasının nedenini, şirketin piyasa değerinin dış faktörlerden kaynaklanabilecek dalgalanmalar nedeniyle oynaklığı yüksek bir ölçüm aracı olması olarak açıklamaktadır. Oranlarda toplam varlıkların kullanılmasının spekülasyondan uzak ve İslami kurallara daha uygun bir yaklaşım olduğu belirtilmektedir (FTSE, 2018, s. 4).

Çalışma kapsamında incelenen İslami hisse senedi endekslerinden biri olan FTSE Malezya Borsası Hijrah Şer'i Endeksi, FTSE Grubu tarafından yayınlanmaktadır. FTSE Malezya Borsası Hijrah Şer'i Endeksi'nde otuz hisse senedi işlem görmektedir. 2018 yılının haziran ayı itibariyle bu hisse senetlerinin ortaklık payını temsil ettikleri şirketlerin toplam piyasa değeri 312.926 milyon MYR'dir. Endekste en büyük şirketin endeks içerisindeki payı yaklaşık %18 iken, en büyük ilk on şirketin toplam payı ise %66 dolaylarındadır (FTSE, 2018, s. 3). FTSE Malezya Borsası Hijrah Şer'i Endeksi içerisinde yer alan en büyük on şirket ve bu şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörler ile piyasa değerleri Tablo 12'de görülebilir.

Tablo 12. FTSE Malezya Borsası Hijrah Şer'i Endeksi İçerisindeki En Büyük On Şirkete İlişkin Bilgiler

Şirket	Sektör	Net Piyasa Değeri (Milyon MYR)	Endeks İçerisindeki Ağırlığı (%)
Tenaga Nasional	Elektrik	57.788	18,47
Petronas Chemicals Group Bhd.	Kimya	23.750	7,59
Sime Darby Plantation	Gıda Üretimi	18.766	6,00
Axiata Group Bhd.	Telekomünikasyon	17.362	5,55
IHH Healthcare	Sağlık Hizmetleri	17.003	5,43
Digi.com	Telekomünikasyon	15.175	4,85
Maxis Bhd.	Telekomünikasyon	14.938	4,77
IOI	Gıda Üretimi	14.362	4,59
Dialog Group	Petrol Dağıtım	14.114	4,51
Petronas Gas	Gaz	13.398	4,28
Toplam		206.655	66,04

Kaynak: FTSE, 2018, s. 2.

3.1.1.3. MSCI İslami Endeksleri Filtreleme Ölçütleri

MSCI, dünya üzerindeki en büyük endeks sağlayıcılardan bir tanesidir. Şirket ilk küresel İslami hisse endeksini 2007 yılında yayınlamıştır (El Khamlichi, Sannajust ve Sarkar, 2014, s. 70). Küresel İslami hisse senedi endeksinin yanı sıra, MSCI tarafından yayınlanan birçok bölgesel ve ülke çapında endeks bulunmaktadır. Söz konusu endekslerin bir kısmı Tablo 13'te yer almaktadır.

Tablo 13. MSCI İslami Endeks Ailesi

MSCI Küresel ve Bölgesel İslami Endeks Ailesi	
MSCI Dünya İslami Endeksi	MSCI Japonya Hariç Pasifik İslami Endeksi
MSCI A.B.D. Hariç Dünya İslami Endeksi	MSCI ANDEAN (Kolombiya, Peru ve Şili) İslami Endeksi
MSCI Avustralya Hariç Dünya İslami Endeksi	MSCI BRIC İslami Endeksi
MSCI Avro Bölgesi Hariç Dünya İslami Endeksi	MSCI EFM (Gelişmekte Olan ve Öncü Piyasalar) Afrika İslami Endeksi
MSCI Avrupa Hariç Dünya İslami Endeksi	MSCI EFM Asya İslami Endeksi
MSCI İngiltere Hariç Dünya İslami Endeksi	MSCI EFM İslami Endeksi
MSCI Japonya Hariç (Kokusai) Dünya İslami Endeksi	MSCI EFM Orta ve Doğu Avrupa İslami Endeksi
MSCI EAFE (Avrupa, Avustralya ve Uzakdoğu) İslami Endeksi	MSCI Rusya Hariç EFM Orta ve Doğu Avrupa İslami Endeksi
MSCI İngiltere Hariç EAFE İslami Endeksi	MSCI EFM EMEA (Avrupa, Ortadoğu ve Afrika) İslami Endeksi
MSCI EASEA (Avrupa, Avustralya ve Asya) İslami Endeksi	MSCI EFM Latin Amerika ve Karayipler İslami Endeksi
MSCI Avro Bölgesi İslami Endeksi	MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar İslami Endeksi
MSCI Avrupa Birliği İslami Endeksi	MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Asya İslami Endeksi
MSCI Avrupa İslami Endeksi	MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Doğu Avrupa İslami Endeksi
MSCI Avro Bölgesi Hariç Avrupa İslami Endeksi	MSCI Rusya Hariç Gelişmekte Olan Piyasalar Doğu Avrupa İslami Endeksi
MSCI İsviçre Hariç Avrupa İslami Endeksi	MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar EMEA İslami Endeksi
MSCI İngiltere Hariç Avrupa İslami Endeksi	MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Avrupa ve Orta Doğu İslami Endeksi
MSCI Uzak Doğu İslami Endeksi	MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Avrupa İslami Endeksi
MSCI İskandinav Ülkeleri İslami Endeksi	MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Uzak Doğu İslami Endeksi
MSCI Kuzey Amerika İslami Endeksi	MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Latin Amerika İslami Endeksi
MSCI Pasifik İslami Endeksi	MSCI Ürdün, Mısır ve Fas İslami Endeksi

Tablo 13. Devam

MSCI Ülke İslami Endeksleri Ailesi		
MSCI A.B.D. İslami Endeksi	MSCI Güney Kore İslami Endeksi	MSCI Meksika İslami Endeksi
MSCI Almanya İslami Endeksi	MSCI Hindistan İslami Endeksi	MSCI Norveç İslami Endeksi
MSCI Avustralya İslami Endeksi	MSCI Hollanda İslami Endeksi	MSCI Pakistan İslami Endeksi
MSCI Avusturya İslami Endeksi	MSCI Hong Kong İslami Endeksi	MSCI Peru İslami Endeksi
MSCI BAE İslami Endeksi	MSCI İngiltere İslami Endeksi	MSCI Polonya İslami Endeksi
MSCI Belçika İslami Endeksi	MSCI İrlanda İslami Endeksi	MSCI Portekiz İslami Endeksi
MSCI Brezilya İslami Endeksi	MSCI İtalya İslami Endeksi	MSCI Rusya İslami Endeksi
MSCI Çekya İslami Endeksi	MSCI İspanya İslami Endeksi	MSCI Singapur İslami Endeksi
MSCI Çin İslami Endeksi	MSCI İsveç İslami Endeksi	MSCI Şili İslami Endeksi
MSCI Danimarka İslami Endeksi	MSCI İsviçre İslami Endeksi	MSCI Tayland İslami Endeksi
MSCI Endonezya İslami Endeksi	MSCI Japonya İslami Endeksi	MSCI Tayvan İslami Endeksi
MSCI Filipinler İslami Endeksi	MSCI Kanada İslami Endeksi	MSCI Türkiye İslami Endeksi
MSCI Finlandiya İslami Endeksi	MSCI Katar İslami Endeksi	MSCI Yeni Zelanda İslami Endeksi
MSCI Fransa İslami Endeksi	MSCI Macaristan İslami Endeksi	MSCI Yunanistan İslami Endeksi
MSCI Güney Afrika İslami Endeksi	MSCI Malezya İslami Endeksi	

Kaynak: MSCI, 2018.

I. Faaliyet Alanına İlişkin Ölçütler

MSCI'nin filtrelemede kullandığı İslam'a uygun olmadığını belirlediği faaliyet alanları aşağıda sıralanmıştır. Toplam gelirlerinin %5'i aşan kısmını bu faaliyet alanlarından elde eden şirketler, MSCI'nin İslami hisse senedi endeksleri içerisinde yer alamamaktadır. Bahsi geçen faaliyet alanları şunlardır (MSCI, 2017, s. 4–5);

- Alkol: Alkollü içecek üreticileri, bar ve birahane işletmecileri.
- Tütün: Sigara ve diğer tütün mamullerinin üreticileri ve perakendecileri.
- Domuz ve domuz içeren ürünler: Domuz ürünleri üreticileri ve perakendecileri.
- Geleneksel finans hizmetleri: Geleneksel bankalar, sigorta şirketleri, geleneksel finansal kurumlar ve aracılar, yatırım bankaları vb. finans kurumları.
- Silah ve savunma: Askeri savunma ekipmanları ve roket üreticileri ile savuma sanayii için elektronik ekipmanların ve parçaların üretimini yapanlar.
- Kumar: Kumarhane sahipleri ve işletmecileri ile talih oyunları hizmeti veren şirketler.

- Müzik: Müzik yapımcıları ve dağıtıcıları, radyo yayın sistemleri sahipleri ve işletmecileri.
- Oteller: Otel sahipleri ve işletmecileri.
- Sinema: Film ve televizyon programlarının üretimi, dağıtımı ve yayınlaması süreçlerinde faaliyet gösteren şirketler ile kablolu ve uydu televizyon hizmeti sağlayıcıları.
- Müstehcen İçerik: Müstehcen içerikli yayınların ve aktivitelerin yayıncıları ve işletmecileri.

II. Finansal Ölçütler

MSCI'nin faaliyet alanına ilişkin ölçütler uyarınca yaptığı filtrelemenin neticesinde geriye kalan şirketler şu finansal oranlara göre finansal filtrelmeye tabi tutulur;

- Toplam Borç / Toplam Varlıklar
- Nakit + Faiz İçeren Menkul Kıymetler / Toplam Varlıklar
- Alacaklar + Nakit / Toplam Varlıklar

Finansal oranlar hesaplanırken kullanılan kalemlerden toplam borç ile alacaklar ve nakit kalemleri hesaplanırken, Bangladeş, Mısır, Endonezya, Malezya, Pakistan, Türkiye ve Suudi Arabistan GCC ülkelerine ait şirketlerin İslam'a uygun borçları ve menkul kıymetleri toplam tutarlardan düşülmektedir. Eşik değeri tüm oranlar için %33,33 olarak belirlenmiştir ve finansal oranların bu değerden düşük olması gerekmektedir. İslami endekste yer alan bir hisse senedi, değerlendirme dönemi içerisinde finansal oranlardan herhangi birinin eşik değerini açıyorsa, endeksten çıkartılmaktadır. Endekste yer almayan bir hisse senedinin endekse girebilmesi için ise üç finansal oranın da %30'u aşmaması gerekmektedir. Endekste yer alan ve endekse girmeye aday hisse senetlerinin belirlenmesi, üçer aylık dönemlerde yapılan incelemelere göre değerlendirilmektedir (MSCI, 2017, s. 6–8).

3.1.1.4. Katılım Endeksi Filtreleme Ölçütleri

Katılım Endeksi, Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından ilk olarak 30 adet hisse senedini içecek şekilde 06.01.2011 tarihinde yayınlanmıştır. Endeks, Türkiye'de yerli

bir endeks sağlayıcı tarafından oluşturulan ve piyasada işlem gören ilk İslami hisse senedi endeksi olma vasfını taşımaktadır. İlk etapta ismi Katılım Endeksi olan bu endeksin ismi, 09.07.2014 tarihinde 50 hisse senedini ihtiva eden Katılım 50 Endeksinin yayınlanması ile Katılım 30 Endeksi olarak değiştirilmiştir. Endeks sağlayıcı Bizim Menkul Değerler A.Ş., aynı zamanda TKBB ile birlikte endeksin danışmanlığını yürütmektedir. Endeks sponsorları ise Albaraka Türk, Kuveyt Türk, Türkiye Finans ve Vakıf Katılım bankalarıdır. Katılım Endeksi şer’i danışma kurulu 8 üyeden teşkil edilmiştir. Bu üyelerin biri TKBB’den, biri Bizim Menkul Değerler A.Ş.’den, geriye kalan altı üye ise ikişer kişi olarak Albaraka Türk, Kuveyt Türk ve Türkiye Finans Katılım bankalarının şer’i danışma kurullarından gelen üyelerdir (Katılım Endeksi, 2018a). Temmuz 2018 itibarıyla Katılım 30 ve Katılım 50 Endekslerinde yer alan şirketler Tablo 14’te görülebilir.

Tablo 14. Katılım 30 Endeksi ve Katılım 50 Endeksi’nde Yer Alan Şirketler

Hisse Adı	Hisse Kodu	Hisse Adı	Hisse Kodu
Akçansa	AKCNS	Halk GMYO	HLGYO
Albaraka Türk	ALBRK	İskenderun Demir Çelik	ISDMR
Alkim Kimya	ALKIM	Kartonsan	KARTN
Aselsan	ASELS	Logo Yazılım	LOGO
Aygaz	AYGAZ	Mavi	MAVI
Bim Mağazalar	BIMAS	MLP Sağlık	MPARK
Bolu Çimento	BOLUC	Otokar	OTKAR
Çemtaş	CEMTS	Pınar Süt	PNSUT
Ege Endüstri	EGEEN	Sasa Polyester	SASA
Emlak Konut GMYO	EKGYO	Selçuk Ecza Deposu	SELEC
Erbosan	ERBOS	Tat Gıda	TATGD
Ereğli Demir Çelik	EREGL	Tümosan Motor ve Traktör	TMSN
Ford Otosan	FROTO	Ulusoy Elektrik	ULUSE
Good-Year	GOODY	Vestel Beyaz Eşya	VESBE
Hektaş	HEKTS	Yataş	YATAS
Katılım 30 Endeksi’ne İlave Olarak Katılım 50 Endeksi’nde Yer Alan Şirketler			
Akmerkez GMYO	AKMGY	Ege Seramik	EGSER
Aksu Enerji	AKSUE	Flap Kongre Toplantı Hizmetleri	FLAP
Alarko Carrier	ALCAR	Gentaş	GENTS
Alcatel Lucent Teletaş	ALCTL	İhlas Gayrimenkul	IHLGM
Anel Elektrik	ANELE	Konya Çimento	KONYA
Banvit	BANVT	Kron Telekomünikasyon	KRONT
Bosch Fren Sistemleri	BFREN	Metro Petrol ve Tesisleri	MEPET
Bursa Çimento	BUCIM	Orge Enerji Elektrik	ORGE
Datagate Bilgisayar	DGATE	Panora GMYO	PAGYO
Ege Gübre	EGGUB	Pınar Et ve Un	PETUN

Kaynak: Katılım Endeksi, 2018b.

I. Faaliyet Alanına İlişkin Ölçütler

Katılım 30 ve Katılım 50 Endeksleri, hem faaliyet alanı hem de finansal olarak aynı ölçütleri kullanmaktadır. Katılım Endeksinin faaliyet alanı filtrelemesi iki aşamalı olarak gerçekleştirilmektedir. İlk aşamada öncelik Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına (GSYO) ve Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına (GSYO) verilmektedir. Sonraki aşamada ise GYMO ve GSYO'lar arasından ölçütleri karşılayıp filtrelemeyi geçen şirketler belirlendikten sonra piyasada işlem gören diğer şirketler, aşağıda sıralanan faaliyet alanı ölçütlerine göre filtrelemeye tabi tutulmaktadır (Katılım Endeksi, 2015, s. 6–7).

- Alkol,
- Tütün,
- Domuz ve domuz içeren ürünler,
- Faize dayalı finans, ticaret, hizmet ve aracılık (bankacılık, sigortacılık, finansal kiralama vb.)
- Silah,
- Kumar ve şans oyunları,
- Turizm ve eğlence,
- Basın, yayın ve reklam,
- Vadeli altın, gümüş ve döviz ticareti.

Bir şirketin hangi alanda faaliyet gösterdiğinin belirlenmesinde, Katılım Endeksi tarafından ilk olarak şirket ana sözleşmesine bakılmaktadır. Yukarıda sayılan faaliyet alanlarından biri veya birkaçı şirket ana sözleşmesinde ana faaliyet alanlarından biri olarak belirlenmiş ise şirket endekste yer alamaz. Bununla birlikte, söz konusu faaliyet alanlarının şirket ana sözleşmesinde yer almasına karşın, şirketin bu alanlarda faaliyet göstermediğine yapılan incelemeler sonucunda karar verilirse, şirket Katılım Endeksine alınabilmektedir (Katılım Endeksi, 2015, s. 7).

II. Finansal Ölçütler

Katılım Endeksi de tıpkı diğer endeks sağlayıcıları gibi endekse dahil edeceği şirketleri faaliyet alanı ölçütlerine göre filtreledikten sonra, geriye kalan şirketleri finansal ölçütlerin filtrelemesine tabi tutmaktadır. Endekse alınmada kullanılan finansal oranlar şu şekildedir (Katılım Endeksi, 2015, s. 7);

- Toplam Faizli Krediler / Piyasa Değeri
- Faiz Getirili Nakit + Faiz İçeren Menkul Kıymetler / Piyasa Değeri

Katılım Endeksinin söz konusu oranların ikisi için de belirlediği eşik değer %30'dur. Ayrıca faaliyet alanı ölçütleri içerisinde yer alan sektörlerden elde edilen gelirler ile faiz gelirlerinin toplamının şirketin toplam gelirlerinin %5'inden yüksek olmaması gerekmektedir. Bu ölçütleri sağlayamayan şirketler endeks dışında bırakılmaktadır (Katılım Endeksi, 2015, s. 7). Endekste yer alan ancak ölçütleri sağlayamayan şirketlerin endeksten çıkartılmasına ve ölçütleri sağlayan diğer şirketlerin endekse alınmasına, üçer aylık dönemlerde yapılan değerlendirmeler sonucunda karar verilmektedir (Katılım Endeksi, 2015, s. 3).

3.1.1.5. S&P İslami Endeksleri Filtreleme Ölçütleri

Uluslararası düzeyde İslami hisse senedi endeksleri yayımlayan bir diğer büyük ve önemli endeks sağlayıcı S&P'dir. Şirket ilk küresel ölçekli İslami hisse senedi endeksini 2006 yılında yayınlamıştır (El Khamlichi, Sannajust ve Sarkar, 2014, s. 70). Diğer endeks sağlayıcılar gibi S&P'nin de küresel, bölgesel ve ülke çapında işlem gören İslami endeksleri bulunmaktadır. Bahsi geçen İslami endekslerin bir kısmı Tablo 15'te yer almaktadır.

Tablo 15. S&P İslami Endeks Ailesi

S&P Küresel ve Bölgesel İslami Endeks Ailesi	
S&P Geniş Pazar Küresel Şer'i Endeksi	S&P Gelişmiş Piyasalar Small Cap Şer'i Endeksi
S&P Küresel 1200 Şer'i Endeksi	S&P Gelişmekte Olan Piyasalar Şer'i Endeksi
S&P Küresel Sağlık Hizmetleri Şer'i Endeksi	S&P Avrupa 350 Şer'i Endeksi
S&P Küresel Altyapı Şer'i Endeksi	S&P Pan Asya Şer'i Endeksi
S&P Küresel Emlak Şer'i Endeksi	S&P Pan Afrika Şer'i Endeksi
S&P Gelişmiş Piyasalar Şer'i Endeksi	S&P Afrika Öncü Piyasalar Şer'i Endeksi
S&P Gelişmiş Piyasalar Lar-Mid Cap Şer'i Endeksi	S&P Pan Arap Şer'i Endeksi
S&P Gelişmiş Piyasalar Güney Kore Hariç Lar-Mid Cap Şer'i Endeksi	S&P GCC Şer'i Endeksi
S&P Ülke İslami Endeksleri Ailesi	
S&P 500 Şer'i Endeksi (A.B.D.)	S&P/TOPIX Şer'i Endeksi (Japonya)
S&P Japonya 500 Şer'i Endeksi	S&P Güney Afrika Bileşik Endeksi

Kaynak: S&P, 2018, s. 11.

I. Faaliyet Alanına İlişkin Ölçütler

Şer'i danışma kurulunun vermiş olduğu fetva doğrultusunda, aşağıda yazılı olan alanlarda faaliyet gösteren şirketler, S&P İslami endekslerinin dışında tutulmaktadır (S&P, 2018, s. 4–5).

- Alkol.
- Tütün.
- Domuz ve domuz içeren ürünler.
- Katılım bankacılığı, katılım sigortacılığı ve İslami finans kuruluşları dışındaki geleneksel finansal hizmetler.
- Kumar.
- Müzik ve eğlence: Müzik, sinema, televizyon şovları ile müzikli radyo yayınlarının yapımcıları, dağıtıcıları ve yayıncıları. Bu alanda faaliyet gösteren gazeteler, haber kanalları, spor kanalları, çocuk kanalları ve eğitici içerik yayınlayan kanalların endekse alınmasında bir mahzur bulunmamaktadır.
- Müstehcen içerik.
- Reklamcılık: Alkol, domuz, kumar, tütün ve İslam'a uygun olmayan tüm diğer şey ve faaliyetlerin reklamları. Başka bir ifadeyle, İslam'ın yasaklamadığı şey ve faaliyetlerin reklamlarıyla iştigal eden şirketlerin endekse alınmasında bir mahzur bulunmamaktadır.
- Vadeli altın ve gümüş ticareti.
- Klonlama.

II. Finansal Ölçütler

S&P, faaliyet alanına ilişkin ölçütler doğrultusunda yaptığı elemenin ardından geriye kalan şirketlerin elenmesi için şu finansal oranları kullanmaktadır (S&P, 2018, s. 5);

- Toplam Borç / Son 36 Aylık Ortalama Piyasa Değeri
- Nakit + Faiz İçeren Menkul Kıymetler / Son 36 Aylık Ortalama Piyasa Değeri
- Alacaklar / Son 36 Aylık Ortalama Piyasa Değeri

Sayılan finansal oranlardan ilk ikisi için eşik değer %33 olarak belirlenirken, son finansal oran için eşik değer %49 olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte şirketin faiz gelirleri dışında, faaliyet alanı ile ilgili ölçütlerde yer alan sektörlerden elde ettiği gelirlerin şirketin toplam gelirlerine oranının %5'ini aşmaması gerekmektedir. S&P'nin üçer aylık endeks değerlendirme dönemlerinde bir hisse senedinin endeksten çıkartılması veya endekse dahil edilmesine ilişkin prosedürü, Dow Jones'un prosedürü ile aynıdır. Bir önceki değerlendirme döneminde finansal ölçütleri karşılayan bir hisse senedi, en son değerlendirme döneminde oranlarından herhangi birini en fazla %2 oranında aşması durumunda, endekste kalmaya devam eder. Ancak, oranların art arda gelen üç değerlendirme döneminde de eşik değeri aşması halinde, hisse senedi endeksten çıkartılır. %2'den daha yüksek bir aşım olur ise, endeksten çıkarım işlemi tespit edilen dönemde gerçekleştirilir. Finansal ölçütleri karşılamayan bir hisse senedinin, tekrar endekse alınma süreci ise şu şekilde işlemektedir; bir önceki değerlendirme döneminde uygun görülmeyen bir hisse senedi, son değerlendirme döneminde eşik değerini %2'yi aşmayacak şekilde geçerse, o değerlendirme dönemi için endeks dışında kalmaya devam eder. Bununla birlikte söz konusu hisse senedi art arda gelen üç değerlendirme dönemi boyunca eşik değerlerini aşmazsa, yeniden endekse dahil edilir. Son değerlendirme döneminde tüm oranların eşik değerlerin altında kalması durumunda ise endekse geri alınma işlemi o dönem içerisinde ivedilikle yapılır (S&P, 2018, s. 5).

3.1.1.6. Endeks Sağlayıcıların İslami Hisse Endeksi Filtreleme Ölçütlerinin Karşılaştırılması

Çalışma kapsamında incelenen İslami hisse senedi endekslerinin, endeks sağlayıcıları tarafından belirlenen faaliyet alanı ve finansal ölçütleri, büyük oranda benzerlik arz etmektedir. Ancak yine de aralarında birtakım farklılıklar bulunmaktadır. Tablo 16'da beş endeks sağlayıcısının faaliyet alanı filtrelemesinde kullandıkları ölçütler yer almaktadır.

Tablo 16. Endeks Sağlayıcıların Faaliyet Alanı İle İlgili Ölçütleri

Faaliyet Alanları	DJ	FTSE	MSCI	Katılım	S&P
Alkol	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak
Tütün	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak
Domuz ve Domuz İçeren Ürünler	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak
Helal Olmayan Gıdalar	Serbest	Yasak	Serbest	Serbest	Serbest
Geleneksel Finans Hizmetleri ¹⁴	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak
Silah ve Savunma	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak	Serbest
Kumar	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak
Müzik	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak
Otel	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak	Serbest
Sinema	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak
Yayıncılık ¹⁵	Serbest	Serbest	Yasak	Yasak	Yasak
Reklamcılık ¹⁶	Serbest	Serbest	Serbest	Yasak	Yasak
Müstehcen İçerik	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak	Yasak
Vadeli Altın ve Gümüş Ticareti	Serbest	Serbest	Serbest	Yasak	Yasak
Klonlama	Serbest	Serbest	Serbest	Serbest	Yasak

Kaynak: Endeks Sağlayıcıların Web Sitelerinden Elde Edilen Bilgilerle Yazar Tarafından Oluşturulmuştur.

Tablo 16’da, hangi faaliyet alanının hangi endekste yasak, hangi endekste serbest olduğu görülmektedir. Serbest ibaresi, endeks sağlayıcı tarafından açık bir şekilde serbest olduğu belirtilmemekle birlikte, yasak olduğu yönünde bir açıklama yapılmayan faaliyet alanları için kullanılmıştır. Alkol, tütün, domuz ve domuz içeren ürünler, geleneksel finans hizmetleri, kumar, müzik, sinema ve müstehcen içerik alanları, tüm endeks sağlayıcıları tarafından endeks dışında bırakılan alanlar olarak belirlenmiştir. Finansal hizmetlerle ilgili olarak ise İslami finans ilkeleri doğrultusunda faaliyet gösteren finans kuruluşları, tüm endeks sağlayıcıları tarafından faaliyet alanı itibariyle yatırım yapılmasında bir mahzur bulunmayan alanlar olarak tanımlanmıştır. Silah ve savunma ile otelcilik sektörleri, S&P dışından diğer tüm endeks sağlayıcıları tarafından uygun olmayan alanlar olarak ele alınmıştır. Helal olmayan gıdaların üretimi ve satışı ile ilgili olarak yalnızca FTSE tarafından bir kısıtlamaya gidilmiştir. Yayıncılık faaliyetleri MSCI, Katılım Endeksi ve S&P nezdinde endekse alınmada uygun olmayan

¹⁴ Tüm endeks sağlayıcıların faaliyet alanı ile ilgili ölçütlerinde, İslami finans ilkelerine göre faaliyet gösteren finansal kurumlar hariç tutulmuştur.

¹⁵ S&P İslami endekslerinde, gazeteler, haber kanalları, spor kanallar, çocuk kanalları ve eğitici içerik yayınlayan kanallar hariç tutulmuştur.

¹⁶ S&P İslami endekslerinde, yalnızca İslam’a aykırı alanlarla ilgili yapılan reklamlar yasaklanmaktadır.

bir faaliyet alanı olarak kabul edilirken, DJ ve FTSE için bu alanla ilgili bir sakınca görülmemektedir. Reklamcılık ile vadeli altın ve gümüş ticareti alanları, yalnızca Katılım Endeksi ve S&P endeksleri için faaliyette bulunulması yasak olan alanlardır. Son olarak klonlama ise yalnızca S&P'nin faaliyet alanına ilişkin ölçütlerinde endeks dışında bırakılan alanlardan birisi olarak belirlenmiştir.

Tablo 17. Endeks Sağlayıcıların Finansal Ölçütleri

Endeksler	Oranlar	Eşik Değerleri
DJ	<i>Kaldıraç Oranı</i>	
	$\frac{\text{Toplam Borç}}{\text{Son 24 Aylık Ortalama Piyasa Değeri}}$	%33
	<i>Likidite Oranları</i>	
	$\frac{\text{Nakit + Faiz İçeren Menkul Kıymetler}}{\text{Son 24 Aylık Ortalama Piyasa Değeri}}$	%33
	$\frac{\text{Alacaklar}}{\text{Son 24 Aylık Ortalama Piyasa Değeri}}$	%33
	<i>Yasaklanan Faaliyetlerden Elde Edilen Gelirlere İlişkin Oran</i>	
	$\frac{\text{Yasaklanan Faaliyetlerden Elde Edilen Gelirler}}{\text{Toplam Gelir}}$	%5
FTSE	<i>Kaldıraç Oranı</i>	
	$\frac{\text{Toplam Borç}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	%33,33
	<i>Likidite Oranları</i>	
	$\frac{\text{Nakit + Faiz İçeren Menkul Kıymetler}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	%33,33
	$\frac{\text{Alacaklar + Nakit}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	%50
	<i>Yasaklanan Faaliyetlerden Elde Edilen Gelirlere İlişkin Oran</i>	
	$\frac{\text{Yasaklanan Faaliyetlerden Elde Edilen Gelirler}}{\text{Toplam Gelir}}$	%5
MSCI	<i>Kaldıraç Oranı</i>	
	$\frac{\text{Toplam Borç}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	%33,33
	<i>Likidite Oranları</i>	
	$\frac{\text{Nakit + Faiz İçeren Menkul Kıymetler}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	%33,33
	$\frac{\text{Alacaklar + Nakit}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	%33,33
	<i>Yasaklanan Faaliyetlerden Elde Edilen Gelirlere İlişkin Oran</i>	
	$\frac{\text{Yasaklanan Faaliyetlerden Elde Edilen Gelirler}}{\text{Toplam Gelir}}$	%5

Tablo 17. Devam

Endeksler	Oranlar	Eşik Değerleri
Katılım	<i>Kaldıraç Oranı</i>	
	$\frac{\text{Toplam Faizli Krediler}}{\text{Piyasa Değeri}}$	%30
	<i>Likidite Oranı</i>	
	$\frac{\text{Faiz Getirili Nakit + Faiz İçeren Menkul Kıymetler}}{\text{Piyasa Değeri}}$	%30
	<i>Yasaklanan Faaliyetlerden Elde Edilen Gelirlere İlişkin Oran</i>	
	$\frac{\text{Yasaklanan Faaliyetlerden Elde Edilen Gelirler + Faiz Gelirleri}}{\text{Toplam Gelir}}$	%5
S&P	<i>Kaldıraç Oranı</i>	
	$\frac{\text{Toplam Borç}}{\text{Son 36 Aylık Ortalama Piyasa Değeri}}$	%33
	<i>Likidite Oranları</i>	
	$\frac{\text{Nakit + Faiz İçeren Menkul Kıymetler}}{\text{Son 36 Aylık Ortalama Piyasa Değeri}}$	%33
	$\frac{\text{Alacaklar}}{\text{Son 36 Aylık Ortalama Piyasa Değeri}}$	%49
	<i>Yasaklanan Faaliyetlerden Elde Edilen Gelirlere İlişkin Oran</i>	
	$\frac{\text{Yasaklanan Faaliyetlerden Elde Edilen Gelirler}}{\text{Toplam Gelir}}$	%5

Kaynak: Endeks Sağlayıcıların Web Sitelerinden Elde Edilen Bilgilerle Yazar Tarafından Oluşturulmuştur.

Tablo 17’de, endeks sağlayıcıların İslami hisse senedi endeksleri için kullandıkları finansal ölçütler yer almaktadır. Faaliyet alanı ölçütlerinde olduğu gibi finansal ölçütlerde de arada birtakım farklılıkların bulunmasına karşın, genel anlamda benzeştikleri görülmektedir. Dow Jones, Katılım Endeksi ve S&P’nin kaldıraç ve likidite oranlarının paydalarında şirketin piyasa değeri yer alırken, FTSE ve MSCI’de paydada şirketin toplam varlıkları yer almaktadır. FTSE, piyasa değeri yerine toplam varlıkları kullanmalarının nedenini, piyasa değerinin piyasa koşullarına çok duyarlı bir parametre olması, bu nedenle toplam varlıkların kullanılmasının daha stabil sonuçlar vermesi olarak açıklamaktadır (FTSE, 2018, s. 4). Piyasa değerinin kullanılması gerektiğini savunanlar ise piyasa değerinin daha gerçekçi ve mevsimsel etkilerden arındırılmış bir ölçüm aracı olduğunu belirtmektedir (Derigs ve Marzban, 2008, s. 291). Katılım Endeksinin finansal ölçütleri içerisinde, likidite oranlarından şirketin alacaklarına ilişkin oran bulunmamaktadır. Ayrıca diğer endeks sağlayıcıları kaldıraç oranının hesaplanmasında şirketin tüm borçlarını kullanırken, Katılım Endeksinde

sadece faizli krediler kullanılmaktadır. Yasaklanan faaliyet alanlarından elde edilen gelirlere ilişkin oranda ise Katılım Endeksinin kullandığı oranın pay kısmında yasaklanan faaliyet alanlarından elde edilen gelirlere şirketin faiz gelirleri de eklenirken, diğer endeks sağlayıcılarında yalnızca yasaklanan faaliyet alanlarından elde edilen gelirler yer almaktadır. Bunun dışında tüm endeks sağlayıcıların finansal oranlarının paylarında aynı kalemler kullanılmaktadır.

Finansal oranlar için kullanılan eşik değerlere bakılacak olur ise Tablo 17’de de görüldüğü üzere, Dow Jones ve MSCI kaldıraç ve likidite oranlarında eşik değeri %33 olarak belirlemiştir. FTSE ve S&P ise kaldıraç ve likidite oranlarından nakit ve faiz içeren menkul kıymetler ile ilgili oranda %33, alacaklara ilişkin oranda eşik değeri sırasıyla %50 ve %49 olarak kullanılmaktadır. Katılım Endeksinin kaldıraç ve likidite oranları için kullandığı eşik değer, %30’dur. Yasaklanan faaliyet alanlarından elde edilen gelirlerin toplam gelirlere oranı için ise tüm endeks sağlayıcılar eşik değeri %5 olarak belirlemiştir.

İslami hisse senedi endeksleri oluşturulurken finansal ölçütlerde genel olarak %33 eşik değerinin kullanılması, şer’i danışma kurulları tarafından miras ile ilgili bir hadise ve alışım bir emtianın içerisindeki alışımlardan hangisi sayılacağı ile ilgili fıkıh kuralına dayandırılmaktadır. Amir bin Sa’d (r.a)’dan rivayet edilen Hadis-i Şerif’in metni şu şekildedir: Ben Mekke’de hasta iken Hz. Muhammed (s.a.v) beni ziyarete geldi. Ben de: “Ey Allah’ın Resülü! Malımın hepsini vasiyet etmek isterim ne dersiniz?” dedim. “Hayır olmaz” buyurdu. Ben: “Yarısını” dedim. Yine “Hayır olmaz” buyurdu. “Üçte birine ne dersiniz?” deyince: “Üçte bir... üçte bir de çoktur ama vasiyet edebilirsin. Ey Sa’d! Mirasçıları zengin bırakman onları fakir ve başkalarına el açar halde bırakmandan daha hayırlıdır” buyurdu. (Buhari, El Vesaya 3; Müslim, 7, 1628). Söz konusu fıkıh kuralı ise şu şekildedir: “Altın ve pirinç karışımı bir malın üçte birden fazlası altın ise o mal altın olarak kabul edilir.”. Ancak bir kısım ulema bu yorumun zorlama bir yorum olduğunu ve hem hadisin hem de fıkıh kuralının bağlamları dışındaki bir alanda kullanıldıklarını belirtmekte ve bu uygulamayı tenkit etmektedir (Kamali ve Abdullah, 2014, s. 155; Obaidullah, 2005, s. 220). Karaman (2012, s. 241–248) ise hisse senedi yatırımında önemli olan noktanın hisse senedinin ortaklık payını temsil ettiği şirketin faaliyet alanı olduğunu, İslami kurullarla çelişmeyen alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılabileceğini, şirketin faiz geliri veya faizli borcu olmasının yatırım yapılması için bir engel teşkil etmediği görüşünü savunmaktadır. Zira

günümüz kapitalist ekonomilerinde faizli işlemlerden uzak duran şirket sayısının çok az olduğunu ve eğer böyle bir kısıtlamaya gidilirse Müslümanların yatırım yapacak şirket bulma hususunda zorluk yaşayacaklarını belirtmektedir. Faiz gelirin veya faizli borcun şirketin özsermayesini etkilemediğini, dolayısıyla hisse senedi alım-satımından elde edilen sermaye gelirin İslami açıdan meşru olduğunu ifade etmekte, temettü gelirlerinde ise faiz gelirlerinden elde edilen kısmın ihtiyaç sahiplerine verilerek bir nevi saflaştırma işlemi yapılmasını tavsiye etmektedir.

3.1.2. İslami Yatırım Fonları

İslami finans endüstrisinin en hızlı büyüyen pazarlarından birisi de İslami yatırım fonlarıdır. Genel tanımıyla yatırım fonu, bireyler arasında yapılan sözleşmelere dayanarak kurulan ve yeddi emin olarak belirlenen bir şirket tarafından yönetilen, yatırımcılardan katılma belgeleri karşılığında tasarruf toplayan, topladıkları tasarrufları hisse senedi, tahvil, bono, para piyasası araçları vb. menkul kıymetlerle oluşturdukları portföylere yatıran ve elde edilen kârı katılım belgesi sahiplerine payları oranında dağıtan fonlardır (Bulut ve Er, 2011, s. 59; Krichene, 2013, s. 438). Yatırım fonları, SPK'nın "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"nde ise "kanun hükümleri uyarınca tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde belirtilen varlıklar ve işlemlerden oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından içtüzük ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı" olarak tanımlanmıştır (SPK, 2013, m. 3/t). Bireysel yatırımcılar açısından yatırım fonları aracılığıyla yatırım yapmanın doğrudan yatırım yapmaya nazaran; anlık çeşitlendirme imkânı sağlaması, fonların profesyonel kişiler tarafından yönetilmesi, likidite riskinin düşük olması, fiyatlandırmanın şeffaf olması ve her türlü yatırımcı risk profiline uygun yatırım araçları sunması gibi bir takım avantajları bulunmaktadır (Bacha ve Mirakhor, 2013, s. 255).

İslami yatırım fonları da temel mantığı itibariyle geleneksel yatırım fonları ile benzer bir yapıya ve işleyişe sahiptir. Aradaki fark ise İslami yatırım fonlarının yönetim ve hukuki yapıları ile portföyelerine dahil ettikleri finansal enstrümanların İslami finans ilkelerine göre dizayn edilmiş olmasıdır (Yanpar, 2015, s. 196). İslami yatırım fonlarının SPK tebliği çerçevesinde Türkiye'deki ismi "Katılım Şemsiye Fonları"dır. Yatırım

Fonlarına Esaslar Tebliği'nde, bu fonlar; portföyünün tamamı devamlı olarak, kira sertifikaları (sukuk), katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile SPK tarafından uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonları kapsayan şemsiye fonlar olarak tanımlanmıştır (SPK, 2013, m. 6/4c).

İslami yatırım fonlarının İslami açıdan hukuki yapıları, üç sözleşme tipine dayanmaktadır. Bu sözleşmeler mudarebe, müşareke ve vekalet sözleşmeleridir. Mudarebe sözleşmesine göre kurulan İslami yatırım fonlarında yatırımcılar rabb-ul mal, fon yönetim şirketi ise mudarib pozisyonundadır. Yatırım fonu yönetimi topladığı fonları yapılan anlaşma çerçevesinde elinden gelen tüm çabayı göstererek İslami finans araçlarına yatırmakla mükelleftir. Bu çabanın sonucunda kâr elde edilmesi durumunda kârdan pay alırken, zarar edilmesi durumunda zararın tamamı rabb-ul mal konumundaki yatırımcılar tarafından karşılanır. Müşareke sözleşmesine dayalı İslami yatırım fonlarında tüm yatırımcılar ortak olarak kabul edilir. Ancak ortaklardan yalnızca fon yönetim şirketi yatırımları yönetmekten sorumludur. Yöneticiler elde edilen kârdan aldıkları paya ek olarak, yönetim işiyle meşgul oldukları için maaş da alabilirler. Vekalet sözleşmesine göre kurulan İslami yatırım fonlarında ise fon yönetim şirketi yatırımcıların vekili konumundadır. Fon yönetim şirketi elinden gelen tüm çabayı göstererek vekaletini aldığı yatırımcılar adına yatırım yapmakla mükelleftir. Bu çabasının karşılığında fon yönetimi sabit, önceden belirlenmiş bir gelir elde etmektedir. Vekalet probleminin ortadan kaldırılması adına fon yönetimine performans odaklı ek prim verilmesi de mümkündür (Bacha ve Mirakhor, 2013, s. 257).

İslami yatırım fonlarının geleneksel yatırım fonlarından ayrıştığı bir diğer noktanın portföylerine dahil ettikleri yatırım araçları olduğu daha önce belirtilmişti. Geleneksel yatırım fonlarının portföylerinde; her türlü hisse senetleri, tahvil ve bonolar ile diğer sermaye piyasası ve para piyasası araçları yer alabilirken, İslami yatırım fonları yalnızca İslami hisse senetleri, sukuk ve İslami para piyasası araçlarını kullanarak portföylerini oluşturabilmektedir (Bacha ve Mirakhor, 2013, s. 256). Yanpar (2015, s. 199), bu durumun geleneksel yatırım fonu yöneticilerine nazaran İslami yatırım fonu yöneticilerini daha kısıtlı yatırım stratejileri izlemek, başka bir ifadeyle çeşitlendirme olanakları daha düşük portföyler oluşturmak zorunda bıraktığını belirtmiştir.

Hisse senetleri, İslami yatırım fonlarının portföylerine dahil ettikleri araçların başında gelmektedir. İslami yatırım fonlarının yatırım yapacakları hisse senetlerinin İslami finans ilkelerine uygun olmaları gerekmektedir. Bu nedenle, portföylerine dahil edecekleri hisse senetlerini seçerken, birtakım filtreleme ölçütleri kullanmaktadırlar. İslami yatırım fonlarının hisse senetlerini seçerken kullandıkları ölçütler ve izledikleri süreç, İslami hisse senedi endeksi sağlayıcılarının filtreleme ölçütlerine çok benzemektedir (Forte ve Miglietta, 2007, s. 6). Dolayısıyla İslami yatırım fonlarının portföylerine ekleyecekleri hisse senetlerini seçerken kullandıkları ölçütlere ayrıca değinilmeyecektir.

İslami yatırım fonlarının, portföylerinin tamamı hisse senetlerinden oluşan ve bir İslam hisse senedi endeksini baz alan şekli, “İslami Borsa Yatırım Fonları” olarak adlandırılmaktadır. Söz konusu yatırım fonlarının yöneticileri, portföylerine dahil ettikleri hisse senetleri ile Dow Jones İslami Piyasa Dünya Endeksi, S&P 500 Şer’i Endeksi, Katılım 30 Endeksi gibi İslami hisse senedi endekslerini taklit etmekte ve yatırımcılara bu endekslerin performansları ile paralel getiri sağlamaya çalışmaktadır. Bir diğer İslami yatırım fonu türü de “İslami Gayrimenkul Yatırım Fonları”dır. Geleneksel gayrimenkul yatırım fonları ile benzer bir işleyişe sahip İslami gayrimenkul yatırım fonları, gayrimenkul projelerine kaynak sağlamak ve yatırım yapmak, yapılan yatırımlardan kira geliri ve alım satım kazancı elde etmek ve elde edilen kârı katılımcılara dağıtmak gibi işlevler üstlenmektedir. Geleneksel gayrimenkul yatırım fonlarından farklı olarak şer’i danışma kurullarının gözetiminden geçen İslami gayrimenkul yatırım fonlarının, yatırım yaptıkları gayrimenkullerin katılım sigortacılığı (tekafül) prensiplerine göre sigortalanmış olması gerekmektedir (Bacha ve Mirakhor, 2013, s. 261–264; Yanpar, 2015, s. 200–202).

Tablo 18. Türkiye’de İşlem Gören İslami Yatırım Fonları

Katılım Şemsiye Fonları	Portföy Büyüklükleri (TL)
Ziraat Portföy Kısa Vadeli Kira Sertifikaları Katılım Fonu	240.539.862,95
Kt Portföy Kısa Vadeli Kira Sertifikaları Katılım Fonu	155.296.779,15
Ziraat Portföy Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu	80.960.871,32
Halk Portföy Kısa Vadeli Kira Sertifikaları Katılım Fonu	65.341.826,53
Kt Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu	62.351.911,99
Qinvest Portföy Kira Sertifikası Katılım Fonu	41.668.012,96
Qinvest Portföy Kira Sertifikası Katılım (Döviz) Fonu	27.765.404,15
Ziraat Portföy Altın Katılım Fonu	25.701.115,63
Halk Portföy Altın Katılım Fonu	16.385.799,52
Ak Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu	15.222.490,98
Oyak Portföy Kısa Vadeli Kira Sertifikası Katılım Fonu	12.195.032,21
Teb Portföy Kira Sertifikaları (Döviz) Katılım Fonu	11.846.446,33
Deniz Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu	10.524.199,37
Vakıf Portföy Altın Katılım Fonu	8.798.894,01
Yapı Kredi Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu	7.081.387,90
Azımut Pyş Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu	7.006.839,70
İş Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu	6.991.691,72
Vakıf Portföy Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu	6.522.308,82
Kt Portföy Birinci Katılım Fonu	6.194.868,40
Halk Portföy Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu	6.157.576,60
Ziraat Portföy Katılım Fonu	4.211.735,23
Ziraat Portföy Katılım Fonu (Döviz)	4.023.175,74
Garanti Portföy Birinci Katılım Fonu	3.685.894,16
Mükafat Portföy Kısa Vadeli Kira Sertifikası Katılım Fonu	1.886.959,86
Mükafat Portföy Kira Sertifikası Katılım Fonu	969.014,34
Bizim Portföy İkinci Kira Sertifikası Katılım Fonu	667.768,62
Alkhair Portföy Birinci Katılım Fonu	456.440,51
Alkhair Portföy Kira Sertifikası (Sukuk) Katılım Fonu	329.907,94
Bizim Portföy Birinci Kira Sertifikası Katılım Fonu	265.147,60
Bizim Portföy Birinci Katılım Fonu	155.223,02
Hisse Senedi Şemsiye Fonları	Portföy Büyüklükleri (TL)
Ziraat Portföy Katılım Endeksi Hisse Senedi Fonu (H. Senedi Yoğun Fon)	3.552.220,27
İş Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (H. Senedi Yoğun Fon)	2.699.637,21
Bizim Portföy Katılım 30 Endeksi Hisse Senedi Fonu (H. Senedi Yoğun Fon)	2.347.199,29
Bizim Portföy Enerji Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu (H. Senedi Yoğun Fon)	1.468.528,99
Bizim Portföy İnşaat Sektörü Katılım Hisse Senedi Fonu (H. Senedi Yoğun Fon)	406.102,92
Alkhair Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (H. Senedi Yoğun Fon)	380.956,60
Mükafat Portföy Katılım Hisse Senedi Fonu (H. Senedi Yoğun Fon)	209.780,63

Kaynak: TEFAS, 2018b.

Tablo 18’de, Türkiye’de işlem gören İslami yatırım fonları ve fon büyüklükleri görülmektedir. Katılım şemsiye fonlarının bir kısmının portföyleri yalnızca kira sertifikaları, altın ve dövizden oluşurken, bir kısmının portföyleri karma İslami finans ürünlerinden oluşmaktadır. Hisse senedi şemsiye fonlarının portföylerinde ise filtreleme ölçütleri kullanılarak belirlenmiş hisse senetleri yer almaktadır. Katılım şemsiye fonlarından Ziraat Portföy Kısa Vadeli Kira Sertifikaları Katılım Fonu, yaklaşık 240 milyon TL’lik fon büyüklüğü ile en büyük İslami yatırım fonudur. Hisse senedi şemsiye fonları arasında en yüksek fon büyüklüğüne sahip yatırım fonu ise yaklaşık 3,5 milyon TL’lik fon büyüklüğü ile Ziraat Portföye ait olan Ziraat Portföy Katılım Endeksi Hisse Senedi Fonudur.

3.2. İslami Borçlanma Piyasaları

Çalışmada her ne kadar başlık olarak “İslami Borçlanma Piyasaları” ismi kullanılmış olsa da aslında İslam’da borç yoluyla finansman kavramı bulunmamaktadır. İslam’da borçlanma ile finansman sağlamanın tek yolu, karz-ı hasen olarak adlandırılan ve geri ödemede borçluya anapara dışında herhangi bir mükellefiyet yüklemeyen borçlanma biçimidir (Bacha ve Mirakhor, 2013, s. 173). Buna karşın çalışmada bu isimlendirmenin seçilmesinin nedeni, sukuk ve İslami türev ürünlerin alternatifi olarak ortaya çıktıkları tahvil, bono ve türev ürünlerin borçlanma piyasalarına ait finansal araçlar olmaları, dolayısıyla bu finansal araçlar ile karşılaştırmanın daha anlaşılır olmasını sağlamaktır.

3.2.1. Sukuk (Kira Sertifikaları)

İslami finans literatüründeki adıyla sukuk, Türk mevzuatındaki adıyla ise kira sertifikaları, geleneksel borçlanma araçlarından tahvil ve bononun İslami finans sistemindeki karşılığıdır. Sukukun yerine getirdiği işlevler tahville benzerlik gösterse de uygulaması ve hukuki çerçevesi tahville farklılaşmaktadır. Sukuk en yalın haliyle, ticari bir varlığın menkul kıymetleştirilmek suretiyle sertifika şeklinde ihraç edilmesi olarak tanımlanabilir (Aktepe, 2013, s. 147). AAOIFI’nın tanımına göre sukuk, bir maddi duran varlığın mülkiyet hakkının ya da belirli bir projeye veya yatırım faaliyetine ait varlıkların kullanım hakkının eşit değerdeki paylarını temsil eden sertifikalardır

(AAOIFI, 2009, m. 1). SPK'nın Kira Sertifikaları Tebliği'nde ise kira sertifikaları olarak adlandırılan sukukun tanımı şu şekilde yapılmıştır; "Her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi (VKŞ)¹⁷ tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymettir." (SPK, 2013b, m. 3/h).

Sukuk fon ihtiyacını karşılamak amacıyla şirketler tarafından ihraç edilebildiği gibi devletler tarafından da ihraç edilebilmektedir. Devlet tarafından ihraç edilen sukuk sertifikaları "devlet sukuku" olarak adlandırılmaktadır. Sukuk, yatırımcılar tarafından hem ilk ihraçta hem de borsalarda işlem görmesi sayesinde ikincil piyasalarda alınıp satılabilmektedir (Yardımcıoğlu ve diğerleri, 2014, s. 207).

Diğer tüm İslami finans ürünleri gibi sukukun İslami kurallarla uyumlu olması gerekmektedir. Bu uyumun başında faiz, garar ve meysirden arındırılmış olması gerekmektedir. Sukuk ilave olarak birtakım özellikler daha taşımaktadır. Söz konusu özelliklerin en önemlileri şunlardır (Bacha ve Mirakhor, 2013, s. 174);

- Sukuk ihracı ile elde edilen fonlar yalnızca İslam'a aykırı olmayan faaliyet alanlarında kullanılmalıdır.
- Sukuk ihracı ile elde edilen fonların kullanılacağı maddi varlıkların özelliklerinin açık olarak tanımlanması gerekmektedir. Tahvilin aksine, sukuk ile elde edilen fonların ihraççının genel finansal ihtiyaçları için kullanılması mümkün değildir.
- Sukuk sahiplerinin elde edecekleri getiri, yalnızca sukukun paylarını temsil ettiği varlığın yarattığı nakit akışlarından sağlanmalıdır. İlgili varlık dışındaki diğer kaynaklardan sukuk yatırımcısına herhangi bir ödeme yapılamaz.
- Sukuk sahipleri, sukukun paylarını temsil ettiği varlığın mülkiyeti ve nakit akışları üzerinde payları nispetinde hak sahibidir.
- Sukuk ihracında yer alan taraflar arasında (ihraççı-yatırımcı) hak ve yükümlülük doğuran işlemler açık ve şeffaf bir şekilde önceden belirlenmelidir.
- Diğer İslami finans ürünlerinde olduğu gibi sukukta da sabit getiri elde edilemez.

¹⁷ Varlık Kiralama Şirketi (VKŞ): "Münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere anonim şirket şeklinde kurulmuş olan sermaye piyasası kurumu." (SPK, 2013b, m. 3/ö).

3.2.1.1. Sukuk, Tahvil ve Hisse Senedi Arasındaki Farklılıklar

Sukuk her ne kadar geleneksel borçlanma araçlarından tahvil ve bononun muadili olsa da hisse senedinin sahip olduğu birtakım özellikleri de bünyesinde barındırmaktadır. Bu açıdan sukukun karma tipte bir finansal araç olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Sukuk, tahvil ve hisse senedi arasındaki farklar, Tablo 19’da görülmektedir.

Tablo 19. Sukuk, Tahvil ve Hisse Senedi Arasındaki Farklılıklar

	Sukuk	Tahvil	Hisse Senedi
Kapsamı	İhraççı için borç hükmünde değildir. Belirli varlık, proje veya hizmetler üzerinde pay oranı nispetinde mülkiyet hakkını temsil eder.	İhraççı için borç hükmündedir.	İhraççı için borç hükmünde değildir. Bir şirket üzerinde pay oranı nispetinde ortaklık hakkını temsil eder.
Varlığa Dayalı Olma	Bir varlığın veya bir varlığa dayalı sözleşmenin en az %51’i sukuk ihracına dayanak olmalıdır.	Genellikle böyle bir şart aranmaz.	Böyle bir şart aranmaz.
Sahibine Verdiği Haklar	Belirli varlık, proje veya hizmetler üzerinde pay oranı nispetinde mülkiyet ve kâr payı alma hakkı vardır.	Borç verdiği tutar karşılığında anapara ve faizini isteme hakkı vardır.	Şirket üzerinde pay oranı nispetinde ortaklık ve kâr payı alma hakkı vardır.
Anapara ve Getiri	İhraççı tarafından garanti edilmez. Sabit getiri yoktur.	İhraççı tarafından garanti altına alınmıştır. Sabit getirilidir.	Şirket tarafından garanti edilmez. Sabit getiri yoktur.
Kullanım Amacı	Yalnızca İslami açıdan uygun faaliyet alanlarında kullanılabilir.	Herhangi bir alanda veya amaçla kullanılabilir.	Herhangi bir alanda veya amaçla kullanılabilir.
Sahibinin Yükümlülükleri	Pay oranı ile sınırlı kalmak koşuluyla sukukun dayalı olduğu varlık, proje veya hizmet ile ilgili önceden belirlenmiş yükümlülükler ile sorumludur.	Hiçbir sorumluluğu yoktur.	Pay oranı ile sınırlı kalmak koşuluyla şirket ile ilgili tüm durumlardan sorumludur.

Kaynak: Omar, Abduh ve Sukmana, 2013, s. 80.

Tablo 19’den de anlaşıldığı üzere, sukuk pek çok açıdan tahvilden farklılaşmaktadır. İlk dikkati çeken nokta, sukuk tahvil gibi bir borçlanma aracı değildir. Sahibine sukukun dayanak olarak aldığı varlık, proje veya hizmet üzerinde mülkiyet hakkı ve nakit akışları üzerinde hak sağlar. Mülkiyet hakkı sağlaması özelliği ile hisse senedine daha çok benzemektedir. Ancak hisse senedi temsil ettiği pay oranı nispetinde tüm şirket üzerinde mülkiyet hakkı sağlarken, sukuk yalnızca dayanak olarak ihraç

edildiği varlık üzerinde mülkiyet hakkı sağlar. Sukukta anapara ve getiri ödemesi garanti edilmemektedir. Sukukun dayandığı varlığın, projenin veya hizmetin kâr durumuna bağlı olarak getiri elde edilebildiği gibi, zarar oluşması durumunda zarar pay oranında paylaşılır. Tahvil de ise ihraççının kâr/zarar etme durumuna bakılmadan tahvil sahibinin anapara ve faiz getirisi ihraççı tarafından garanti edilmektedir. Sukukun bu özelliği de hisse senedine benzemektedir. Zira hisse senedinde de hisse senedi sahibine bir getiri garantisi verilmemektedir. Sukuku hem tahvil ve hem de hisse senedinden ayıran hususlardan birisi varlığa dayalı olma zorunluluğudur. Tahvil ve hisse senedinde ise böyle bir koşul aranmamaktadır. Sukukun tahvil ve hisse senedi ile arasındaki farklardan bir diğeri ise elde edilen fonların kullanım alanı ile ilgilidir. Sukuk ile elde edilen fonlar ihraççı tarafından sadece İslam'a aykırı olmayan alanlarda kullanılabilirken, tahvil ve hisse senedinde ise böyle bir kısıtlama bulunmamaktadır.

3.2.1.2. Sukuk Çeşitleri ve Türk Mevzuatındaki Karşılıkları

Sukuk, katılım bankacılığı da dahil olmak üzere diğer tüm İslami finans enstrümanlarının dayandığı ticari sözleşmelere dayalı olarak yapılandırılmış bir finansal araçtır. Hatırlanacağı üzere bu sözleşmelerin İslami finans endüstrisinde en sık kullanılan türleri; mudarebe, müşareke, murabaha, icare, selem, istisna ve vekalet sözleşmeleridir. Bu bağlamda uluslararası sistemde en çok kullanılan sukuk türleri ve Türk mevzuatındaki karşılıkları şunlardır;

- İcare Sukuk (Sahipliğe Dayalı Kira Sertifikaları ve Yönetim Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikaları),
- Murabaha Sukuk (Alım-Satıma Dayalı Kira Sertifikaları),
- Müşareke / Mudarebe Sukuk (Ortaklığa Dayalı Kira Sertifikaları),
- İstisna Sukuk (Eser Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikaları),
- Selem Sukuk (Mevzuatta Karşılığı Bulunmamaktadır).

Sukuk türlerine geçmeden, sukuk işleyişinin temel unsurlarından birisi olan, uluslararası İslami finans literatüründeki ismiyle “Özel Amaçlı Aracı Kurumlar (Special Purpose Vehicles-SPVs)” SPK mevzuatındaki ismi ile “Varlık Kiralama Şirketleri”nden bahsetmekte yarar görülmektedir. Varlık kiralama şirketleri, kira sertifikası ihraç etmek amacıyla anonim şirket şeklinde kurulmuş sermaye piyasası kurumlarıdır (SPK, 2013b,

m. 3/ö). Kiralama süresi boyunca kiralamaya esas olan varlığın yönetiminden ve yatırımcılarla ilişkilerden VKŞ sorumludur. Temerrüt halinde varlık veya haklar üzerinde doğrudan tasarruf yetkisine sahip kuruluşlardır. SPK Kira Sertifikaları Tebliği'ne göre (2013b, m. 12/a-f) VKŞ'ler, şu kurum ve ortaklıklar tarafından kurulabilir;

- Bankalar,
- Portföy aracılığı, genel saklama hizmeti veya aracılık yüklenimi faaliyetinden herhangi birini yürütecek olan aracı kurumlar,
- İpotek finansmanı kuruluşları,
- Payları piyasada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları,
- SPK'nın kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde belirlenen birinci ve ikinci grupta yer alan halka açık ortaklıklar,
- Derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak notlandırma ölçeğine göre ihracın para birimi cinsinden yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen uzun vadeli derecelendirme notunu alan ortaklıklar,
- Sermayelerinin %51 veya daha fazlası doğrudan Hazine Müsteşarlığı'na ait olan ortaklıklar.

I. İcare Sukuk (Sahipliğe Dayalı Kira Sertifikaları ve Yönetim Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikaları)

İcare sözleşmeleri, bir maddi varlığın kullanım hakkının belirli bir süre için devrini, diğer bir ifadeyle kiralanmasını sağlayan ticari sözleşmelerdir. İcare sukuk, İslami finans endüstrisinde en çok ihracı gerçekleştirilen sukuk türüdür. İcare sukukun temel işleyişi şu şekildedir: Fon ihtiyacı olan şirket ya da devlet mülkiyetine sahip olduğu bir duran varlığı veya taşınmazı, kendi kurduğu veya banka vb. bir aracı kurumun kurmuş olduğu VKŞ'ye satar. VKŞ bu satın alma dolayısıyla şirkete karşı doğan borcunu, sukuk ihraç ederek yatırımcılardan karşılar. Sukuk yatırımcılardan elde ettiği tutarı borcuna karşılık şirkete öder. Daha sonra mülkiyetine geçen varlığı veya taşınmazı şirkete kiralar. Şirket sukuk vadesi boyunca varlığın kullanım bedeli olarak VKŞ'ye kira öder. Ödenen bu kira, VKŞ tarafından sukuk sahiplerine kira geliri olarak ödenir. Vade sonunda VKŞ varlığı veya taşınmazı şirkete geri satar. Geri satımdan elde edilen gelir ile de sukuk sahiplerinin anaparaları ödenir (Yanpar, 2015, s. 218).

İcare sukuk uygulaması, geleneksel finansman yöntemlerinden leasingi akla getirmektedir. Ancak icare sukuk ile leasing arasında farklılıklar bulunmaktadır. İcare sukukun leasing temel farklılıkları şunlardır (Yanpar, 2015, s. 217);

- Kiraya veren taraf, tüm kiralama dönemi süresince varlığın mülkiyetine sahip olmalıdır.
- Kiralayan tarafın temerrüde düşmesi veya kira ödemelerini geciktirmesi durumunda kiraya veren taraf faiz işletemez.
- Kiraya konu varlığın kullanım koşulları yapılan sözleşmede açıkça belirtilmek zorundadır.
- Kiralama, sözleşmenin yapıldığı anda değil varlığın teslim edildiği anda başlamaktadır.
- Kiraya konu varlığın mülkiyeti sözleşme bitiminde kiralayan tarafa geçecekse, mülkiyet geçişinin ayrı bir satış sözleşmesi ile gerçekleştirilmesi gerekmektedir.

İcare sukukun SPK'nın Kira Sertifikaları Tebliği'ndeki karşılıkları, sahipliğe dayalı kira sertifikaları ve yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikalarıdır. Sahipliğe dayalı kira sertifikaları icare sukuk ile birebir aynı özelliklere sahipken, yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, kira sertifikasına dayanak olan varlığın veya taşınmazın mülkiyet devri ile ilgili hususlarda birtakım farklılıklar göstermektedir. Burada fon ihtiyacı olan şirketin sahip olduğu varlığın mülkiyeti VKŞ'ye geçmemekte, yalnızca varlığın yönetimi, yapılan sözleşme uyarınca VKŞ tarafından yürütülmektedir. Böyle bir kira sertifikası türünün var olmasının nedeni, varlığın veya taşınmazın VKŞ'ye devri ve vade sonunda şirkete geri satımı işlemleri sırasında ortaya çıkan alım-satım masraflarından kurtulmak istenmesidir (KT Portföy, 2018).

Sahipliğe dayalı kira sertifikaları SPK tebliğinde, kaynak kuruluşa veya üçüncü kişilere kiralanmak veya VKŞ adına yönetilmek üzere VKŞ tarafından kaynak kuruluştan devralınacak varlık ve hakların finansmanını sağlamak için ihraç edilen kira sertifikaları olarak tanımlanmıştır (SPK, 2013b, m. 5/1). Tebliğin aynı maddesinin 2., 3., 4. ve 5. fıkralarında, sahipliğe dayalı kira sertifikalarının ihracına ve varlığın geri alınmasına ilişkin şartlar şu şekilde düzenlenmiştir;

- İhraçlarda, dayanak varlığın veya hakkın sahipliğinin VKŞ'ye devrine ilişkin sözleşme düzenlenmesi, devre konu varlık ve hakların devrinin tescile veya

ilgili mevzuat uyarınca özel şekil şartlarına tabi olması durumunda devir için gerekli işlemlerin yerine getirilmesi ve VKŞ'nin temerrüt halinde varlık veya haklar üzerinde doğrudan tasarruf yetkisine sahip olması zorunludur.

- Sahipliğe dayalı kira sertifikası ihraç tutarı, hazırlanan yeniden değerlendirme raporunda tespit edilen gerçeğe uygun değerın %90'ını aşamaz.
- İhraca dayanak varlığın gayrimenkul olması durumunda ve kaynak kuruluşun talep etmesi halinde geri alım hakkının tapu kütüğüne şerh edilmesi zorunludur.
- İhraçlara konu varlık ve haklar üzerinde kira sertifikası sahiplerinin menfaatine aykırı olarak üçüncü kişiler lehine hiçbir ayni veya şahsi hak tesis edilmemiş olması ve varlık ile haklar üzerinde haciz veya tedbir bulunmaması zorunludur.

Tebliğde yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikaları ise kaynak kuruluşa ait varlık veya hakların vade boyunca kiralanması da dahil olmak üzere VKŞ lehine yönetilmesi neticesinde elde edilen gelirlerin sözleşme hükümleri çerçevesinde VKŞ'ye aktarılması amacıyla ihraç edilen kira sertifikaları şeklinde tanımlanmıştır (SPK, 2013b, m. 6/1). İhraçlara ilişkin olarak ise; ihraçlarda kaynak kuruluş ile VKŞ arasında, kaynak kuruluşu ait varlık veya hakların mülkiyeti devredilmeksizin VKŞ lehine yönetilmesini konu alan sözleşme düzenlenir. VKŞ'nin elde edeceği gelir veya bu gelirin hesaplanmasına ilişkin esasların ilgili sözleşmede düzenlenmesi zorunludur, hükmü yer almaktadır (SPK, 2013b, m. 6/2).

II. Murabaha Sukuk (Alım-Satıma Dayalı Kira Sertifikaları)

Murabaha, bir malın satıcı tarafından maliyetinin üzerine kârının eklenmesiyle satışının yapılmasına imkân veren bir satış sözleşmesidir. Murabaha sözleşmesine dayalı sukukun temel işleyişi şu şekilde gerçekleşmektedir: VKŞ, belirli bir malın alımı için sukuk ihraç eder. Sukuk ihracından elde ettiği meblağ ile şirketin ihtiyaç duyduğu malı satın alır. Satın aldığı malı üzerine vade farkını da ekleyerek şirkete satar. Şirketten sukuk vadesi boyunca taksitli olarak malın bedelini tahsil eder. Şirket tarafından ödenen taksitler ile sukuk sahiplerinin anaparalarını ve kira gelirlerini öder (Yanpar, 2015, s. 227).

Murabaha sukukun SPK tebliğindeki karşılığı alım satıma dayalı kira sertifikalarıdır. Alım-satıma dayalı kira sertifikaları tebliğde; bir varlık veya hakkın VKŞ tarafından satın alınarak şirketlere vadeli olarak satılması işleminde varlık veya hak alımının finansmanını sağlamak için ihraç edilen kira sertifikaları, olarak tanımlanmıştır (SPK, 2013b, m. 7/1). Aynı maddenin 2. ve 3. fıkralarında alım-satıma dayalı kira sertifikalarının ihraç işlemine ilişkin şu hükümler yer almaktadır: İhraçlarda VKŞ en geç, ihraçtan elde edilen fonların hesabına aktarıldığı günü izleyen iş günü varlık veya hakları spot piyasadan alarak maliyetinin üzerinde bir bedelden vadeli olarak satmak zorundadır. Bu işlemin söz konusu sürede gerçekleştirilmemesi halinde kira sertifikası ihracı karşılığında toplanan fonlar, yatırımcılara en geç VKŞ hesabına aktarılmasını izleyen ikinci iş günü iade edilir. Ayrıca ihraçlara konu varlık veya hakların Borsa İstanbul Anonim Şirketi veya diğer likit piyasalarda alınıp satılması zorunludur.

III. Müşareke / Mudarebe Sukuk (Ortaklığa Dayalı Kira Sertifikaları)

Müşareke, iki veya daha fazla kişinin bir araya gelerek sermayelerini ya da emeklerini ortaya koydukları, kâr/zarar paylaşımına dayalı bir ortaklık meydana getiren ticari bir sözleşmedir. Müşareke sözleşmesine dayalı sukuk, temel olarak şu şekilde işlemektedir: Girişimci bir varlık veya taşınmaz ortaklığa sermaye olarak koyar. VKŞ sukuk ihraç ederek elde ettiği fonları sermaye olarak girişime koyar. Girişimci ortaklığı yönetir ve elde ettiği kârın sözleşme uyarınca bir kısmını kendisine alır, kalanı VKŞ'ye aktarır. VKŞ ortaklıktan elde ettiği kârı sukuk yatırımcılarına kâr payı olarak dağıtır. Sukuk vadesi sonunda, girişimci ortaklık üzerindeki payını VKŞ'den satın alır. VKŞ satıştan elde ettiği meblağ ile sukuk sahiplerinin anaparalarının ödemesini gerçekleştirir (Yanpar, 2015, s. 223).

Mudarebe ise bir tarafın sermaye sağladığı diğer tarafın ise emeğini ve zamanını ortaya koyduğu bir ortaklık meydana getiren ticari bir sözleşmedir. Bu ortaklık tipinde sermaye sahibi rabb-ul mal, girişimci olan emek sahibi ise mudarib olarak adlandırılmaktadır. Mudarebe sözleşmesini esas olarak yapılandırılan sukukun temel işleyişi şu şekildedir: VKŞ, bir ortak girişime taraf olmak için sukuk ihraç eder. Sukuk ihracından elde ettiği fonlarla girişime, girişimci ve varsa diğer ortaklarla birlikte ortak olur. Girişim, sukuk ihracından elde edilen fon ile finanse edilir ve girişimden elde

edilen kârın bir kısmı sözleşmede belirlenen oranda girişimci de kalır. Kalan kısım VKŞ’de kalır ve sukuk sahiplerine kâr payı olarak dağıtılır (Yanpar, 2015, s. 221).

SPK’nın Kira Sertifikaları Tebliği’nde müşareke sukuk ve mudarebe sukuk ayrı ayrı isimlendirilmemiş, iki sukuk türü de ortaklığa dayalı kira sertifikaları sınıflandırması altında ele alınmıştır. Ortaklığa dayalı kira sertifikaları tebliğde; VKŞ’nin ortak girişime ortak olmak amacıyla ihraç ettiği kira sertifikaları olarak tanımlanmıştır (SPK, 2013b, m. 8/1). Müşareke sukuka karşılık gelen ortaklığa dayalı kira sertifikalarının ihracına ilişkin esaslar, tebliğin 2. fıkrasında şu şekilde hükme bağlanmıştır;

- Münhasıran VKŞ’nin sermaye koyduğu ortak girişimlerin finanse edildiği ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında; ortak girişimin yönetimi, girişimci veya girişimcinin atadığı üçüncü bir kişi tarafından gerçekleştirilir.
- Ortak girişimden elde edilecek kârın girişimci ve VKŞ arasındaki paylaşım oranı veya vekalet sözleşmesi kapsamında girişimcinin alacağı sabit ücret ortaklık sözleşmesinde belirtilir. Ortak girişimin sermaye şirketi olarak yapılandırıldığı ihraçlarda ise paylaşım oranı veya vekaleten yönetim ücreti şirket sözleşmesi veya esas sözleşmede ayrıca düzenlenir. Ancak girişimcinin kötü niyeti veya hukuka aykırı eylemleri dolayısıyla oluşabilecek olası zararlar hariç olmak üzere ortak girişimin zararlarla sonuçlanması halinde, VKŞ bu zarara koyduğu sermaye ile sınırlı olarak katlanır.
- Girişimcinin veya girişimci tarafından atanan üçüncü kişilerin kötü niyeti veya hukuka aykırı eylemleri dolayısıyla oluşabilecek olası zararların tazmini amacıyla girişimciden teminat istenip istenmeyeceği, istenecekse teminatın nitelik ve niceliğine ilişkin hükümler ortaklık sözleşmesi, şirket sözleşmesi veya esas sözleşmede düzenlenir.

Mudarebe sukuka karşılık gelen ortaklığa dayalı kira sertifikalarının ihracına ilişkin hükümler ise tebliğin 3. fıkrasında yer almaktadır;

- VKŞ’nin nakdi sermaye, diğer ortakların ise kişisel emek veya ticari itibar haricinde sermaye koyduğu ortak girişimlerin finanse edildiği ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında; ortak girişimin yönetimi, ortaklardan herhangi birisi veya ortaklarca atanan üçüncü bir kişi tarafından gerçekleştirilir.

- Ortak girişimden elde edilecek kârın VKŞ ve diğer ortaklar arasındaki paylaşım oranı ortaklık sözleşmesinde belirtilir. Ortak girişimin sermaye şirketi olarak yapılandırıldığı ihraçlarda ise paylaşım oranı şirket sözleşmesi veya esas sözleşmede ayrıca düzenlenir. Ancak girişimcinin kötü niyeti veya hukuka aykırı eylemleri dolayısıyla oluşabilecek olası zararlar hariç olmak üzere ortak girişimin zararlarla sonuçlanması halinde, ortaklar bu zarara sermaye payları oranında ve koydukları sermaye ile sınırlı olarak katlanırlar.
- Ortak girişimin VKŞ dışındaki ortaklarının veya bunlar tarafından atanan üçüncü kişilerin kötü niyeti veya hukuka aykırı eylemleri dolayısıyla oluşabilecek olası zararların tazmini amacıyla bu ortaklardan teminat istenip istenmeyeceği, istenecekse teminatın nitelik ve niceliğine ilişkin hükümler ortaklık sözleşmesi, şirket sözleşmesi veya esas sözleşmede düzenlenir.

Tebliğin 4., 5. ve 6. fıkralarında ise hem müşareke hem de mudarebe sözleşmesini esas alan ortaklığa dayalı kira sertifikalarının ihracına ilişkin ortak hükümlere yer verilmiştir;

- Ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraç tutarı, hazırlanan değerlendirme raporunda tespit edilen gerçeğe uygun değer % 90'ını aşamaz.
- İhraçlarda VKŞ, kira sertifikası sahiplerinin temsilcisi veya güvenilir kişi olarak tayin edilmek suretiyle, ortak girişimin veya diğer ortakların ortak girişim dışındaki malvarlıkları üzerinde ihraç tutarı kadar kira sertifikası sahipleri yararına VKŞ lehine rehin kurulması zorunludur. Gayrimenkuller üzerinde rehin kurulması halinde kira sertifikalarının adedi gayrimenkulün kayıtlı olduğu tapu kütük sayfasının rehinler hanesine ait düşünceler sütununda belirtilir.
- İhraçlarda girişimci, ortak girişimin VKŞ dışındaki ortakları veya bunlar tarafından atanan üçüncü kişilerin kötü niyeti veya hukuka aykırı fiilleri nedeniyle ortak girişimin zararlarla sonuçlanması halinde; varsa öncelikle ortaklık sözleşmesi, şirket sözleşmesi veya esas sözleşmede düzenlenmiş olan teminatlar, bu teminatların verilmemiş olması veya zararı karşılamada yeterli olmaması durumunda bu maddenin beşinci fıkrası çerçevesinde kurulan rehin, paraya çevrilerek kira sertifikası sahiplerine ödeme yapılır.

IV. İstisna Sukuk (Eser Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikaları)

İstisna sözleşmeleri, özellikle inşaat işlerinde ve bir kısım özellikli ürünün üretiminde kullanılan, ödemelerin bir kısmının üretim süreci devam ederken yapıldığı, iş bitiminde de tüm ödemelerin yapıldığı sözleşme türüdür. İstisna sözleşmesine dayalı sukuk, icare sukukun özelliklerini de bünyesinde barındırmaktadır. Başka bir ifadeyle hem istisna hem de icare sözleşmesine dayanan karma bir yapıya sahiptir. İstisna sukukun temel işleyişi şu şekildedir: VKŞ, yapılacak/üretilecek varlık, bina vb. bir eserin yapılmasına yönelik olarak esere ihtiyacı olan şirket ile istisna sözleşmesi yapar. Bu sözleşmeye istinaden sukuk ihracını gerçekleştirir. İhraçtan elde ettiği fon ile eserin siparişini verir ve ödemeleri gerçekleştirir. Eserin yapımı tamamlandığında mülkiyeti VKŞ'ye geçer. Mülkiyet geçişinin ardından VKŞ ile şirket arasında icare sözleşmesi yapılır ve VKŞ tamamlanan eseri şirkete kiralar. Sürecin bundan sonraki işleyişi icare sukuk ile aynıdır. Sukuk vadesi boyunca şirket VKŞ'ye kira bedeli öder. VKŞ tahsil ettiği kira bedellerini sukuk sahiplerine kira geliri olarak öder. Vade sonunda VKŞ eseri şirkete geri satar. Satış bedeli ile de sukuk sahiplerinin anaparaları ödenir (Yanpar, 2015, s. 228).

İstisna sukukun SPK tebliğinde karşılığı eser sözleşmesine dayalı kira sertifikalarıdır. Tebliğin 9/1. maddesinde eser sözleşmesine dayalı kira sertifikaları; VKŞ'nin iş sahibi sıfatıyla taraf olduğu bir eser sözleşmesi kapsamında eserin meydana getirilmesini sağlamak amacıyla ihraç edilen kira sertifikaları, şeklinde tanımlanmıştır. Söz konusu kira sertifikalarının ihraç işlemlerine ilişkin hükümler aynı maddenin 2., 3., 4. ve 5. fıkralarında şu şekilde açıklanmıştır;

- İhraçlarda VKŞ kendi adına ve kira sertifikası sahipleri hesabına akdedilecek eser sözleşmesine iş sahibi sıfatıyla taraf olur. Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihracı kapsamında eser sözleşmesinin yanı sıra hizmet, kat veya arsa karşılığı inşaat ya da ortaklık gibi amaca uygun sair sözleşmeler düzenlenebilir.
- VKŞ meydana getirilecek eseri önce kiralayarak veya kiralamaksızın doğrudan satış sözleşmesine konu edebilir. Kira sertifikasının vade bitimi tarihi itibarıyla satış bedelinin tamamının VKŞ tarafından tahsil edilmesi ve kira sertifikası sahiplerine ödeme yapılması zorunludur.

- Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraç tutarı, hazırlanan değerlendirme raporunda tespit edilen gerçeğe uygun değer % 90'ını aşamaz.
- Eser bedelinin VKŞ tarafından peşin ödendiği durumlarda, eserin tam ve zamanında tamamlanmasını teminen yüklenici tarafından VKŞ lehine menkul ve gayrimenkul rehni veya benzer nitelikte teminat verilmesi zorunludur.

V. Selem Sukuk

Selem sözleşmeleri, belirli koşullar altında geçerli olmak kaydıyla, ürünün tesliminin ileri bir tarihte, ödemenin ise sözleşme anında yapıldığı ticari sözleşmelerdir. Selem sukuk, teslimini ileri bir tarihte yapacağı varlıklar için fona ihtiyaç duyan şirketin fon sağlayabilmesi için VKŞ tarafından ihraç edilen sukuk türüdür. Bu sukuk türünde yapının içerisinde bir vekil ya da garantör şirket de yer almaktadır. Selem sukukun temel işleyişi şu şekildedir: VKŞ selem sözleşmesi uyarınca sukuk ihraç eder. Sukuk ihracından elde ettiği fonu şirkete aktarır. Şirket bu fonla sipariş aldığı varlıkların üretimini gerçekleştirir. Teslim vadesi geldiğinde ürettiği varlıkları vekile teslim eder. Vekil üzerine kârını da koyarak bu varlıkları satar. Vekil, satıştan elde ettiği meblağı VKŞ'ye aktarır. VKŞ de bu meblağı sukuk sahiplerine öder. Selem sukukta, diğer sukuk türlerinin aksine sukuk vadesi boyunca sukuk sahiplerine kira geliri ya da kâr payı ödemesi yapılmamaktadır (Yanpar, 2015, s. 225). Selem sukuk, SPK'nın Kira Sertifikaları Tebliği'nde tanımlanan sukuk türleri arasında bulunmamaktadır. Bu nedenle Türkiye'de selem sukuku ihracı gerçekleştirilmesi mümkün değildir.

3.2.2. İslami Türev Ürünler

Türev ürünler, risk transferinin kolaylıkla transferini sağlamak amacıyla dizayn edilmiş finansal araçlardır. Bu finansal araçların türev olarak adlandırılmalarının nedeni, değerlerinin dayanak varlığın değerine bağlı olmasıdır. Türev ürünlerin en temel işlevleri, risk yönetimi ve geleceğe dönük fiyat keşfine yardımcı olmalarıdır. Özellikle faiz oranı, döviz kuru ve fiyat riskinden korunmak amacıyla kullanılmaktadır. Bununla birlikte, türev ürünler spekülasyon ve arbitraj amacıyla da kullanılan finansal araçlardır (Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 508).

Sermaye piyasalarında en bilinen ve en çok işlem gören türev ürünler; forward sözleşmeleri, futures sözleşmeleri, opsiyonlar ve swap (takas) sözleşmeleridir (Brigham ve Ehrhardt, 2014, s. 1A–1). Forward sözleşmeleri; bir malın fiyatı, vadesi, miktarı ve kalitesi gibi niteliklerinin bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlandığı işlemlerdir. Forward sözleşmeleri bir mal için yapılabildiği gibi, döviz kuru ve faiz oranı için de yapılabilir (Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 509). Forward sözleşmeleri, alıcı taraf için ihtiyaç duyduğu malın ihtiyacı olduğu tarihte fiyatının yükselme ihtimaline karşı fiyat artışından alıcı tarafı korurken, satıcı taraf için ise üretilecek malın üretim tarihinde fiyatında yaşanabilecek düşümlere karşı satıcıyı bu fiyat düşüşünden korumaktadır. Bu sözleşmeler iki tarafın ihtiyaçlarına göre yüz yüze yaptıkları ve tezgâh üstü piyasalarda işlem gören sözleşmelerdir. İhtiyaçları kesişen tarafların birbirlerini bulmaları ve anlaşmaları zor olduğu için forward sözleşmeleri piyasası görece küçüktür. Ayrıca vade tarihinde taraflardan birinin temerrüde düşmesi ihtimaline karşı herhangi bir teminat sistemi bulunmamaktadır. Forward sözleşmelerinin söz konusu dezavantajlarını ortadan kaldırmak için, futures sözleşmeleri kullanılmaktadır. Futures sözleşmelerinin temel mantığı forward sözleşmeleri aynı olmakla birlikte, aralarında birtakım farklılıklar bulunmaktadır. Futures sözleşmeleri, organize piyasalarda işlem görmektedir. Ayrıca taraflardan birinin temerrüde düşmesi ihtimaline karşın, sözleşme teminat altına alınmaktadır (Brigham ve Ehrhardt, 2014, s. 1A–2). Tablo 20’de futures ve forward sözleşmeleri arasındaki farklılıklar yer almaktadır.

Tablo 20. Futures ve Forward Sözleşmeleri Arasındaki Farklılıklar

Futures Sözleşmeleri	Forward Sözleşmeleri
Organize piyasalarda işlem görür.	Tezgah üstü piyasalarda işlem görür.
Sözleşmeler standarttır.	Sözleşmeler tarafların ihtiyaçlarına göre düzenlenir.
İkincil piyasalarda alınıp satılabilir.	İkincil piyasalarda alınıp satılamaz.
Teminat sistemi vardır.	Teminat sistemi yoktur.
Günlük hesaplaşma vardır.	Günlük hesaplaşma yoktur.
Ters işlemle pozisyon kapatılabilir.	Vade sonunda malın teslimi ile sözleşme sona erer.
Fiyatlar piyasadaki arz-talebe göre oluşur.	Fiyatlar, taraflar arasında pazarlıkla belirlenir.

Kaynak: Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 519.

Türev ürün türlerinden biri de opsiyonlardır. Bir opsiyon sözleşmesi sahibine, bir varlığı belirli bir fiyattan belirli bir tarihte ya da öncesinde alma ya da satma hakkı verir. Alma hakkı veren opsiyonlar satın alma opsiyonu, satma hakkı veren opsiyonlar

ise satma opsiyonu olarak isimlendirilmektedir. En çok kullanılan opsiyon tipleri, döviz ve faiz oranı opsiyonlarıdır (Brigham ve Ehrhardt, 2014, s. 1A–3). Swap sözleşmeleri ise özellikle farklı ülkelerde ticaret yapan kuruluşların alacaklarını ve yükümlülüklerini birbirleriyle takas etmeleri işlemidir. Bu sayede farklı ülkelerdeki kur ve faiz oranı değişkenliklerinden korunma imkânı sağlanmış olmaktadır. Swap sözleşmeleri korunma işlevinin yanında arbitraj olanağı da sağlamaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 548). Burada temel enstrümanlarından bahsedilen türev ürünlerin, iç içe geçmiş kompleks yapılara sahip pek çok çeşidi bulunmaktadır. 2008 küresel finansal krizi, bu kompleks türev ürünlerin önü alınamayacak derece artması ve yapılarının git gide karmaşıklaşması neticesinde meydana gelmiştir. A.B.D. konut kredilerinde ortaya çıkan sorunlar, bu kredileri dayanak alan türev ürünleri de etkilemiş ve bu ürünlerin kompleks yapılarının bir sonucu olarak domino etkisiyle tüm piyasaları etkisi altına almıştır.

Türev ürünlerin İslami finans sistemi içerisinde tam bir karşılıklarının bulunduğunu söylemek pek mümkün değildir. Zira türev ürünler yapıları ve temel mantıkları itibariyle, İslami finans kuralları ile çatışmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde de bahsedildiği gibi, İslami finansın temel ilkeleri arasında aşırı belirsizlikten kaçınma (garar yasağı) ve aşırı risk alma ve kumar benzeri davranışlardan kaçınma (meysir yasağı) yer almaktadır. Türev ürünlerin mantığının ise tam olarak garar ve meysir üzerine oturduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Çünkü türev ürün sözleşmelerine taraf olanlar, fiyat, kur, faiz oranı vb. parametrelerin gelecekte oluşacak değerlerini, beklentileri üzerine fiyatlamaktadır. Bu fiyatlamalar her ne kadar salt öngörüler üzerinden değil, bir takım istatistiksel/finansal hesaplamalar ve kişisel tecrübeler üzerinden yapılıyor olsa da, yine de bu durum yapılan sözleşmeler üzerindeki belirsizliği ve riski ortadan kaldırmamaktadır (Yanpar, 2015, s. 239).

İslami finans ilkeleri açısından sakıncaları olması ve İslam alimlerinin çoğunluğunun onay vermemesine karşın, özellikle Malezya’da türev ürün benzeri İslami finans enstrümanlarının işlem gördüğü bilinmektedir. Bu enstrümanların başında, selem sözleşmesine dayalı olarak geliştirilen türev ürünler gelmektedir. Daha önce de değinildiği gibi selem sözleşmeleri, belirli koşullar altında geçerli olmak kaydıyla, ürünün tesliminin ileri bir tarihte, ödemenin ise sözleşme anında yapıldığı ticari sözleşmelerdir. Selem sözleşmeleri ile forward sözleşmeleri arasındaki en önemli farklılık, selem sözleşmesinde ödemenin sözleşme anında yapılıyor olmasıdır. Bilindiği gibi forward sözleşmelerinde ödeme, vade sonunda yapılmaktadır. Geleneksel türev

ürünlere benzeyen bir diğer İslami ticaret sözleşmesi ise urbun sözleşmesidir. Urbun sözleşmesi, alıcının sözleşmenin yapıldığı tarihte satıcıya ön ödeme yaptığı yani kapora verdiği bir sözleşme türüdür. Alıcının sözleşme süresince alımdan vazgeçmediği ve sözleşme sonunda malı teslim aldığı durumda, kapora bedeli malın bedelinden düşülmektedir. Ancak sözleşme süresi içerisinde alıcının malı almaktan cayması durumunda, kapora satıcıda kalmaktadır. Geleneksel türev ürünlerden satın alma opsiyonuna benzeyen urbun sözleşmesi ile opsiyon arasındaki farklılık, satın alma opsiyonunda opsiyon bedelinin her koşulda satıcıda kalıyor olmasına karşın urbun sözleşmesinde mal alıcı tarafından satın alındığı takdirde kapora bedelinin malın bedelin düşülüyor olmasıdır (Rizvi, Bacha ve Mirakhor, 2016, s. 59–60).

İslami finans alanında, bahsedilen türev ürün benzeri sözleşmelerin yanı sıra, vaat sözleşmeleri ve sukuk tabanlı birtakım türev ürünler geliştirilmektedir. Ancak türev ürünlerin yapıları gereği yüksek risk ve belirsizlik içermeleri, İslam âlimlerinin bu araçlara şüpheyle yaklaşmalarına neden olmuş, bu durum da İslami türev ürünlerin gelişiminin diğer İslami finans ürünlerine göre geride kalması sonucunu doğurmuştur.

4. TEORİK ÇERÇEVE VE ÖNCEKİ ÇALIŞMALAR

İdeal olarak tüm yatırımcılar, en yüksek beklenen getiriyi sunan finansal araçlara sahip olmak ister. Ne var ki, gerçek hayatta yüksek getiri elde edebilmek için ödenmesi gereken bir bedel bulunmaktadır. Bu bedel, finansal aracın bünyesinde barındırdığı risk düzeyidir. Yüksek getiriye sahip finansal araçların sıfır riske sahip olduğu varsayıldığında, bu araçlara olan talebin artacağı ve dolayısıyla fiyatlarının da yükseleceği açıktır. Fiyatların yükselmesi bu finansal araçların cazibesini azaltacak, yüksek fiyatlara bağlı olarak beklenen getiri oranı düşecektir. Bu nedenle sermaye piyasalarında risk-getiri dengesi olarak adlandırılan bir denge mekanizması mevcuttur. Risk-getiri dengesi, yüksek risk barından finansal araçların düşük riskli finansal araçlara nazaran daha yüksek beklenen getiri sağlamasıdır (Bodie, Kane ve Marcus, 2013, s. 11).

4.1. Risk

Genel anlamıyla risk, zarara uğrama tehlikesidir (TDK, 2018). Finansal anlamda ise beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığıdır. Finansal risk, yatırımcılar tarafından kontrol edilebilme veya sınırlandırılabilme imkânına bağlı olarak sistematik risk ve sistematik olmayan risk şeklinde ikiye ayrılmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 587).

4.1.1. Sistemik Risk

Sistemik risk, düşük ya da yüksek seviyede tüm finansal varlıkları etkileyen risk türü olarak tanımlanmaktadır. Ekonomik koşullarda yaşanan olumsuzluklar, politik ve sosyal belirsizlikler gibi etmenler, hepsini aynı derecede etkilemese de finansal piyasalardaki tüm varlıkları ve finansal araçları bir şekilde etkilemektedir. Sistemik risk tüm piyasaya nüfuz ettiği için yatırımcıların sistemik riski kontrol etme ya da sınırlandırabilme imkânı bulunmamaktadır. Başka bir ifadeyle, sistemik risk çeşitlendirme vasıtasıyla ortadan kaldırılamamaktadır (Ross, Westerfield ve Jaffe, 2013,

s. 354). Sistematik riskin kaynakları; satın alma gücü (enflasyon) riski, faiz oranı riski, piyasa riski, politik risk ve kur riski şeklinde sınıflandırılabilir.

Satın Alma Gücü (Enflasyon) Riski: Satın alma gücü riski, fiyatların genel seviyesinin yükselmesi nedeniyle paranın satın alma gücünün azalması olarak ifade edilebilir. Bu durum tüm finansal varlıkların değerini etkilemektedir. Ancak tahvil gibi sabit getiri sağlayan menkul kıymetlerin, satın alma gücü riskinden hisse senetlerine göre daha çok etkilendikleri bilinmektedir (Akgüç, 2013, s. 865).

Faiz Oranı Riski: Faiz oranı riski, ekonomideki genel faiz hadlerinin yükselme olasılığıdır. Faiz oranı riskinden tıpkı enflasyon riskinde olduğu gibi sabit getirili menkul kıymetler, hisse senetlerine göre daha çok etkilenmektedir. Faiz oranındaki artış tahvil ve bono gibi sabit getirili menkul kıymetlerin değerlerini düşürürken, azalış ise değerlerini artırmaktadır (Akgüç, 2013, s. 865).

Piyasa Riski: Finansal piyasalarda herhangi rasyonel bir nedene dayanmayan ve genellikle psikolojik etkiler nedeniyle ortaya çıkan finansal varlıklardaki fiyat düşüşleri, piyasa riski olarak adlandırılmaktadır. Piyasa riskinden sabit getirili menkul kıymetlerden ziyade hisse senetleri etkilenmektedir. Hisse senetleri içerisinde ise düşük kaliteli hisse senetlerinde piyasa riskinin etkisi daha çok hissedilmektedir (Akgüç, 2013, s. 867).

Politik Risk: Politik risk, yerel ve uluslararası siyasi gelişmelerin finansal piyasalar üzerinde yarattığı etkilerdir. Siyasi krizler, savaşlar, ülkeler arası ticaret anlaşmalarında yaşanan sorunlar, politik riske örnek olarak gösterilebilir (Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 598).

Kur Riski: Yabancı para cinsinden yapılan yatırımlarda para birimleri arasındaki paritenin değişmesi ile ortaya çıkan risk türüdür (Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 598).

4.1.2. Sistematik Olmayan Risk

Sistematik olmayan risk, sadece bir varlığı ya da çok küçük bir varlık grubunu etkileyen risk türüdür (Ross, Westerfield ve Jaffe, 2013, s. 354). Bir başka ifade şekliyle, bir şirketin kendisinden veya şirketin faaliyet gösterdiği sektörden kaynaklanan risktir. Yönetimsel hatalar, teknolojik gelişmeler, grevler, tüketici alışkanlıklarının değişmesi

gibi olgular sistematik olmayan riske örnek verilebilir. Sistematik riskin aksine sistematik olmayan risk, iyi çeşitlendirmiş portföyler vasıtasıyla yatırımcılar tarafından minimize edilebilir (Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 599). Sistematik olmayan riskin kaynakları; finansal risk, iş ve endüstri riski ile yönetim riski olarak sınıflandırılabilir.

Finansal Risk: Finansal risk, şirketin borç ödeme yeterliliğinin azalmasıdır. Şirketin varlıklarını özsermaye veya yabancı kaynaklarla finanse etmesine bağlı olarak, yabancı kaynak/özsermaye oranında (sermaye yapısı) yabancı kaynaklarının oranının optimal seviyeyi aşması ile şirketin faiz yükünde yaşanan artış, finansal riski doğuran en önemli unsurdur. Sabit getirili menkul kıymetlerden ziyade hisse senetlerini etkileyen finansal risk, hisse senedi sahiplerinin kârlarında önemli dalgalanmaların yaşanması neden olmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 599).

İş ve Endüstri Riski: Şirketin içerisinde faaliyet gösterdiği iş kolunda veya endüstride yaşanan olumsuz gelişmeler, iş ve endüstri riskini ortaya çıkaran unsurlardır. İş ve endüstri kolunda yaşanabilecek olası olumsuz gelişmelere; tüketici tercihlerinin değişmesi, rekabet koşullarının zorlaşması, grevler, hammadde tedarik edilmesinde karşılaşılan güçlükler örnek verilebilir (Akgüç, 2013, s. 868).

Yönetim Riski: Yönetim riski, şirketin kötü yönetilmesine bağlı olarak ortaya çıkan bir risk türüdür. Şirket yönetiminin başarısız uygulamaları doğrudan şirketin faaliyetlerini etkilemekte ve bu durum hisse senedi değerine olumsuz olarak yansımaktadır (Akgüç, 2013, s. 867).

4.1.3. Beklenen Getiri ve Risk Ölçüm Yöntemleri

4.1.3.1. Beklenen Getiri

Beklenen getiri, belli bir döneme ait getiriler ile bu getirilerin gerçekleşme olasılıklarının çarpımlarının toplamıdır (Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 574).

$$E(R) = \sum_{t=1}^n P_t R_t \quad \text{Denklem 30}$$

Burada;

$E(R)$, menkul kıymetin beklenen getirisini,

R_t , t tahminindeki olası getiriye,

P_t , t tahminin gerçekleşme olasılığını ifade etmektedir.

Denklem 30'da ifade edilen beklenen getiri formülasyonu, tek bir varlığa ait beklenen getirinin nasıl hesaplandığını göstermektedir. Burada getirilerin gerçekleşme olasılıklarını ifade eden P_t olasılıkları, menkul kıymetin geçmiş performans verisi ve yatırımcının risk profiline göre oluşturulan (riskten kaçan, riske karşı kayıtsız ve riskli seven yatırımcı) muhtemel senaryolara ait olasılıklardır (Bodie ve diğerleri, 2013, s. 115). Buradan hareketle, içerisinde birden çok menkul kıymet barındıran bir portföyün beklenen getirisi ise içerisinde yer alan menkul kıymetlerin beklenen getirilerinin ağırlıklı ortalamasıdır (Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 580).

$$E(R_p) = \sum_{j=1}^n W_j E(R_j)$$

Denklem 31

Burada;

$E(R_p)$, p portföyünün beklenen getirisini,

$E(R_j)$, p portföyünün içerisinde yer alan j menkul kıymetinin beklenen getirisini,

W_j , p portföyünün içerisinde yer alan j menkul kıymetinin portföy içerisindeki ağırlığını ifade etmektedir.

4.1.3.2. Risk Ölçümleri – Varyans, Standart Sapma, Kovaryans, Korelasyon

Risk, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığı şeklinde tanımlanmıştır. Burada bahsedilen sapma olasılığının büyüklüğü, başka bir ifadeyle risk, varyans ve standart sapma kullanılarak ölçülmektedir. Olası getiriler beklenen getiriden ne kadar uzaksa, ilgili menkul kıymet yatırımının o denli riskli olduğu söylenir. Varyans, her senaryo için olası getirilerin beklenen getiriden farklarının karelerinin, olası getirilerin olasılık değerleri ile çarpımıdır (Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 575).

$$\sigma^2 = \sum_{t=1}^n P_t [R_t - E(R)] \quad \text{Denklem 32}$$

Burada;

$E(R)$, menkul kıymetin beklenen getirisini,

R_t , t tahminindeki olası getiriye,

P_t , t tahminin gerçekleşme olasılığını ifade etmektedir.

Standart sapma ise varyansın standardize edilmiş halidir. Riskin yüzde cinsinden ifade edilebilmesini sağlayan standart sapma, varyansın karekökünün alınması suretiyle hesaplanır (Bodie, Kane ve Marcus, 2013, s. 116).

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} \quad \text{Denklem 33}$$

Denklem 32 ve Denklem 33'te yer alan varyans ve standart sapma formülasyonları, tek bir menkul kıymetin riskinin belirlenmesinde kullanılmaktadır. Birden çok menkul kıymet içeren bir portföyün varyansının ve standart sapmasının hesaplanabilmesi için bu menkul kıymetler arasındaki kovaryans ve korelasyonun bilinmesi gerekmektedir. Kovaryans, iki menkul kıymetin arasındaki birlikte hareket etme eğiliminin ölçüsüdür. $-\infty$ ile $+\infty$ arasında değerler alan kovaryans, ilişkinin yönü hakkında bilgi verirken, büyüklüğü hakkında bir fikir vermemektedir. Kovaryans şu şekilde hesaplanmaktadır (Bodie, Kane ve Marcus, 2013, s. 153);

$$\text{COV}_{(R_i, R_j)} = \sum_{t=1}^n P_t [R_{it} - E(R_i)][R_{jt} - E(R_j)] \quad \text{Denklem 34}$$

Burada;

$E(R_{it})$, i menkul kıymetinin beklenen getirisini,

$E(R_{jt})$, j menkul kıymetinin beklenen getirisini,

R_{it} , t tahminindeki i menkul kıymetine ait olası getiriye,

R_{jt} , t tahminindeki j menkul kıymetine ait olası getiriye,

P_t , t tahminin gerçekleşme olasılığını ifade etmektedir.

Tıpkı standart sapmanın varyansın standardize edilmiş hali olması gibi korelasyon katsayısı da kovaryansın standardize edilmiş halidir. Kovaryansın iki menkul

kıymet arasındaki ilişkinin yönünü verdiği ancak ilişkinin büyüklüğü hakkında bir bilgi vermediği belirtilmişti. Korelasyon katsayısı ise ilişkinin hem yönü hem de büyüklüğü hakkında bilgi vermektedir. -1 ile +1 arasında değerler alan korelasyon katsayısının -1'e yakın değerler alması, menkul kıymetler arasında güçlü ve negatif bir ilişki olduğunu, +1'e yakın değerler alması, menkul kıymetler arasında güçlü ve pozitif bir ilişki olduğunu, 0 veya 0'a yakın değerler alması ise menkul kıymetler arasında ilişki olmadığını veya ilişkinin çok zayıf olduğunu göstermektedir. Korelasyon katsayısı, şu formül vasıtasıyla hesaplanmaktadır (Ross, Westerfield ve Jaffe, 2013, s. 341);

$$\text{Korelasyon Katsayısı} = \rho_{i,j} = \frac{\text{Cov}(R_i, R_j)}{\sigma_i \sigma_j} \quad \text{Denklem 35}$$

Kovaryans ve korelasyon katsayılarının hesaplanmasının ardından, iki riskli menkul kıymet içeren bir portföyün riski, yani varyansı şu şekilde hesaplanmaktadır;

$$\sigma_p^2 = W_i \sigma_i^2 + W_j \sigma_j^2 + 2W_i W_j \text{Cov}(R_i, R_j) \quad \text{Denklem 36}$$

Burada;

W_i , i menkul kıymetinin portföy içerisindeki ağırlığını,

W_j , j menkul kıymetinin portföy içerisindeki ağırlığını,

σ_i , i menkul kıymetinin standart sapmasını,

σ_j , j menkul kıymetinin standart sapmasını,

$\text{Cov}(R_i, R_j)$, i ve j menkul kıymetlerinin getirileri arasındaki kovaryansı ifade etmektedir.

Portföyün standart sapması ise yine tek bir hisse senedinin standart sapmasının hesaplanması ile aynı şekilde, portföyün varyansının karekökü alınarak hesaplanır.

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2} \quad \text{Denklem 37}$$

4.1.3.3. Risk Ölçümleri – Oynaklık (Volatilite)

Hisse senedi piyasalarında oynaklık (volatilite), belirli bir zaman dilimi içerisinde hisse senedi fiyatlarının yukarı veya aşağı yönlü hızlı bir şekilde hareket etmesi olarak tanımlanabilir (Listyaningsih ve Krishnamurti, 2016, s. 110). Bu bağlamda

belirsizliğin bir ölçüsü olan oynaklık, risk ile yakından ilişkili bir kavramdır. Dolayısıyla özellikle yatırımcıların alacakları kararlarda, yatırım yapmak istedikleri varlığın ya da piyasanın oynaklığını bilmeleri büyük önem arz etmektedir. Zira, yatırımcıların belirsizlik nedeniyle yatırımlarının getirilerini tahmin etmeleri zorlaşmaktadır (Değirmenci ve Abdioğlu, 2017, s. 105). Bununla birlikte, yüksek oynaklığa sahip piyasalar veya finansal varlıklar daha yüksek getiri sağlama potansiyelini bünyelerinde barındıkları için risk seven yatırımcılar bu piyasalara yatırım yapmayı tercih edebilmektedir (Romli, Mohamad ve Yusof, 2012, s. 8490). Tersten ifade edilecek olursa, oynaklığın düşük olduğu piyasalarda spekülasyona dayalı olarak kâr elde imkânı düşüktür (Şahin, 2014, s. 123). Oynaklık, yatırımcıların yanı sıra hükümetler, şirket yöneticileri ve ekonomistlerin de ilgi alanına giren ve aldıkları kararlarda kullandıkları bir ölçüttür (Scott, 1991, s. 582).

Geleneksel yaklaşımda, oynaklık yani risk ölçütü olarak standart sapma ve varyansın kullanıldığı belirtilmişti. Ancak zaman serilerinin varyansının zamandan bağımsız olduğunu varsayan bu yaklaşımın aksine, özellikle yüksek frekanslı zaman serilerinin varyanslarının sabit olmadığı, değişen varyans (heteroskedasticity) özelliği gösterdiği bilinmektedir (Yıldız, 2016, s. 85). Buradan hareketle Engle (1982) çalışmasında, zaman serilerinde oynaklık kümelenmesi olarak adlandırılan, oynaklığın yüksek ve düşük olduğu dönemleri saptamış ve bu durumun sebebinin koşullu değişen varyans olduğunu belirlemiştir. Geliştirdiği ARCH (Oto regresif Koşullu Değişen Varyans - Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) modeli ile serilerdeki koşullu değişen varyansı modellemiştir (Çiçek, 2010, s. 16). Literatürde oynaklığın tahmin edilmesinde ARCH tipi modeller olarak adlandırılan GARCH, EGARCH, TARARCH, GJR-GARCH, NGARCH gibi modeller de sıklıkla kullanılmaktadır. Bu modellerle ilgili ayrıntılı açıklamalara “Araştırmanın Yöntemi” başlığı altında yer verilmiştir.

4.2. Modern Portföy Teorisi ve Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli

Geleneksel portföy yaklaşımına göre portföyün riskinin düşürülmesi, portföyde yer alan menkul kıymetlerin sayısının artırılmasıyla sağlanır. Bu bağlamda yatırımcılar, menkul kıymetlerin gelecekteki getirilerini tahmin ederek, en yüksek getiriyi sağlayacaklarını düşündükleri menkul kıymetlerden bir portföy oluştururlar. Portföyde yer alan menkul kıymetlerin sayısı arttıkça, portföyün riski içerisinde yer alan menkul

kıymetlerin her birinin riskinden daha düşük olacaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 602).

Harry Markowitz'in (1952) çalışmasıyla temellerini attığı Modern Portföy Teorisi, yatırımcıların riskten kaçındığını varsaymaktadır. Söz konusu teoriye göre yatırımcılar belirli bir beklenen getiri için portföyün riskini minimize etmeyi amaçlarken, belirli bir risk düzeyi için portföyün beklenen getirisini maksimize etmeyi amaçlarlar. Başka bir ifadeyle, yatırımcılar risk-getiri dengesi en uygun olan portföylere yatırım yapmak istemektedirler (Abu Bakar ve Ali, 2014, s. 82). Modern Portföy Teorisinin geleneksel yaklaşımdan ayrıldığı temel nokta, portföyün riskinin belirlenmesidir. Markowitz'e göre portföyün riski, içerisinde yer alan menkul kıymetlerin tek tek riskleri (varyans) ile değil, getirileri arasındaki ilişkinin derecesi yani kovaryansı ile ölçülür. Menkul kıymet getirileri arasındaki pozitif bir kovaryans ilişkisi, menkul kıymetlerin birlikte hareket ettiğini, negatif bir kovaryans ilişkisi ise getirilerin ters yönlü hareket ettiğini gösterir. Yüksek getirili ve aynı zamanda yüksek riskli bir menkul kıymet portföye dahil edildiğinde, bu menkul kıymet ile portföydeki diğer menkul kıymetler arasında negatif bir korelasyon ilişkisi mevcut ise söz konusu menkul kıymetin kendisi riskli iken portföyün riskini düşürür. Ters durumda yani portföydeki menkul kıymetler ile pozitif korelasyon ilişkisine sahip olması durumunda ise söz konusu menkul kıymet portföyün riskini artıracaktır. Çünkü pozitif kovaryans ilişkisine sahip menkul kıymetlerin getirileri, aşağı ya da yukarı yönlü olarak birlikte hareket edecektir. Modern Portföy Teorisinin geleneksel yaklaşımdan ayrıldığı bir diğer husus ise portföye dahil edilen menkul kıymetlerin sayısı ile ilgilidir. Sınırlı sayıda menkul kıymetle oluşturulan bir portföye yapılan negatif kovaryans ilişkisine sahip menkul kıymet ilaveleri, portföyün riskinde ciddi manada düşüş yaşanmasını sağlarken, menkul kıymet sayısının optimal seviyeye ulaşmasının ardından portföye dahil edilen menkul kıymetlerin riski düşürme etkisi azalacaktır (Akgüç, 2013, s. 872–873). Teori, getirileri arasında negatif korelasyon ilişkisi bulunan menkul kıymet kullanılarak oluşturulmuş, başka bir ifadeyle iyi çeşitlendirilmiş portföylerle riskin minimize edilebileceğini söylemektedir. Ancak, bir portföy ne kadar iyi çeşitlendirilmiş olsa da risk belli bir seviyeye kadar düşürülebilmektedir. Çeşitlendirilmenin etkisi yalnızca sistematik olmayan riskin elemine edilmesini sağlamaktadır. Genel ekonomik koşulların, siyasi krizlerin, piyasanın oluşturduğu sistematik risk, tüm menkul kıymetleri etkisi altına alan

bir nüfuz alanına sahip olduğu için çeşitlendirme ile kontrol altına alınamaz (Brigham ve Ehrhardt, 2014, s. 249).

Sharpe (1964), Lintner (1965), Mossin (1966) ve Treynor (1966), Modern Portföy Teorisini temel alan çalışmalarıyla Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'ni geliştirmişlerdir. SVFM temel olarak, riskli varlıkların beklenen getirisi ile riski arasındaki ilişkiyi tahmin etmek üzere dizayn edilmiştir. Model, bir finansal varlığın betası (β) olarak ifade edilen sistematik riski ile getirisini ilişkilendirmektedir (Bodie ve diğerleri, 2013, s. 194). SVFM'nin matematiksel ifadesi şu şekildedir;

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f) \quad \text{Denklem 38}$$

Burada;

$E(R_i)$, i varlığının beklenen getirisini,

R_f , risksiz faiz oranını,

β_i , i varlığının sistematik riskini,

$E(R_m)$, piyasanın beklenen getirisini ifade etmektedir.

Yukarıdaki formül kısaca, bir finansal varlığa ya da portföye yatırım yapan yatırımcıların, belirli bir sistematik risk (β) için elde edecekleri beklenen getiriyi göstermektedir. Burada varlığın beklenen getirisi ile riski arasında pozitif doğrusal bir ilişki mevcuttur. Başka bir ifadeyle, risk ne kadar yüksekse beklenen getiri de o denli yüksek olacaktır (Yalçiner, 2006, s. 183). Bir finansal varlığın ya da portföyün sistematik riskinin ölçüsü olan beta, varlığın piyasa hareketlerine olan duyarlılığı olarak ifade edilmektedir. Modelde piyasanın betası 1 olarak kabul edilmektedir. Finansal varlığın ya da portföyün betasının 1'den büyük olması piyasadan daha riskli, 1'den küçük olması ise piyasadan daha düşük riskli olduğunu göstermektedir.

SVFM yatırımcılar açısından oldukça kullanışlı bir model olmasının yanında, birtakım çok güçlü varsayımlara sahiptir. Bu nedenle gerçekçi bir model olmadığına yönelik eleştiriler olsa da risk ve getiri ilişkisini açıklama ve anlama noktasında halen geçerliliğini sürdürmektedir. SVFM'nin söz konusu varsayımları şunlardır (Bodie ve diğerleri, 2013, s. 195; Elton, Gruber, Brown ve Goetzmann, 2014, s. 291);

- Sermaye piyasaları tam rekabet koşulları sahiptir ve tüm yatırımcılar için eşit derecede kârlıdır.
 - ❖ Hiçbir yatırımcı, piyasa fiyatlarını etkileyecek yatırım gücüne sahip değildir.
 - ❖ Menkul kıymet analizi yapabilmek için gerekli olan menkul kıymetlerle ilgili tüm bilgiler kamuya açıktır ve ücretsiz olarak erişilebilmektedir.
 - ❖ Tüm menkul kıymetler halka arz edilmiştir ve yatırımcılar tarafından alınıp satılabilir.
 - ❖ Tüm menkul kıymetler sonsuz bir şekilde bölünebilir. Başka bir ifadeyle, yatırımcılar çok küçük meblağlar ile menkul kıymet satın alabilir.
 - ❖ Yatırımlardan elde edilen gelirlerden vergi alınmamaktadır.
 - ❖ Yatırımcılar gerçekleştirdikleri işlemler için işlem maliyetine katlanmamaktadır.
 - ❖ Sınırsız bir şekilde risksiz faiz oranı üzerinden borç alınıp verilebilmektedir.
- Yatırımcıların, riskten kaçınma profilleri ve yatırım yapmadan önceki gelir durumları hariç diğer tüm özellikleri benzerdir. Dolayısıyla portföylerini aynı mantık içerisinde oluştururlar.
 - ❖ Yatırımcılar, yatırımlarını aynı zaman dönemi için planlarlar.
 - ❖ Yatırımcılar rasyoneldir. Risk-getiri optimizasyonu yaparlar.
 - ❖ Yatırımcılar, menkul kıymetlerle ilgili analizleri yapabilecek yeterliliktedir. Yatırımcılar bu analizleri yaparken, menkul kıymetlerle ilgili tüm bilgilere sahiptirler.

Beklenen getiriden feragat etmeden en düşük risk düzeyine sahip portföylere yatırımda bulunmak isteyen yatırımcıların çeşitli portföyler arasında karşılaştırma yapabilmelerini sağlamak ve fon yöneticilerinin performanslarını ölçmek için tasarlanan risk ayarlı performans ölçüm yöntemleri, portföylerin getiri performansının değerlendirilmesi açısından yatırımcılar için önemli bilgi kaynağıdır. SVFM tabanlı söz konusu performans yöntemlerinden literatürde en sık kullanılanları Jensen alfa ölçütü, Sharpe oranı ve Treynor oranıdır. Bu ölçütlerin yanı sıra Sortino oranı, Modigliani ve Miller ölçütü, değerlendirme oranı gibi çeşitli yöntemler de portföy performanslarının değerlendirilmesinde kullanılan yöntemlerdendir (Korkmaz ve Uygurtürk, 2007, s. 71–73).

4.3. Finansal Piyasalar Arasındaki Bilgi Yayılımı – Oynaklık Yayılım Etkisi

Küreselleşme ve iletişim kanallarının hızlı gelişimi, finansal piyasalar arasındaki bilgi akışlarının daha hızlı bir şekilde gerçekleşmesine ve bununla birlikte yatırımcıların farklı ülke piyasalarına yatırım yapabilmelerinin kolaylaşmasına olanak sağlamıştır. Bir ülkeye ait menkul kıymetlerin, özellikle de hisse senetlerinin birlikte hareket etme eğilimine sahip olduğu bilinmektedir. Çünkü aynı piyasada işlem gören hisse senetleri, benzer piyasa riskini bünyelerinde barındırmaktadır. Yapılan çalışmalar, uluslararası yatırımlar ile çeşitlendirilmiş portföylerin risklerinin ciddi manada düştüğünü göstermektedir. Bu durumun en önemli sebebi, uluslararası piyasaların aralarındaki ilişkilerinin, yerel piyasalara nazaran daha zayıf olmasıdır. Modern Portföy Teorisinin yerel piyasalar açısından önerdiği, aralarındaki kovaryans-korelasyon ilişkisi zayıf olan hisse senetleri ile portföy oluşturulması ilkesi, uluslararası yatırımlar için de geçerlidir. Aralarındaki ilişkilerin ve bilgi yayılımlarının zayıf olduğu piyasalara ait hisse senetleri ile çeşitlendirilmiş uluslararası portföyler, riskin düşürülmesi noktasında önemli avantajlar sağlamaktadır. Bununla birlikte, piyasalar arasındaki entegrasyonun artması, uluslararası piyasaların ilişkilerinin kuvvetlenmesini ve buna bağlı olarak da hisse senetlerinin birlikte hareket eğilimine girmesini beraberinde getirmiştir. Yapılan çalışmalar, özellikle gelişmiş ülke piyasaları ile coğrafi olarak birbirine yakın ülkelerin piyasaları arasında bilgi akışının çok hızlı yaşandığını göstermektedir. Bir ülkede yaşanan bir şok, diğer ülkelerin piyasalarını anlık ya da gecikmeli olarak etkileyebilmektedir. Bu nedenle, portföylerini uluslararası yatırımlarla çeşitlendirmek isteyen yatırımcılar açısından, yatırım yapmak istedikleri farklı ülke piyasalarının birbirlerinden ne denli ayrıştığını bilmeleri büyük önem arz etmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 642; Elton ve diğerleri, 2014, ss. 264–268).

Hisse senedi piyasaları arasındaki bilgi yayılımı konusunda iki karşıt görüş bulunduğu söylenebilir. Söz konusu karşıt görüşleri, ayrışma hipotezi (decoupling hypothesis) ve finansal bulaşma (financial contagion) kavramları ile açıklamak mümkündür (Kenourgios, Naifar ve Dimitriou, 2016, s. 37).

4.3.1. Ayrışma Hipotezi

Gelişmekte olan özellikle Çin, Hindistan, Rusya ve Brezilya gibi ülkelerin gösterdikleri yüksek büyüme sonrasında, ayrışma hipotezi ekonomik ve finansal literatürde kendisine yer bulmaya başlamıştır (Wyrobek ve Stańczyk, 2013, s. 25). Ayrışma hipotezi kısaca, piyasaların artık birbirine bağlı olmadığını ve birbirlerinden ayrıştıklarını söylemektedir (Eğilmez, 2009).

Hipotezin temel dayanak noktası, gelişen ülke ekonomilerinin A.B.D., Japonya ve Avrupa ülkeleri gibi gelişmiş ekonomilere nazaran yüksek büyüme rakamlarına erişmesidir. Bu bağlamda salt büyüme rakamları arasındaki ilişkiler de değil, hisse senedi piyasaları, enerji, GSYİH gibi göstergelerin arasındaki ilişkilerde de bir farklılaşma yaşandığı, ayrışma hipotezinin temel savları arasındadır (Bölükbaşı ve Çakmur Yıldıztan, 2013, s. 37).

Uluslararası yatırım bağlamının dışında olsa da, İslami hisse senedi piyasalarının da geleneksel emsallerinden ne denli ayrıştığı, başka bir ifadeyle ayrışma hipotezinin İslami hisse senedi piyasaları ile geleneksel hisse senedi piyasaları arasında da geçerli olup olmadığı konusu, İslami finans literatüründe cevap aranan hususların başında gelmektedir. Her ne kadar içerisinde yer alan hisse senetleri geleneksel hisse senedi evreni içerisinde yer alıyor olsa da, hisse senetlerinin paylarını temsil ettiği şirketlerin düşük kaldıraç oranları, belirli sektörlerde faaliyet gösterebilmeleri vb. kendilerine has özellikleri sebebiyle, İslami hisse senedi piyasalarının geleneksel piyasalardan ayrışabileceği düşünülmektedir. Bu savın geçerli olduğu varsayıldığında, hisse senedi yatırımlarına dini bir perspektiften bakmayan yatırımcıların da çeşitlendirme maksadıyla İslami hisse senedi piyasalarına yatırım yapması anlamlı olacaktır. Bu durum ayrıca, özellikle geleneksel piyasalarda yaşanan kriz dönemlerinde, İslami hisse senedi piyasalarının güvenli bir liman özelliği göstermelerini beraberinde getirecektir (Shahzad ve diğerleri, 2017, s. 11).

4.3.2. Finansal Bulaşma

Ayrışma hipotezinin karşısında bulunanlar, ekonomilerin ve finansal piyasaların ayrışmadığını, aksine bilgi yayılımlarının çok hızlı bir şekilde yaşandığını savunmaktadır. Özellikle 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizin A.B.D.'de

başlayarak tüm dünyaya yayılması ve yalnızca gelişmiş piyasaları değil, gelişmekte olan piyasaları da derinden etkilemesi, ayrışma hipotezinin geçerliliğini kaybettiği şeklinde yorumlanmıştır (Köse, Otrok ve Prasad, 2012, s. 511).

Tıbbi bir terim olan ve TDK'ya göre “bir mikrobu, hastalığın ya da bir bakteri veya virüsün diğer bir canlıya dağılması” anlamına gelen bulaşma kavramı, piyasalarda yaşanan krizlerin etkilerini yalnızca yaşadıkları ülkelerde değil, küresel boyutta da göstermesi sonucunda ekonomi ve finans terminolojisinde de kullanılmaya başlanmıştır. Finansal bulaşma en yalın haliyle, bir piyasada yaşanan şokların, başka piyasaları etkilemesi olarak tanımlanabilir. Finansal bulaşma, genel olarak her ne kadar kötü şokların yayılımı bağlamında kullanılıyor olsa da olumlu gelişmelerin diğer piyasalarda yarattığı etkiler de finansal bulaşmanın kapsamına girmektedir (Budak, 2017, s. 453).

Finansal bulaşma, birlikte hareket etme (co-movement) ve yayılma etkisi (spillover effect) kavramları ile yakından ilişkilidir. Birlikte hareket eden piyasalardan birinde yaşanan şoklar, diğer piyasayı da etkilemektedir. Bir piyasanın oynaklığının diğer piyasaların oynaklığını etkilemesi ise oynaklık yayılma etkisi olarak adlandırılmaktadır. Piyasaların birlikte hareket edip etmediği, literatürde eşbütünleşme ve nedensellik analizleri ile araştırılmaktadır. Yayılma etkilerinin belirlenmesinde ise çok değişkenli GARCH modeller, DCC-GARCH (Dinamik Koşullu Korelasyon-GARCH) model, tek değişkenli GARCH modellere dayanan koşullu değişen varsyanstaki nedenselliği araştıran varsyansta nedensellik testleri gibi analizler kullanılmaktadır (Kenourgios, Naifar ve Dimitriou, 2016, s. 37).

4.4. Önceki Çalışmalar

İslami hisse senedi piyasaları ile ilgili yapılmış ampirik çalışmalar incelendiğinde, özellikle yurtdışında yapılmış çalışmaların ağırlığı göze çarpmaktadır. Türkiye’de de son yıllarda bu alana olan ilgi artmıştır. Ancak yapılan çalışmaların sayısı, yurtdışı ile karşılaştırıldığında çok azdır. Bu bölümde, dünyada ve Türkiye’de İslami hisse senedi piyasaları üzerine yapılan çalışmalar, tarih sırası ile incelenmiştir.

4.4.1. Yurtdışında Yapılan Çalışmalar

Ahmad ve Ibrahim (2002) çalışmalarında, 1999-2002 yılları için Malezya İslami hisse senedi endeksi (KLSI) ile Malezya geleneksel hisse senedi endeksinin (KLCI) getiri performansını ayarlanmış Sharpe oranı, Treynor oranı ve ayarlanmış Jensen alfa ölçütlerini kullanarak kıyaslamışlardır. Çalışmaya göre iki endeksin getirileri arasında önemli bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Hakim ve Rashidian (2002), ABD piyasası için İslami hisse senedi endeksi (Dow Jones İslami Piyasa A.B.D. Endeksi) ile geleneksel hisse senedi endeksi (Wilshire 5000) ve hazine tahvil faizi arasında eşbütünleşme ilişkisi olup olmadığını inceledikleri çalışmalarında, herhangi bir eşbütünleşme ilişkisi tespit edememişlerdir. Bu bağlamda, İslami hisse senedi endeksinin geleneksel endeks ve faiz oranından bağımsız bir şekilde hareket ettiği sonucuna ulaşılmıştır.

Hussein ve Omran (2005), 1996-2003 yılları için Dow Jones İslami Piyasa Endeksi ile Dow Jones'un geleneksel sektör endekslerinin performansları karşılaştırdığı çalışmalarında, tüm dönem ve artan piyasa döneminde İslami hisse senedi endeksinin daha iyi performans gösterdiği ancak azalan piyasa döneminde performansının geleneksel hisse senedi endekslerinin altında kaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Hussein (2004) ve Hussein (2007) de çalışmalarında Hussein ve Omran (2005) ile benzer sonuçları bulmuştur.

Yusof ve Majid (2007), Malezya İslami hisse senedi endeksi ve geleneksel hisse senedi endeksi ile para arzı, faiz oranı, döviz kuru, sanayi üretim endeksi gibi makroekonomik değişkenler arasındaki oynaklık geçişkenliğini 1992-2000 dönemi için inceledikleri çalışmalarında, faiz oranının oynaklığının geleneksel hisse senedi piyasasının oynaklığını etkilediği ancak İslami hisse senedi endeksinin oynaklığını etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Albaity ve Ahmad (2008) çalışmalarında, 1999-2005 yılları için Malezya İslami hisse senedi endeksi (KLSI) ile Malezya geleneksel hisse senedi endeksinin (KLCI) getiri performansını ve aralarındaki eşbütünleşme ilişkisi ile nedensellik ilişkilerini incelemişlerdir. Ortalama getiri açısından iki endeks arasında bir farklılık bulunamamıştır. Risk ayarlı performans yöntemlerinden Sharpe oranı, Treynor oranı, Jensen alfa ve modifiye edilmiş Sharpe oranı ölçütlerine göre geleneksel hisse senedi endeksi daha yüksek riskle birlikte daha yüksek getiri sağlamaktadır. Eşbütünleşme testi

sonuçlarına göre iki endeks birinci mertebeden eşbütünleşik bulunmuştur. Bu durum aralarında uzun dönemli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Granger nedensellik testi sonuçlarına göre de iki endeks arasında karşılıklı bir nedensellik ilişkisi vardır. Dolayısıyla kısa vadede iki endeksin fiyatları aynı yönlü hareket etmektedir.

Kok, Giorgioni ve Laws (2009), İngiltere hisse senedi piyasasında işlem gören İslami hisse senedi fonlarının performanslarını inceledikleri çalışmalarında, söz konusu fonların çeşitlendirme amacıyla yatırımcıların portföylerinde yer alabileceği sonucuna ulaşmışlardır.

Hassan ve Girard (2010) çalışmalarında, Dow Jones İslami Piyasa Gelişmiş Ülkeler Endeksi, Dow Jones İslami Piyasa Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksi, Dow Jones İslami Piyasa A.B.D. Endeksi, Dow Jones İslami Piyasa Avrupa Endeksi, Dow Jones İslami Piyasa Asya-Pasifik Endeksi, Dow Jones İslami Piyasa Kanada Endeksi ve Dow Jones İslami Piyasa İngiltere Endeksi ile bu endekslere karşılık gelen geleneksel hisse senedi endekslerinin 1996-2006 yılları için performanslarını kıyaslamış ve İslami hisse senedi endekslerinin çeşitlendirme avantajına sahip olup olmadıklarını incelemiştir. Sharpe oranı, Treynor oranı ve Carhart'ın dört faktörlü modeli sonuçlarına göre İslami hisse senedi endekslerinin performansının geleneksel endekslerden farklılaşmadığı sonuca ulaşılmıştır. Eşbütünleşme testi sonucuna göre ise her ne kadar alt dönemler için eşbütünleşme ilişkisi bulunsa da genel örneklem dönemi için eşbütünleşme bulunamamıştır. Dolayısıyla İslami hisse senedi endekslerinin çeşitlendirme avantajına sahip olduğu belirlenmiştir.

Shubbar (2010) çalışmasında, 2008 yılı için küresel çaptaki İslami endeksler (Dow Jones İslami Piyasa Endeksi, FTSE İslami Dünya Endeksi) ve bu endekslere karşılık gelen geleneksel endekslerin (Dow Jones Küresel Hisse Senedi Piyasası Endeksi, FTSE Küresel Endeksi) performanslarını CAPM, Piyasa Zamanlama Yeteneği, Sharpe oranı, değerlendirme oranı, Treynor oranı, Jensen alfa ve Modigliani ve Miller (MM) ölçütleri ile kıyaslamıştır. Çalışma sonucunda, İslami endekslerle geleneksel endekslerin getiri performansları arasında önemli bir farklılık bulunamamıştır.

Karim, Kassim ve Arip (2010), 2006-2008 dönemi için Dow Jones tarafından Malezya, Endonezya, ABD, İngiltere ve Japonya için oluşturulan İslami hisse senedi endekslerinin arasındaki eşbütünleşme ilişkisini inceledikleri çalışmalarında,

araştırmaya konu ülkelerdeki İslami hisse senedi endekslerinin hiçbiri arasında bir eşbütünleşme ilişkisi, başka bir ifadeyle uzun dönemli ilişki saptayamamışlardır.

Yusof, Bahlous ve Kassim (2010) çalışmalarında, 2006-2009 dönemi için FTSE tarafından oluşturulmuş olan küresel, ABD, İngiltere ve Japonya ölçeğinde etik yatırım endeksleri ile bu endekslere karşılık gelen Dow Jones'un oluşturduğu İslami hisse senedi endeksleri arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkileri incelemiştir. Kısa dönemli ilişkilerin varyans ayrıştırması ve etki-tepki analizleriyle, uzun dönemli ilişkilerin ise ARDL modeli ile ölçüldüğü çalışmada, endeksler arasında gerek kısa gerekse uzun dönemli bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Majid ve Kassim (2010), 1999-2006 dönemi için Malezya, Endonezya, Japonya, İngiltere ve A.B.D. İslami hisse senedi piyasaları arasındaki entegrasyon ilişkilerini ARDL modeli ile inceledikleri çalışmalarında, gelişmekte olan ülke piyasalarından Malezya ve Endonezya İslami hisse senedi piyasalarının birlikte hareket ettiği, gelişmiş ülke piyasalarından ise Japonya, İngiltere ve A.B.D. piyasalarının birlikte hareket ettiği sonucuna ulaşmışlardır.

Dharani ve Natarajan (2011), 2007-2010 yılları için Hindistan İslami (S&P CNX Nifty İslami Endeksi) ve geleneksel (S&P CNX Nifty Endeksi) hisse senedi endekslerinin performansını Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen alfa ölçütlerini kullanarak kıyasladıkları çalışmalarında, İslami hisse senedi endeksinin performansının geleneksel endeksin altında kaldığı sonucuna ulaşmışlardır.

Hayat ve Kraeussl (2011) çalışmalarında, 2000-2009 yılları arasında 145 İslami hisse senedi fonunun performansını, İslami ve geleneksel hisse senedi endeksleriyle karşılaştırmışlardır. Çalışmada, İslami hisse senedi fonlarının performanslarının hem İslami hem de geleneksel hisse senedi endekslerinden daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Charles, Darné ve Pop (2011), 1996-2009 yılları arasında Dow Jones'un dünya, Asya, gelişmekte olan piyasalar, Kanada, ABD, İngiltere ve Japonya için oluşturduğu İslami hisse senedi endeksleri ve geleneksel hisse senedi endekslerinin oynaklıklarını karşılaştırdıkları çalışmalarında, İslami hisse senedi endekslerinin az da olsa geleneksel endekslerden daha yüksek oynaklığa sahip olduğu sonuca ulaşmışlardır.

Mohd ve Nawawi (2011) çalışmalarında, MSCI tarafından Amerika ve Asya kıtasındaki 16 ülke için oluşturulan İslami hisse senedi endekslerinin aralarında nedensellik ilişkisi olup olmadığı incelemiştir. Çalışmada, söz konusu endekslerin %76'sında nedensellik ilişkisi bulunmuş, %24'ünde ise bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.

Albaity ve Ahmad (2011) çalışmalarında, 1999-2011 dönemi için Dow Jones tarafından oluşturulan İslami ve sosyal sorumluluk endeksleri ile FTSE tarafından oluşturulan İslami ve sosyal sorumluluk endekslerinin getirilerini karşılaştırmış ve söz konusu endekslerde kaldıraç etkisi riskinin olup olmadığını araştırmışlardır. İslami endeksler ile sosyal sorumluluk endekslerinin getirileri arasında önemli bir farklılık bulunmazken, tüm endekslerde kaldıraç etkisinin varlığı saptanmıştır.

Jouaber-Snoussi, Ben Salah ve Rigobert (2012), 1996-2009 döneminde küresel ve bölgesel çapta Dow Jones tarafından oluşturulan İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin performansını inceledikleri çalışmalarında, bölgesel bazda bazı farklı sonuçlara ulaşmakla birlikte genel olarak İslami hisse senedi endekslerinin geleneksel endekslerden daha riskli olduğu ve daha düşük getiri performansı gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır.

Lean ve Parsva (2012) çalışmalarında, Malezya İslami (FTSE Borsa Malezya Hijrah İslami Endeksi, FTSE Borsa Malezya EMAS İslami Endeksi) ve geleneksel (FTSE Borsa Malezya KLCI Endeksi, FTSE Borsa Malezya 100 Endeksi, FTSE Borsa Malezya EMAS Endeksi) hisse senedi endekslerinin performansını ve oynaklığını incelemiştir. CAPM analizine göre İslami endeksler daha yüksek getiri ve düşük riske sahiptir. GARCH model kullanılarak yapılan oynaklık analizi ise İslami endekslerin oynaklığının geleneksel endekslerden daha düşük olduğunu göstermektedir.

Dharani (2012) çalışmasında, 2007-2011 yılları için Hindistan İslami (S&P CNX Nifty İslami Endeksi) ve geleneksel (S&P CNX Nifty Endeksi) hisse senedi endekslerinin performansını kıyaslamış, kısa uzun dönem ilişkilerini belirlemeye çalışmış ve oynaklıklarını tahmin etmiştir. Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen alfa ölçütlerini kullanarak yapılan getiri performansı kıyaslamasında, İslami endeksin performansının geleneksel endeksin altında kaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Engle-Granger eşbütünleşme testi sonuçlarına göre endeksler arasında uzun dönemli bir ilişkiye rastlanmazken, Granger nedensellik testi sonuçları kısa dönemli bir ilişkinin

varlığını ortaya koymuştur. GARCH ve TGARCH model kullanılarak tahmin edilen oynaklıklara göre ise İslami endeksin oynaklığının, geleneksel endeksten daha düşük olduğu belirlenmiştir.

Abbes (2012) çalışmasında, farklı coğrafyalardan 2002-2012 dönemi için 35 ülkeye ait İslami ve geleneksel hisse senedi endeksinin performansını ve endekslerde kaldıraç etkisinin olup olmadığını incelemiştir. Hem ortalama getiriler hem de risk ayarlı performans ölçüm yöntemlerinden Sharpe oranı ile yapılan performans karşılaştırmasında, İslami hisse senedi endeksleri ile geleneksel hisse senedi endekslerinin getiri performansı arasında bir farklılık bulunamamıştır. Getirilerle oynaklık arasında asimetric bir ilişkisinin varlığı anlamına gelen kaldıraç etkisine ise EGARCH model tahmini ile bakılmış ve hem İslami hem de geleneksel hisse senedi endekslerinde kaldıraç etkisinin varlığı tespit edilmiştir.

Albaity ve Mudor (2012) çalışmalarında, 2007-2011 dönemi itibariyle Dow Jones'un ABD için oluşturduğu İslami (Dow Jones İslami Piyasa A.B.D. Endeksi) ve geleneksel (Dow Jones Borsası Endüstri Endeksi) hisse senedi endeksi ile Malezya İslami (FTSE Borsa Malezya Hijrah İslami Endeksi) ve geleneksel (FTSE Borsa Malezya KLCI Endeksi) hisse senedi endekslerini performans ve kısa-uzun dönemli ilişkiler açısından incelemiştir. Diğer çalışmalardan farklı olarak söz konusu çalışmada, seçili ülkelerin İslami ve geleneksel endeksinin karşılaştırması yerine iki ülkenin İslami hisse senedi endeksleri ve geleneksel hisse senedi endeksleri kendi aralarında karşılaştırılmıştır. Çalışma sonucunda endekslerin ortalama getirileri bakımından bir farklılığa rastlanmamıştır. Uzun dönemli ilişkileri belirlemek amacıyla yapılan eşbütünleşme testi sonucunda İslami hisse senedi endeksleri eşbütünleşik bulunurken, geleneksel hisse senedi endeksleri arasında bir eşbütünleşme ilişkisine rastlanmamıştır. Kısa dönemli ilişkiler bağlamında yapılan nedensellik testi sonuçlarına göre ise ABD İslami hisse senedi endeksinden Malezya İslami hisse senedi endeksine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Geleneksel hisse senedi endeksleri açısından ise kriz döneminde karşılıklı nedensellik ilişkisi bulunurken, diğer dönemlerde İslami endekslerde olduğu gibi ABD'den Malezya'ya doğru bir nedensellik ilişkisi mevcuttur.

Sukmana ve Kholid (2012), 2001-2009 dönemi için Cakarta İslami endeksi ile Cakarta Bileşik Endeksinin oynaklıklarını ARCH ve GARCH modelleri ile tahmin edip

karşılaştırdıkları çalışmalarında, İslami hisse senedi endeksinin oynaklığının daha düşük olduğu yani söz konusu endekse yatırım yapmanın daha risksiz olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Romli, Mohamad ve Yusof (2012) çalışmalarında, 2007-2010 dönemi için Malezya İslami hisse senedi endeksleri (FTSE Borsa Malezya Hijrah İslami Endeksi, FTSE Borsa Malezya EMAS İslami Endeksi) ve geleneksel hisse senedi endeksinin (FTSE Borsa Malezya KLCI Endeksi) oynaklıklarını karşılaştırmışlardır. Oynaklık tahmininde GARCH modelin kullanıldığı çalışmada, İslami hisse senedi endekslerinin oynaklığı, geleneksel hisse senedi endeksine göre çok yüksek bulunmuştur.

Haq ve Rao (2013) Hindistan hisse senedi piyasası için oluşturulan İslami (Bombay Borsası İslami 50 Endeksi) ve geleneksel (SENSEX Endeksi) hisse senedi endekslerinin arasındaki eşbütünleşme ilişkisini 2008-2012 yılları için inceledikleri çalışmalarında, endekslerin eşbütünleşik oldukları, dolayısıyla aralarında uzun dönemli bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ashraf (2013), 2000-2012 döneminde küresel, bölgesel ve ülke çapında İslami ve geleneksel olmak üzere 29 hisse senedi endeksinin performansını incelediği çalışmasında, İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin benzer getiri performansına sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Mohammad ve Ashraf (2015), 2002-2012 döneminde 17 İslami hisse senedi endeksini ve bu endekslere karşılık gelen geleneksel hisse senedi endekslerini inceledikleri çalışmalarında, Ashraf (2013) ile benzer sonuçlar bulmuştur.

Affaneh, Albohali ve Boldin (2013), 2004-2009 dönemi için küresel, bölgesel ve ülke çapında Dow Jones tarafından oluşturulan İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin performansını Sharpe oranı ve ayarlanmış Sharpe oranı ile kıyasladıkları çalışmalarında, İslami hisse senedi endekslerinin genel anlamda geleneksel endekslerden daha iyi performans gösterdiğini ortaya koymuşlardır.

Naseri ve Masih (2013) çalışmalarında, 2006-2013 yılları için Malezya İslami hisse senedi endeksi (FTSE Borsa Malezya EMAS İslami Endeksi) ile enflasyon oranı, para arzı ve döviz kuru makroekonomik değişkenlerinin arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişkileri incelemiştir. Eşbütünleşme testi sonucunda uzun dönemli, nedensellik testi sonucunda ise kısa dönemli ilişkilerin varlığı tespit edilmiştir.

Hussin ve diğeri (2013), Malezya ve Endonezya İslami hisse senedi endeksleri ile Dow Jones İslami Piyasa Dünya Endeksi arasındaki eşbütünleşme ve nedensellik ilişkilerini VAR modeli ve Granger nedensellik testi ile inceledikleri çalışmalarında, endeksler arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin varlığını tespit edememiştir. Granger nedenselliği bağlamında bakıldığında ise Malezya İslami hisse senedi endeksinin, Endonezya İslami hisse senedi endeksi ve Dow Jones İslami Piyasa Dünya Endeksinin Granger nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kassim (2013) çalışmasında, 2005-2010 dönemini kriz öncesi ve kriz dönemi olarak iki alt döneme ayırmış ve Endonezya, Kuveyt, Malezya, Türkiye, ABD, İngiltere, Japonya için Dow Jones tarafından oluşturulan İslami endekslerin geleneksel endekslerle entegrasyon ilişkisini ARDL sınır testi çerçevesinde incelemiştir. Çalışma sonucunda, İslami ve geleneksel hisse senedi endeksleri arasında kriz öncesi dönemde uzun dönemli bir ilişkiye rastlanmazken, kriz döneminde entegrasyonun arttığı ortaya koyulmuştur.

Habib ve İslam (2014a) çalışmalarında, S&P tarafından Hindistan için oluşturulan İslami (S&P BSE 500 İslami Endeksi) ve geleneksel (S&P BSE 500 Endeksi) hisse senedi endekslerini 2009-2014 dönemi verileri üzerinden performans ve uzun dönemli ilişkiler açısından incelenmişlerdir. Hem ortalama getiri hem de CAPM kullanılarak hesaplanan risk ayarlı getiriler açısından İslami hisse senedi endeksi geleneksel endeksten az da olsa düşük performans göstermiştir. Bununla birlikte İslami hisse senedi endeksinin riskinin daha düşük oluşu belirlenmiştir. Yapılan eşbütünleşme testi ile iki endeksin uzun dönemli bir ilişki sergiledikleri ortaya koyulmuştur.

Reddy ve Fu (2014) çalışmalarında, 2001-2013 yılları için Avustralya İslami hisse senedi endeksi (Fifty İslami Endeksi) ve geleneksel hisse senedi endeksinde (Fifty Endeksi) yer alan hisse senetlerinden oluşturdukları portföylerin performansını incelemişlerdir. İslami hisse senetlerinin riski daha düşük bulunurken, getiri açısından geleneksel hisse senetleri ile benzer performans gösterdikleri ortaya koyulmuştur. Setiawan ve Oktariza (2013), 2009-2011 yılları arasında Endonezya için yaptıkları Reddy ve Fu (2014) ile benzer çalışmada, İslami hisse senetlerinin hem performansının hem de riskinin geleneksel hisse senetlerinden farklı olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Habib ve İslam (2014b) çalışmalarında, MSCI tarafından Hindistan ve Malezya için oluşturulmuş İslami hisse senedi endekslerinin geleneksel hisse senedi endeksleri

karşısındaki performanslarını 2003-2013 yılları için karşılaştırmışlardır. Hem ortalama getiri hem de CAPM kullanılarak hesaplanan risk ayarlı getiriler açısından, Hindistan İslami hisse senedi endeksi geleneksel endeksten düşük performans göstermiştir. Ancak İslami hisse senedi endeksinin riski daha düşüktür. Malezya açısından ise tam tersi bir durum söz konusudur. İslami hisse senedi endeksi geleneksel endeksten daha yüksek getiri sağlarken, riski de daha yüksektir.

Karim, Datip ve Shukri (2014) çalışmalarında, 2000-2011 yılları için Dow Jones'un Malezya için oluşturduğu İslami hisse senedi endeksi ile geleneksel hisse senedi endeksinin (FTSE Borsa Malezya KLCI Endeksi) performanslarını karşılaştırmış ve aralarında kısa dönemli ilişki olup olmadığını incelemişlerdir. Risk ayarlı performans ölçüm yöntemlerinden Sharpe oranı, Treynor oranı, Jensen alfa ve modifiye edilmiş Sharpe oranı ölçütlerinin kullanıldığı çalışmada, İslami hisse senedi endeksinin geleneksel endekse göre daha yüksek getiri sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Granger nedensellik testi sonuçlarına göre ise endeksler arasında karşılıklı nedensellik ilişkisine rastlanmıştır.

Jawadi, Jawadi ve Louhichi (2014), 2000-2011 dönemi için küresel, bölgesel (Avrupa) ve ABD için Dow Jones tarafından oluşturulan İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin performansını Sharpe oranı, Treynor oranı, Jensen alfa ölçütleri ve CAPM-GARCH modeli ile inceledikleri çalışmalarında, 2008 krizinin başladığı ve etkisini artırdığı dönemlerde İslami hisse senedi endekslerinin geleneksel emsallerinden daha iyi performans gösterdiği, ayrıca krizin negatif etkisinin İslami hisse senedi endekslerinde daha düşük olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ho ve diğerleri (2014) çalışmalarında, ABD, İngiltere, İsviçre, Fransa, Malezya, Endonezya, Hong Kong ve Hindistan için farklı endeks sağlayıcıları tarafından oluşturulmuş İslami hisse senedi endeksleri ile geleneksel hisse senedi endekslerinin 2000-2011 yılları için performanslarını kıyaslamışlardır. Risk ayarlı performans ölçütlerinden Sharpe oranı, Treynor oranı, Jensen alfa ölçütlerinin kullanıldığı çalışmada, Jawadi, Jawadi ve Louhichi (2014)'nin çalışmasını destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır.

Abu Bakar ve Ali (2014), Malezya hisse senedi piyasasında işlem gören İslam'a uygun ve geleneksel 107 hisse senedinin performansını Sharpe oranı, Treynor oranı, Jensen alfa ölçütleriyle 1990-2011 dönemi için değerlendirdikleri çalışmalarında,

Jawadi, Jawadi ve Louhichi (2014) ve Ho ve diğeri (2014) ile aynı doğrultuda sonuçlara ulaşarak İslami hisse senetlerinin özellikle kriz dönemlerinde geleneksel emsallerinden daha iyi performans gösterdiğini ortaya koymuşlardır.

Al-Khazali, Lean ve Samet (2014), Dow Jones tarafından oluşturulan küresel, Asya-Pasifik, Avrupa, gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler, Kanada, ABD, İngiltere, Japonya ve İngiltere İslami hisse senedi endeksleri ile geleneksel hisse senedi endekslerinin performanslarını inceledikleri çalışmalarında, Jawadi, Jawadi ve Louhichi (2014), Ho ve diğeri (2014) ve Abu Bakar ve Ali (2014) ile benzer sonuçlara ulaşmışlardır.

Ajmi, Hammoudeh, Nguyen ve Sarafrazi (2014), Dow Jones Dünya İslami piyasalar endeksi ile S&P tarafından ABD, Avrupa ve Asya için oluşturulan geleneksel hisse senedi endeksleri arasında 1999-2010 yılları için nedensellik ilişkisinin varlığını araştırdıkları çalışmalarında, İslami endeksten diğeri endekslere doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığını ortaya koymuşlardır.

Listyaningsih ve Krishnamurti (2014) çalışmalarında, 2005-2012 dönemi için Cakarta İslami hisse senedi endeksi ile geleneksel hisse senedi endeksinin oynaklıklarını ARCH ve GARCH modeller ile karşılaştırmışlardır. Çalışma sonucunda İslami hisse senedi endeksinin geleneksel hisse senedi endeksinden daha düşük oynaklığa sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Rizvi ve Arshad (2014), 2000-2011 dönemi için Dow Jones tarafından oluşturulan çeşitli İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin aralarındaki oynaklık ilişkilerini çok değişkenli MGARCH DCC yöntemiyle araştırdıkları çalışmalarında, İslami hisse senedi endekslerinin oynaklıklarının geleneksel endekslerden çok düşük düzeyde etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır.

Hammoudeh, Mensi, Reboredo ve Nguyen (2014) Dow Jones İslami Piyasa Dünya Endeksi ile S&P ABD, Avrupa ve Asya geleneksel hisse senedi endekslerinin 1999-2013 yılları için aralarındaki oynaklık ilişkilerini inceledikleri çalışmalarında, İslami hisse senedi endekslerinin geleneksel endekslerle benzer oynaklık karakteristiği gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır.

Dewandaru ve diğeri (2014) çalışmalarında, 1996-2012 yılları için Dow Jones tarafından oluşturulan Asya-Pasifik ve Avro bölgesi İslami ve geleneksel hisse senedi

endeksleri ile A.B.D. ve İngiltere İslami ve geleneksel hisse senedi endeksleri arasındaki ilişkileri finansal bulaşma bağlamında incelemiştir. Çalışma sonucunda, Batıda yer alan İslami hisse senedi endekslerinin, bu bölgeye ait geleneksel hisse senedi endekslerinde yaşanan şoklardan ziyade, farklı coğrafyalarda yaşanan şoklardan daha çok etkilendiği, Asya'da yer alan İslami hisse senedi endekslerinin ise kendi bölgelerinde yaşanan şoklardan daha çok etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Listyaningsih ve Krishnamurti (2015) çalışmalarında, 2005-2012 yılları arasında Endonezya İslami hisse senedi endeksinde (Cakarta İslami Endeksi) yer alan hisse senetleri ile bu endeks dışında kalan hisse senetlerinin performanslarını CAPM ile karşılaştırılmış ve aralarında anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Adamsson (2015), 1996-2012 döneminde küresel ve bölgesel çapta İslami ve geleneksel olmak üzere 32 hisse senedi endeksinin performansını incelediği çalışmada, küresel İslami hisse senedi endekslerinin ve gelişmiş ülke piyasalarına ait İslami hisse senedi endekslerinin geleneksel hisse senedi endekslerinden daha iyi performans gösterdiği, gelişmekte olan ülkelerde ise İslami hisse senedi endekslerinin performansının geleneksel hisse senedi endekslerinin altında kaldığı sonucuna ulaşmıştır.

Yunan ve Rahmasari (2015) çalışmalarında, 2008-2012 yılları arasında Cakarta İslami Endeksi içerisinde seçtikleri belirli hisse senetlerinin performanslarını Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen alfa ölçütlerine göre ölçmüş ve aralarından en iyi performansı gösteren yedi hisse senedini belirlemişlerdir.

Rana ve Akhter (2015), Pakistan İslami hisse senedi endeksi (KMI30 Endeksi) ile geleneksel hisse senedi endeksinin (KSE100 Endeksi) performanslarını risk ayarlı performans ölçüm yöntemleri Sharpe oranı, Treynor oranı, Jensen alfa, Modigliani ve Miller (MM) ölçütleri ve GARCH-M yöntemiyle inceledikleri çalışmalarında, İslami hisse senedi endeksinin performansının geleneksel endeksin altında kaldığı sonucuna ulaşmışlardır.

Pranata ve Nurzanah (2015), Endonezya İslami hisse senedi endeksi (Cakarta İslami Endeksi) ve geleneksel hisse senedi endeksinin (LQ45 Endeksi) getiri performansını ve riskini CAPM ile ölçtükleri çalışmalarında, İslami hisse senedi endeksinin performansının geleneksel endeksten farklı olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Risk açısından ise İslami hisse senedi endeksinin riskinin daha düşük olduğu belirlenmiştir.

Charles, Darné ve Pop (2015) çalışmalarında, 1996-2013 dönemi için Dow Jones tarafından oluşturulan Dünya, Asya, Kanada, Japonya, İngiltere ve ABD İslami hisse senedi endeksleri ile bu endekslere karşılık gelen geleneksel endekslerin performanslarını karşılaştırmışlardır. Sharpe oranı, Treynor oranı, Jensen alfa, Black-Treynor oranı ve Sortino oranı ölçütlerinin kullanıldığı çalışmada, İslami hisse senedi endekslerinin geleneksel endekslerle kıyaslandığında daha yüksek getiri sağladığı ancak bununla birlikte daha yüksek risk ihtiva ettiği sonucuna ulaşılmıştır.

Abbes ve Trichilli (2015), farklı coğrafyalardan 27 ülkeye ait MSCI tarafından oluşturulmuş İslami hisse senedi endekslerinin arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkileri 2002-2012 dönemi için eşbütünleşme ve nedensellik testleriyle inceledikleri çalışmalarında, piyasaların büyük çoğunluğunda uzun dönemli ilişkilerin bulunmadığı, bazı piyasalar arasında ise kısa dönemli ilişkilerin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Avcı ve Al-Agha (2015), İslami hisse senedi piyasaları ile geleneksel hisse senedi piyasalarının uzun ve kısa dönemli ilişkilerini inceledikleri çalışmalarında, 2000-2014 yılları arasında ABD (Dow Jones İslami Piyasa A.B.D. Endeksi, S&P 500 Bileşik Endeksi), İngiltere (Dow Jones İslami Piyasa İngiltere Endeksi, FTSE 100 Endeksi), Kanada (Dow Jones İslami Piyasa Kanada Endeksi, S&P/TSX Bileşik Endeksi), Japonya (Dow Jones İslami Piyasa Japonya Endeksi, Nikkei 225 Endeksi) ve Endonezya'daki (Cakarta İslami Endeksi, Cakarta Bileşik Endeksi) İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerine ait aylık verileri kullanmışlardır. Çalışmada, uzun dönemde söz konusu endeksler arasında bir ilişki bulunamamıştır. Kısa vadede ise İslami ve geleneksel hisse senedi piyasalarının birlikte hareket ettikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Nazlıoğlu, Hammoudeh ve Gupta (2015) çalışmalarında, Dow Jones İslami Piyasa Dünya Endeksi ile S&P ABD, Avrupa ve Asya geleneksel endekslerinin 1999-2013 yılları için aralarındaki oynaklık yayılma etkisini incelemiştir. Hafner ve Herwatz'ın varyansta nedensellik testinin kullanıldığı çalışmada, İslami hisse senedi endeksi ile geleneksel endeksler arasında oynaklık geçişleri olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Mensi, Hammoudeh, Şensoy ve Yoon (2015), Dow Jones İslami Piyasa Dünya Endeksi ile bu endeksin geleneksel emsali ve alt sektör endeksleri arasındaki zamanla

değişen (dinamik) koşullu korelasyon ilişkilerini çok değişkenli GARCH modeller aracılığıyla inceledikleri çalışmalarında, eşleştirilen endeks çiftleri arasında korelasyon ilişkisi olduğunu belirlemişlerdir.

Majdoub, Mansour ve Jouini (2016) çalışmalarında, 2008-2013 döneminde Fransa, Endonezya, ABD ve İngiltere için MSCI tarafından oluşturulan İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin aralarındaki uzun dönemli ilişkileri ve korelasyon ilişkilerini incelemişlerdir. Eşbütünleşme testi sonuçlarına göre İngiltere hariç diğer tüm ülkelerde İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin uzun dönemde birlikte hareket ettiği sonucu ulaşılmıştır. Korelasyon açısından ise tüm ülkelerin İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin yüksek korelasyona sahip olduğu saptanmış, ayrıca ülkeler arasında yapılan analiz sonuçlarına göre hem İslami hem de hisse senedi geleneksel endekslerinin yüksek korelasyon ilişkisine sahip olduğu görülmüştür.

Kenourgios, Naifar ve Dimitriou (2016) çalışmalarında, küresel finansal krizin İslami hisse senedi piyasaları üzerinde bulaşma etkisi gösterip göstermediğini incelemişlerdir. Örneklem olarak 2007-2015 yılları arasında gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkeye ait İslami hisse senedi endeksini alan çalışmada, DCC-GARCH yöntemi kullanılmıştır. İslami hisse senedi piyasalarının geleneksel hisse senedi piyasalarından ayrıştığı ve krizden daha az etkilendikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Erragragui ve Lagoarde-Segot (2016), Avustralya, Kanada, Japonya, İngiltere, ABD, Brezilya, Hindistan ve Güney Afrika'ya ait İslami, sosyal sorumluluk ve geleneksel endekslerin 2008-2014 yılları arasındaki performanslarını kıyasladıkları çalışmalarında, geleneksel endeksler ile İslami ve sosyal sorumluluk endekslerinin getirileri arasında önemli bir farklılık olmadığını ortaya koymuşlardır.

Farooq ve Alahkam (2016) çalışmalarında, 2005-2009 dönemi için MENA bölgesi ülkelerinde yer alan İslami kriterlere uygun olan ve olmayan şirketlerin finansal performanslarını karşılaştırmışlardır. Piyasa bazlı getirilerin performans ölçütü olarak ele alındığı çalışmada, İslami kriterlere uygun olan şirketlerin diğer şirketlerden daha düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Bousalam ve Hamzaoui (2016), 2013-2014 dönemi için öncelikle Fas hisse senedi endeksi (MASI) içerisindeki hisse senetlerinden Dow Jones, FTSE, S&P ve MSCI'nin İslami filtreleme ölçütlerini kullanarak, Fas için 4 ayrı İslami senedi endeksi oluşturmuşlardır. Daha sonra oluşturdukları bu endekslerle Fas hisse senedi endeksinin

oynaklıklarını tahmin ederek karşılaştırmıştır. Tüm hisse senedi endekslerinin benzer oynaklık davranışı gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Listyaningsih ve Krishnamurti (2016) çalışmalarında, 2005-2012 yılları için Cakarta İslami hisse senedi endeksinde yer alan hisse senetleriyle, bu endeksin dışında kalan hisse senetlerinin oynaklıklarını GARCH modeller ile karşılaştırmışlardır. Çalışma sonucunda Listyaningsih ve Krishnamurti (2014) ile benzer şekilde, Cakarta İslami hisse senedi endeksinde yer alan hisse senetlerinin, diğer hisse senetlerinden daha düşük oynaklığa sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Reddy ve diğerleri (2017), İngiltere menşeli İslami, geleneksel ve sosyal sorumluluk fonlarının performanslarını Sharpe oranı, Treynor oranı, Jensen alfa ve riske maruz değer (VaR) ölçütlerini kullanarak kıyasladıkları çalışmalarında, İslami fonların ve sosyal sorumluluk fonlarının geleneksel fonlara yakın bir performans sergilediği, finansal krizden ise geleneksel fonlara nazaran daha az etkilendiklerini saptamışlardır.

Shahzad ve diğerleri (2017), 1996-2016 dönemi için Dow Jones tarafından oluşturulan küresel çaptaki İslami hisse senedi endeksi ile yine Dow Jones'un ABD, İngiltere ve Japonya geleneksel hisse senedi endekslerinin oynaklıklarını karşılaştırdıkları çalışmalarında, İslami hisse senedi endeksi ile geleneksel endekslerin benzer riske sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Hkiri, Hammoudehi Aloui ve Yarovaya (2017) çalışmalarında, 1999-2014 yılları için Asya, Rusya, Arjantin, Brezilya ve ABD geleneksel hisse senedi endeksleri ile bu endekslere karşılık gelen İslami hisse senedi endekslerinin oynaklıklarını karşılaştırmışlardır. İslami endekslerin oynaklığının kriz dönemlerinde geleneksel endekslerden daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Jebran, Chen ve Tauni (2017) çalışmalarında, Pakistan İslami hisse senedi endeksi (Karaçi Mizan Endeksi) ile geleneksel hisse senedi endeksinin (Pakistan Borsası 100 Endeksi) kısa ve uzun dönemli ilişkilerini belirlemeyi ve oynaklıklarını tahmin etmeyi amaçlamışlardır. Eşbütünleşme testi sonucunda uzun, Vektör Hata Düzeltme Mekanizması (VECM) modeli ile de kısa dönemli ilişkilerin varlığı saptanmıştır. GARCH ve EGARCH modeller sonucunda ise iki endeks arasında karşılıklı oynaklık yayılma etkisi bulunduğu ortaya koyulmuştur.

Abu-Alkheil, Khan, Parikh ve Mohanty (2017), 2002-2014 yılları için küresel ve ülkesel çapta 32 İslami hisse senedi endeksi ve bu endekslere karşılık gelen geleneksel hisse senedi endeksleri arasındaki eşbütünleşme ilişkilerini inceledikleri çalışmalarında, Pakistan hariç diğer tüm endeks çiftleri arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Ng, Chin ve Chong (2017) çalışmalarında, 2009-2015 dönemi için Malezya İslami hisse senedi endeksi (FTSE Borsa Malezya EMAS İslami Endeksi) ile geleneksel hisse senedi endeksi (FTSE Borsa Malezya KLCI Endeksi) ve sektör endeksleri (inşaat, tüketim malları, finans, sanayi, tarım, üretim, gayrimenkul, hizmet, teknoloji ve madencilik) arasındaki şok ve oynaklık geçişlerini çok değişkenli GARCH modellerden BEKK-GARCH model ile incelemişlerdir. Çalışmada, hisse senedi İslami endeksinden tarım sektörü endeksi hariç diğer tüm endekslere doğru tek yönlü ortalama getiri yayılımı saptanmıştır. İslami hisse senedi endeksi ile tarım sektörü endeksi arasında ise çift yönlü yayılma etkisi olduğu ortaya koyulmuştur.

Majdoub ve Ben Sassi (2017), 2011-2016 dönemi için MSCI tarafından Çin, Hindistan, Malezya, Endonezya, Kore ve Tayland için oluşturulmuş İslami hisse senedi endeksleri arasındaki volatilité yayılma etkisini VARMA-BEKK-AGARCH model ile inceledikleri çalışmalarında, Çin'den diğer ülkelere doğru volatilité yayılma etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Çin, Kore ve Tayland İslami hisse senedi piyasaları arasındaki volatilité yayılma etkisinin ise karşılıklı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

4.4.2. Türkiye’de Yapılan Çalışmalar

Aktaş, Kayalidere ve Karğın (2013), 2005-2012 yılları için STOXX Avrupa İslami Değerler Endeksi ile STOXX Avrupa Hristiyan Değerler Endeksinin performansını karşılaştırdıkları çalışmalarında, İslami Değerler Endeksinin riskinin düşük olduğu, pozitif getiriye sahip olduğu ve daha iyi performans gösterdiğini ortaya koymuşlardır.

Savaşan, Yardımcıoğlu ve Beşel (2015), Katılım 30 Endeksi üzerindeki dışsal şokların etkisini Zivot-Andrews, Fourier ve KSS birim kök testleri ile araştırdıkları çalışmalarında, 2011-2015 yılları için Katılım 30 Endeksinde yaşanan dışsal şokların etkisinin kalıcı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ata ve Buğan (2015), 2005-2014 yılları arasında Dow Jones ve MSCI'nin Türkiye için oluşturduğu İslami ve geleneksel endekslerine ait aylık kapanış değerlerini kullandıkları çalışmalarında, 2008 global kriz dönemi ve sonrası için endekslerin ortalamaları aralarında anlamlı bir farklılık bulamamışlardır. Yapılan asimetrik nedensellik testlerinde ise MSCI endekslerinde asimetrik bilgiye ilişkin bulgulara rastlanırken, Dow Jones endekslerinin hem pozitif hem de negatif şoklar açısından güçlü bir nedensellik ilişkisine sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Altın ve Caba (2016), 2015 yılına ait günlük verilerle Katılım 30 Endeksi, Katılım 50 Endeksi, Bist 100 Endeksi ve Borsa İstanbul'da işlem gören tüm sektör endekslerinin performanslarını karşılaştırdıkları çalışmalarında, Katılım Endekslerinin diğer tüm endekslerden daha yüksek getiri sağladığı sonucuna ulaşmışlardır.

Sarılı ve Çakmur Yıldıztan (2016) çalışmalarında, S&P 100 Tüm İslami Piyasa Endeksi, FTSE Küresel İslami Endeksi ve Dow Jones İslami Piyasa Dünya Endeksi endekslerini, performans ve risk açısından karşılaştırmışlardır. CAPM analizi sonucunda Dow Jones İslami Piyasa Dünya Endeksin'in en yüksek riske, S&P 100 Tüm İslami Piyasa Endeksi'nin ise görece en düşük riske sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Treynor oranı ve Jensen alfa ölçütlerine göre de S&P 100 Tüm İslami Piyasa Endeksi'nin söz konusu endeksler arasında en iyi getiriyi sağladığı saptanmıştır.

Seçme, Aksoy ve Uysal (2016), 2011-2015 yılları arasında Bist 100 Endeksi ve Katılım 30 endekslerinin performanslarını ve oynaklıklarını inceledikleri çalışmalarında, GARCH ve EGARCH model kullanarak endekslerin oynaklıklarını tahmin edip, Bist 100 Endeksi'nin oynaklığının Katılım 30 Endeksi'nden daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Performans boyutunda ise Sharpe oranı ve Jensen alfa ölçütlerine göre Katılım 30 Endeksi'nin Bist 100 Endeksi'nden daha iyi performans gösterdiğini tespit etmişlerdir.

Ülev (2016) çalışmasında, Bist 100 Endeksi, Katılım 30 Endeksi ve faiz oranı arasındaki performans ve nedensellik ilişkisini incelemiştir. 2011-2016 yılları arasını kapsayan çalışmada Sharpe ve Treynor oranı ölçütlerine göre Katılım 30 Endeksi endeksinin Bist 100 Endeksi'nden daha iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Nedensellik bağlamında ise Katılım 30 Endeksi ile faiz oranı arasında bir nedensellik ilişkisi bulunamazken, Bist 100 Endeksi ile faiz oranı arasında nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ülev ve Özdemir (2015), aynı endeksler için bu kez 2011-

2014 dönemi için Toda-Yamamoto nedensellik testi uyguladıkları çalışmalarında Ülev (2016) ile benzer sonuçlara ulaşmışlardır.

Toraman, İğde, Buğan ve Kılıç (2016), 2012-2015 yılları için İİT ülkelerine ait İslami hisse senedi endeksleri ile A.B.D., Avrupa ve Asya'ya ait bölgesel geleneksel hisse senedi endeksleri arasındaki bilgi yayılımlarını dinamik nedensellik testi ile araştırdıkları çalışmalarında, söz konusu geleneksel hisse senedi endekslerinden İslami hisse senedi endekslerine yönelik bilgi yayılımlarının varlığını tespit etmişlerdir.

Buğan ve Çevik (2016) çalışmalarında, 2002-2016 yılları için DJ İslami Piyasa Küresel Endeksi ile on dokuz gelişmekte olan ülkeye ait MSCI tarafından oluşturulmuş geleneksel hisse senedi endeksleri arasındaki nedensellik ilişkilerini incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, Arjantin dışında tüm gelişmekte olan hisse senedi piyasaları ile İslami endeks arasında en az bir yönde nedensellik ilişkisi olduğu saptanmıştır.

Beşel ve Özdemir (2016), 2011-2016 dönemi için Katılım 30 Endeksi, BIST 100 Endeksi ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkilerini Hacker ve Hatemi-J (2006) nedensellik testi ve Hatemi-J (2012) asimetrik nedensellik testi ile inceledikleri çalışmalarında, Hacker ve Hatemi-J nedensellik testi sonuçlarına göre değişkenler arasında bir nedensellik ilişkisinin varlığını tespit edememişlerdir. Hatemi-J asimetrik nedensellik testi sonuçlarına göre ise tüm değişkenler arasında negatif şoklar açısından bir nedensellik ilişkisi olduğu, pozitif şoklar açısından ise faiz oranından Katılım 30 Endeksi'ne yönelik bir nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Sakarya, Yıldırım ve Yavuz (2017), 2011-2016 yılları için Katılım 30 Endeksi, Bist 50 Endeksi ve Kurumsal Yönetim Endeksi'nin getiri performansını karşılaştırdıkları çalışmalarında, örneklem dönemini azalan ve artan piyasa dönemleri olmak üzere yedi alt döneme ayırmışlardır. Sharpe, Treynor ve Jensen alfa ölçütlerine göre Katılım 30 Endeksi, azalan piyasa dönemlerinde diğer endekslere göre daha az kayıp göstermiştir. Tüm dönemler dikkate alındığında ise üç endeksin getirileri arasında anlamlı bir farklılık bulunamamıştır. Sistemik riskin ölçüsü beta açısından bakıldığında ise Katılım 30 Endeksi'nin en düşük riske sahip endeks olduğu ortaya koyulmuştur.

Çevik, Erdoğan ve Buğan (2017), 2002-2017 yılları için Dow Jones Global İslami Hisse Senedi Endeksi ile Almanya, Fransa ve İngiltere hisse senedi endeksleri arasındaki nedensellik ilişkilerini Toda-Yamamoto nedensellik testi ve Hatemi-J

asimetrik nedensellik testini kullanarak inceledikleri çalışmalarında, Toda-Yamamoto nedensellik testine göre bir nedensellik ilişkisinin varlığını tespit edememişlerdir. Asimetrik nedensellik testine göre ise global endeksteeki negatif şokların Almanya İslami hisse senedi endeksindeki negatif şokların Granger nedeni olduğu, Fransa İslami hisse senedi endeksindeki negatif şokların da Global endeksteeki negatif şokların Granger nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kamışlı, Kamışlı ve Temizel (2017) çalışmalarında, 2007-2017 dönemi için Asya-Pasifik, Avrupa, Kuzey Amerika, Latin Amerika ve MENA bölgesel İslami hisse senedi endeksleri arasındaki ilişkileri asimetrik nedensellik testi ile belirlemeye çalışmışlardır. Çalışmada, tüm hisse endeksleri arasında karşılıklı nedensellik ilişkilerinin varlığı tespit edilmiştir.

5. İSLAMİ HİSSE SENEDİ PİYASALARI İLE GELENEKSEL HİSSE SENEDİ PİYASALARI ÜZERİNE KARŞILAŞTIRMALI BİR ANALİZ

5.1. Araştırmanın Bulguları

Bu başlık altında, öncelikle araştırma kapsamında incelenen İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin seçilen örneklem dönemine ait tanımlayıcı istatistikleri ve grafikleri verilmiştir. Daha sonra sırasıyla; performans analizi, oynaklık tahminleri ve endeksler arasındaki ilişkilerin belirlenmesine ilişkin analizlerin bulguları yer almaktadır.

5.1.1. Getiri Serilerine Ait Tanımlayıcı İstatistikler ve Grafikler

Araştırma kapsamında incelenen İslami ve geleneksel hisse senetlerine ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 21’de verilmiştir.

Tablo 21. Getiri Serilerine Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Ülke	Endeks	Gözlem S.	Ortalama	Max.	Min.	Std. Sapma	Çarpıklık	Basıklık	J-B
Türkiye	BIST100	1802	0,000300	0,0624	-0,1106	0,014072	-0,5856	7,2764	1476,106*
	KAT30	1802	0,000405	0,0597	-0,1105	0,011840	-0,8250	10,072	3959,952*
A.B.D.	DJIND	1797	0,000423	0,0415	-0,0571	0,008575	-0,5928	7,7509	1795,256*
	DJISUS	1797	0,000409	0,0458	-0,0641	0,009250	-0,5143	7,6484	1697,086*
İngiltere	FTSE100	1806	0,000102	0,0394	-0,0478	0,009424	-0,2242	5,5379	499,796*
	MSCIUKIS	1806	0,000071	0,0437	-0,0536	0,010120	-0,1869	5,2295	384,576*
Malezya	KLCI	1753	0,000096	0,0332	-0,0274	0,005625	-0,2882	5,9281	650,513*
	HIJRAH	1753	0,000179	0,0322	-0,0274	0,005751	-0,1186	6,1823	743,825*

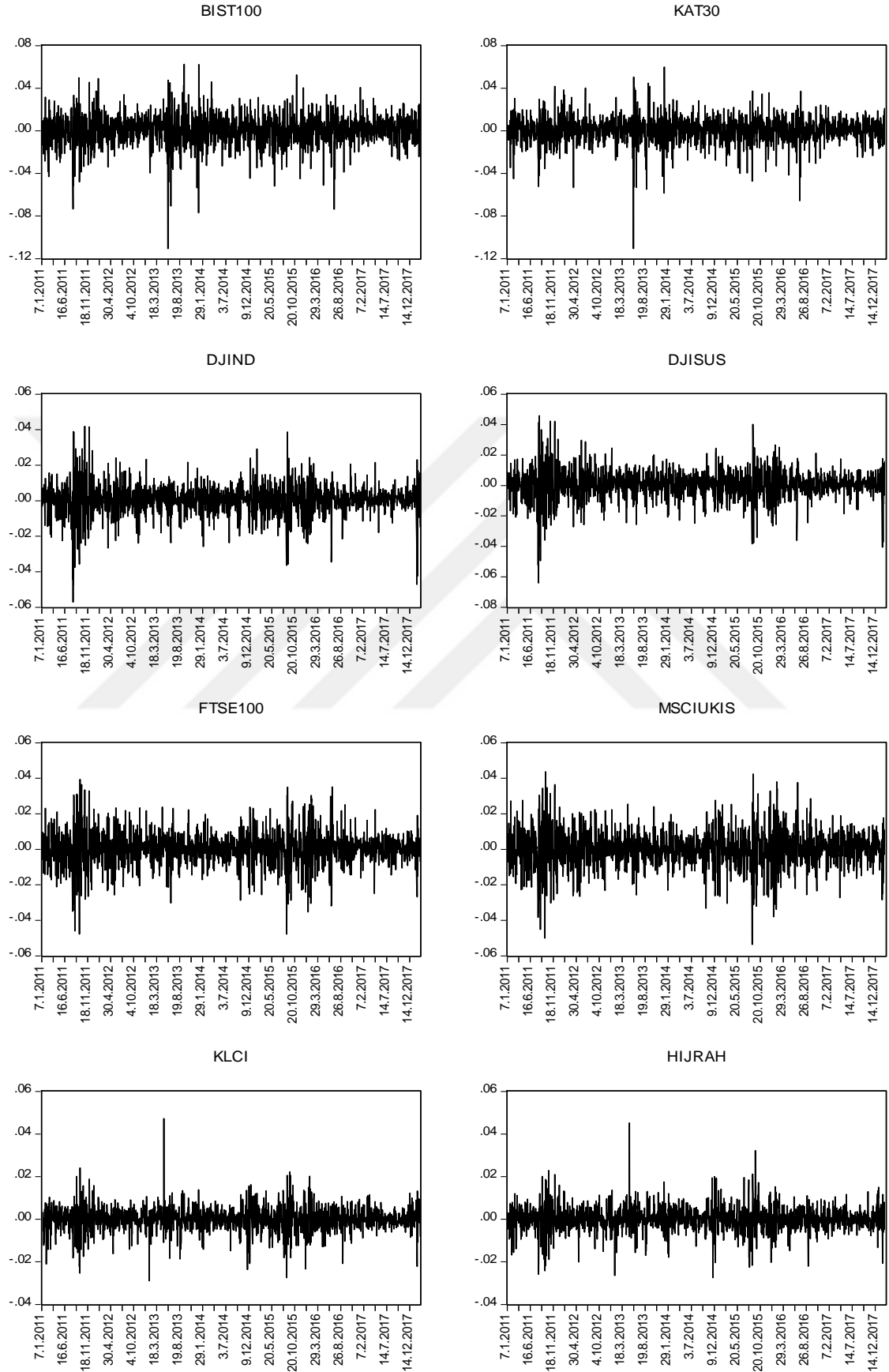
Not: * işareti, %1 önem düzeyinde Jarque-Bera (J-B) normallik testinin “seri normal dağılımlıdır” sıfır hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

Tablo 21’de, örneklem dönemi içerisinde tüm endekslerin pozitif ortalama getiri sağladığı görülmektedir. Tüm endeksler arasında en yüksek ortalama getiri sağlayan endeks, DJIND’dır. En düşük ortalama getiri ise MSCIUKIS’e aittir. Türkiye ve Malezya İslami hisse senedi endeksleri geleneksel endekslerden daha yüksek ortalama

getiri sağlarken, A.B.D. ve İngiltere’de durum tersidir. Riskin bir ölçüsü olan standart sapma değeri en yüksek olan endeks BIST100, en düşük standart sapma değerine sahip endeks ise KLCI endeksidir. İslami hisse senedi endekslerinden yalnızca Türkiye İslami hisse senedi endeksi KAT30’un standart sapması, emsal geleneksel endeksten düşüktür. Diğer tüm ülkelerde geleneksel hisse senedi endekslerinin standart sapması, İslami hisse senedi endekslerinden düşüktür. Jarque-Bera testi sonuçlarına göre endeks getiri serilerinin hiçbiri normal dağılım göstermemektedir. Basıklık değerlerinin tüm getiri serileri için 3’ten büyük olması, dağılımların kalın kuyruklu olduğu anlamına gelmektedir. Çarpıklık değerlerinin negatif olması ise tüm getiri serilerinin sola çarpık olduğunu göstermektedir.

Şekil 9’da ise tüm getiri serilerine ait grafikler görülmektedir. Tüm serilerde, yüksek oynaklık dönemini düşük oynaklık döneminin takip etmesi veya düşük oynaklık dönemini yüksek oynaklık döneminin takip etmesi olarak tanımlanan “oynaklık kümelenmeleri” net bir şekilde görülmektedir. Serilerin tümünün ortalamasının sıfırın etrafında olması, serilerin durağan olduğuna işaret etmektedir. Ancak serilerin durağan olduğunun kesin olarak söylenebilmesi için birim kök testlerinin yapılması gerekmektedir. Aynı ülkelere ait İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin hareketlerine bakıldığında, serilerin birlikte hareket ettiği izlenimine ulaşılmaktadır.

Şekil 9. Getiri Serilerine Ait Grafikler



Tablo 22. Endeksler Arasındaki Korelasyon

Ülke	Endeksler	BIST100	KAT30	DJIND	DJISUS	FTSE100	MSCIUKIS	KLCI	HIJRAH
Türkiye	BIST100	1							
	KAT30	0,88227*	1						
A.B.D.	DJIND	0,31831*	0,30318*	1					
	DJISUS	0,30935*	0,29630*	0,95025*	1				
İngiltere	FTSE100	0,40100*	0,39414*	0,63637*	0,62707*	1			
	MSCIUKIS	0,37256*	0,36951*	0,60388*	0,59845*	0,95711*	1		
Malezya	KLCI	0,21364*	0,24566*	0,14078*	0,14430*	0,32537*	0,31558*	1	
	HIJRAH	0,19996*	0,23192*	0,14345*	0,14789*	0,30354*	0,28972*	0,9211*	1

Not: * işareti, %1 önem düzeyinde korelasyon katsayılarının anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 22’de, endeks getirileri arasındaki korelasyon katsayıları görülmektedir. Tabloya göre tüm endeks getirileri arasındaki korelasyonlar pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Ancak her bir ülkedeki İslami hisse senedi endeksleri ile geleneksel hisse senedi endeksleri arasındaki korelasyon katsayıları çok yüksektir. Bu sonuç Şekil 9’daki getiri grafiklerinden elde edilen sonuçla ile de örtüşmekte, İslami ve geleneksel hisse senedi endeksleri arasında güçlü bir doğrusal ilişki olduğunu göstermektedir. İslami ve geleneksel hisse senedi endeksleri arasında bu denli güçlü bir korelasyon ilişkisi bulunmasının muhtemel nedeni, İslami endekslerde yer alan hisse senetlerinin büyük bir kısmının aynı zamanda geleneksel hisse senedi endeksleri içerisinde yer alıyor olmasıdır.

5.1.2. Birim Kök Testleri Sonuçları

Araştırma kapsamında incelenen İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerine ait getiri serilerinin durağanlığı, ADF ve PP birim kök testleri ile araştırılmıştır.

Tablo 23. Endeks Getiri Serilerine Ait ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları

Endeksler / Test İstatistikleri	Sabitsiz-Trendsiz		Sabitli		Sabitli ve Trendli	
	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP
BIST100	-23,1388*	-43,6669*	-23,1553*	-43,6777*	-23,1723*	-43,6934*
KAT30	-23,2737*	-43,1872*	-23,3196*	-43,2304*	-23,3229*	-43,2277*
DJIND	-21,2180*	-44,3176*	-21,3884*	-44,5347*	-21,3949*	-44,5373*
DJISUS	-9,0594*	-43,9061*	-9,3818*	-44,2577*	-9,3939*	-44,2484*
FTSE100	-23,4167*	-41,7884*	-23,4169*	-41,7902*	-23,4124*	-41,7790*
MSCIUKIS	-22,3859*	-40,7322*	-22,3821*	-40,7227*	-22,3873*	-40,7459*
KLCI	-23,9544*	-38,3598*	-23,9603*	-38,3559*	-23,9537*	-38,3448*
HIJRAH	-23,4635*	-38,2250*	-23,4955*	-38,2294*	-23,4948*	-38,2220*

Not: * işareti, %1 önem düzeyinde “seriler birim kök içermektedir” sıfır hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

Tablo 23’te, hem ADF hem de PP birim kök testleri için hesaplanan test istatistikleri yer almaktadır. Tabloda yer alan sonuçlara göre, tüm endekslere ait getiri serileri için %1 önem düzeyinde sıfır hipotezin reddedildiği görülmektedir. Başka bir ifadeyle, seriler düzey değerlerde durağandır.

5.1.3. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerinin Performanslarının Belirlenmesi

Bu bölümde, araştırma kapsamında incelenen İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin, örneklem dönemi içerisindeki getiri performansları incelenmiştir. Analizler yapılırken, her bir ülkenin İslami hisse senedi endeksi ile bu endekse karşılık gelen geleneksel endeks arasında karşılaştırma yapılmıştır. Bu bağlamda, İslami hisse senedi endeksleri için karşılaştırma ölçütü olarak yine karşılık gelen geleneksel endeks kullanılmıştır. Risksiz faiz oranı olarak Türkiye için 2 yıllık gösterge tahvil faizi, A.B.D., İngiltere ve Malezya için ise 3 aylık hazine bonosu faizi oranları belirlenmiştir.

Performans analizinde, öncelikle ortalama getiriler arasında istatistiksel olarak bir farklılık olup olmadığı, t-testi ile araştırılmıştır. T-testi sonuçları, Tablo 25’te yer almaktadır.

Tablo 24. Ortalama Farkları t-testi sonuçları

Ülke	Endeksler	Ortalama Farkı	t İstatistiği	p Değeri
Türkiye	BIST100-KAT30	-0,00010527983	-0,674	0,500
A.B.D.	DJIND-DJISUS	0,00001454944	0,219	0,827
İngiltere	FTSE100-MSCIUKIS	0,00003029778	0,439	0,661
Malezya	KLCI-HIJRAH	-0,00008310459	-1,521	0,129

Tablo 24’te görüldüğü üzere, hem t-istatistiği hem de bu istatistiğe ait p (olasılık) değerleri, “ortalama getiri farkları arasında farklılık yoktur” sıfır hipotezinin reddedilemediğini göstermektedir. Başka bir deyişle, Türkiye, A.B.D., İngiltere ve Malezya İslami hisse senedi endeksleri ile bu endekslere karşılık gelen geleneksel endekslerin ortalama getirileri arasında istatistiksel olarak bir farklılık yoktur. Bu sonuç, yatırımcıların İslami ya da geleneksel hisse senedi endekslerine yatırım yapmalarının, elde edecekleri getirileri farklılaştırmayacağı anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, İslami hisse senedi endekslerine yüksek getiri amacıyla değil de dini nedenlerle yatırım yapanlar, ek bir maliyete katlanmadan bu yatırımlarını gerçekleştirebilirler.

Risk ayarlı performans ölçütlerinden Jensen alfa ile sistematik risk ölçüsü beta, SVFM tek endeks modeli ile hesaplanmıştır. Tek endeks regresyon modelini kullanabilmek için modeldeki değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Bu bağlamda çalışma kapsamında incelenen endekslerin durağan olup olmadığını belirlemek amacıyla ADF ve PP birim kök testleri kullanılmıştır. Tablo 23'teki sonuçlara göre, hem ADF hem de PP birim kök testlerine göre tüm endekslere ait getiri serileri %1 önem düzeyinde durağandır. Bu nedenle seriler düzey değerlerde regresyon analizinde kullanılabilir.

Birim kök testleri ile serilerin düzey değerlerde durağan olduğu belirlendikten sonra, SVFM tek endeks modeli tahmin edilmiştir. Tablo 25'te tek endeks modeli kullanılarak hesaplanan Jensen alfa ve beta değerleri görülmektedir.

Tablo 25. SVFM Regresyon Analizi Sonuçları

Endeks	α		β		R^2
KAT30	0,000117	t İstatistiği	0,742969	t İstatistiği	0,779650
		0,893097		79,80494	
		p Değeri		p Değeri	
		0,3719		0,0000	
DJISUS	-0,0000261	t İstatistiği	1,027816	t İstatistiği	0,907691
		-0,393638		132,8552	
		p Değeri		p Değeri	
		0,6939		0,0000	
MSCIUKIS	-0,0000329	t İstatistiği	1,028257	t İstatistiği	0,916802
		-0,478128		140,9938	
		p Değeri		p Değeri	
		0,6326		0,0000	
HIJRAH	0,0000839	t İstatistiği	0,939943	t İstatistiği	0,845117
		1,551706		97,74603	
		p Değeri		p Değeri	
		0,1209		0,0000	

Tek Endeks Modeli: $R_i - R_f = \alpha + \beta_i (R_m - R_f) + \varepsilon_t$

Tablo 25'teki regresyon analizi sonuçlarına göre Türkiye ve Malezya İslami hisse senedi endeksleri pozitif Jensen alfa ölçütüne sahipken, A.B.D. ve İngiltere İslami hisse senedi endeksleri negatif Jensen alfa ölçütüne sahiptir. Ancak bulunan alfa değerleri istatistiksel olarak anlamlı olmadığı için İslami hisse senedi endekslerinin geleneksel endekslere göre daha iyi ya da daha kötü performans gösterdiğine ilişkin bir

yorumda bulunmak mümkün değildir. Regresyon analizi sonucunda İslami hisse senedi endeksleri için hesaplanan beta değerleri ise tüm ülkeler için %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Tahmin edilen beta değerlerine bakıldığında Türkiye ve Malezya İslami hisse senedi endekslerinin sistematik riskinin geleneksel endekslerden daha düşük olduğu görülmektedir. A.B.D. ve İngiltere İslami hisse senedi endekslerinin sistematik riskleri ise geleneksel endekslerden daha yüksektir.

Tablo 26. Sharpe Oranı ve Treynor Oranı Sonuçları

Ülkeler	Endeksler	Sharpe Oranı	Treynor Oranı
Türkiye	BIST100	0,00323226	0,00004548
	KAT30	0,01273346	0,00020292
A.B.D.	DJIND	0,04857552	0,00041653
	DJISUS	0,04345791	0,00039111
İngiltere	FTSE100	0,00959199	0,00009039
	MSCIUKIS	0,00593845	0,00005846
Malezya	KLCI	0,00236546	0,00001331
	HIJRAH	0,01676418	0,00010257

Tablo 26’da Türkiye, A.B.D., İngiltere ve Malezya İslami ve geleneksel hisse senedi endeksleri için risk ayarlı performans ölçütlerinden Sharpe oranı ve Treynor oranı sonuçları görülmektedir. Türkiye ve Malezya İslami hisse senedi endeksleri KAT30 ve HIJRAH, hem Sharpe hem de Treynor ölçütlerine göre geleneksel endeksler BIST100 ve KLCI’den örneklem dönemi içerisinde daha iyi performans göstermiştir. A.B.D. ve İngiltere için bulunan değerler ise Malezya ve Türkiye ile zıt sonuçlar göstermektedir. A.B.D. İslami hisse senedi endeksi DJISUS ve İngiltere İslami hisse senedi endeksi MSCIUKIS hem Sharpe hem de Treynor oranına göre geleneksel endeksler DJIND ve FTSE100’den daha düşük performans göstermiştir.

5.1.4. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerinin Oynaklıklarının Tahmin Edilmesi

Bu bölümde, araştırma kapsamında incelenen İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin oynaklıkları tahmin edilerek, karşılaştırılması yapılmıştır. Oynaklık tahmininde GARCH, EGARCH ve GJR-GARCH modeller kullanılmıştır.

5.1.4.1. Serilerin Durağanlığının Belirlenmesi

Oynaklık tahminine geçmeden önce, oynaklıkları tahmin edilecek serilerin durağan olup olmadığının belirlenmesi gerekmektedir. Bu nedenle serilerin birim kök içerip içermediği ADF ve PP birim kök testleri ile araştırılmıştır. Tablo 23’te, hem ADF hem de PP birim kök testlerine göre tüm endekslere ait getiri serileri için %1 önem düzeyinde sıfır hipotezin reddedildiği görülmektedir. Bu sonuçlara göre seriler düzey değerlerde durağandır.

5.1.4.2. En Uygun Ortalama Denkleminin Belirlenmesi

Oynaklık tahmininin ilk adımı, ARMA (p,q) şeklinde tanımlanan ortalama denkleminin tahmin edilmesidir. Araştırma kapsamında incelenen serilerin en uygun AR ve MA yapıları, Akaike bilgi kriteri (AIC) ve varsayımsal testlerin (hata terimlerinin otokorelasyonsuz olması) sonuçlarına göre belirlenmiştir. $p = 0,1, \dots, 5$ ve $q = 0,1, \dots, 5$ kombinasyonları ile oluşturulan modeller arasından en düşük AIC değerine sahip olan ve hata terimlerinde otokorelasyon sorunu bulunmayan modeller, araştırma kapsamında incelenen endeksler için en uygun ARMA yapıları olarak belirlenmiştir.

Tablo 27. Ortalama Denkleminin Belirlenmesi ve Varsayımsal Testlerin Sonuçları

Endeksler	ARMA Modeli	AIC	Q(42)	Q _s (42)	J-B
BIST100	ARMA (3,5)	-5,687889	33,407 [0,497]	237,84 [0,000]	1358,028 [0,000]
KAT30	ARMA (5,5)	-6,032623	28,212 [0,659]	247,36 [0,000]	3702,917 [0,000]
DJIND	ARMA (4,4)	-6,692482	38,976 [0,256]	1269,5 [0,000]	1803,008 [0,000]
DJISUS	ARMA (5,5)	-6,543250	42,670 [0,098]	1441,5 [0,000]	1556,752 [0,000]
FTSE100	ARMA (5,1)	-6,496614	28,357 [0,814]	1529,7 [0,000]	532,258 [0,000]
MSCIUKIS	ARMA (3,4)	-6,350825	25,092 [0,892]	1279,9 [0,000]	392,745 [0,000]
KLCI	ARMA (4,3)	-7,533068	33,768 [0,528]	703,28 [0,000]	688,192 [0,000]
HIJRAH	ARMA (5,2)	-7,489700	19,468 [0,984]	593,23 [0,000]	706,786 [0,000]

Not: Q(.) ve Q_s(.) hata terimleri ve hata terimlerinin kareleri için Ljung-Box otokorelasyon testini ifade etmektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ilgili test istatistiğinin olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 27’de endekslere ait getiri serileri için en uygun ortalama denklemi ve bu ortalama denkleme ait varsayımsal testlerin sonuçları görülmektedir. Serilere ait en uygun ortalama denklemleri, Akaike bilgi kriterine göre belirlenmiştir. Belirlenen ortalama denklemlerinin hata terimlerinde ve hata terimlerinin karelerinde otokorelasyon sorunu olup olmadığı, serilerin korelogramından elde edilen Ljung-Box Q istatistikleri ile araştırılmıştır. Hata terimlerinin normal dağılım özelliği gösterip göstermediği ise Jarque-Bera normallik testi ile araştırılmıştır.

Tablo 27’de yer alan Q istatistikleri ve olasılık değerlerine göre DJISUS serisi hariç tüm getiri serileri için ortalama denklemden elde edilen hata terimleri ile ilgili “hata terimlerinde otokorelasyon yoktur” sıfır hipotezi %1 önem düzeyinde reddedilememektedir. DJISUS serisinin ortalama denklemden elde edilen hata terimleri için ise sıfır hipotez, %5 önem düzeyinde reddedilememektedir. Dolayısıyla tüm serilerin ortalama denklemden elde edilen hata terimlerinde otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır. Q_s istatistiklerine ve olasılık değerlerine göre “hata terimlerinin karelerinde otokorelasyon yoktur” sıfır hipotezi reddedilmektedir. Yani tüm getiri serileri için ortalama denklemden elde edilen hata terimlerinin karelerinde otokorelasyon sorunu vardır. Bu sonuç, serilerde ARCH etkisi olduğunun bir göstergesidir. Jarque-Bera normallik testi sonuçları göre ise “hata terimleri normal dağılımlıdır” sıfır hipotezi reddedilmektedir. Bu nedenle oynaklık tahmin modellerinde genelleştirilmiş hata dağılımı (GED) kullanılmıştır.

5.1.4.3. Serilerde ARCH Etkisinin Varlığının Belirlenmesi

Oynaklıkları tahmin edilen serilerin ortalama denklemlerinden elde edilen hata terimlerinde ARCH etkisinin olup olmadığı, ARCH-LM testi ile araştırılmıştır.

Tablo 28. ARCH-LM Testi Sonuçları

		Endeksler							
		BIST100	KAT30	DJIND	DJISUS	FTSE100	MSCIUKIS	KLCI	HIJRAH
LM(5)	F İst.	15,58226	27,06271	85,70321	81,67531	61,01274	51,41943	33,20667	24,18936
	P Değeri	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Tablo 28’de, 5 gecikme için ARCH-LM testi F istatistikleri ve olasılık değerleri görülmektedir. Elde edilen sonuçlara göre “hata terimlerinde ARCH etkisi yoktur” sıfır

hipotezi tüm endeksler için %1 önem düzeyinde reddedilmektedir. Başka bir ifadeyle, tüm serilerin ortalama denklemlerinden elde edilen hata terimlerinde ARCH etkisinin varlığı saptanmıştır. Dolayısıyla incelenen endekslerin oynaklıkları, GARCH, EGARCH ve GJR-GARCH modeller kullanılarak tahmin edilebilir.

5.1.4.4. Oynaklıkların Farklı Modellerle Tahmin Edilmesi

Araştırma kapsamında incelenen İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin oynaklıkları, GARCH model ile kaldıraç etkisini göz önünde bulunduran EGARCH ve GJR-GARCH modeller kullanılarak tahmin edilmiştir. Bu kapsamda, GARCH (1,1), GARCH (1,2), GARCH (2,1), GARCH (2,2), EGARCH (1,1), EGARCH (1,2), EGARCH (2,1), EGARCH (2,2), GJR-GARCH (1,1), GJR-GARCH (1,2), GJR-GARCH (2,1) ve GJR-GARCH (2,2) modelleri test edilmiş, bu modeller arasından en yüksek log-olasılık ve en düşük bilgi kriterleri değerlerine sahip olan GARCH (1,1), EGARCH (1,1) ve GJR-GARCH (1,1) modelleri en uygun modeller olarak belirlenmiştir. Daha sonra her bir endeks getiri serisi için GARCH (1,1), EGARCH (1,1) ve GJR-GARCH (1,1) modelleri arasından seçim, öncelikle model kısıtlarını sağlayan ve modellerden elde edilen hata terimlerinde varsayımsal bir sorun tespit edilmeyen tahminler içerisinden yine bilgi kriterleri ve modellerin log-olasılık değerlerine göre yapılmıştır. Bilgi kriterleri değerleri en küçük ve log-olasılık değerleri en yüksek olan model ilgili endeks için oynaklık tahmininde kullanılacak model olarak tercih edilmiştir.

Tablo 29'da, tüm endekslere ait GARCH (1,1) modeli tahmin sonuçları görülmektedir. Tüm endeksler için ω , α_1 ve β_1 parametreleri pozitif ve istatistiksel olarak %1 önem düzeyinde anlamlı olarak tahmin edilmiştir. $\alpha_1 + \beta_1$ toplamları da yine tüm endeksler için 1'den küçük bulunmuştur. Söz konusu sonuçlar, tüm endekslerin oynaklık tahminleri için GARCH modelin kısıtlarının sağlandığını göstermektedir. GED parametresi (ν) tüm endeksler için %1 önem düzeyinde anlamlı ve 2'den küçük bulunmuştur. Bu sonuç hata terimlerinin dağılımının kalın kuyruk özelliği gösterdiğini belirtmektedir. Varsayımsal testler incelendiğinde, ARCH-LM testi sonuçlarına göre tüm endekslerin oynaklık tahmin modellerinden elde edilen hata terimlerinde ARCH etkisinin DJIND endeksi dışında %1 önem düzeyinde ortadan kalktığı görülmektedir. DJIND endeksinin oynaklık tahmin modelinden elde edilen hata terimlerinde ise %5 önem düzeyinde ARCH etkisi yoktur. Otokorelasyon testi sonuçlarına göre hiçbir

endeksin oynaklık tahmin modellerinden elde edilen hata terimlerinde otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır. Yine tüm endeksler için hata terimlerinin karelerinde otokorelasyon problemi görülmemektedir.

Tablo 29. GARCH (1,1) Modeli ile Oynaklık Tahmini Sonuçları

	Türkiye		A.B.D.		İngiltere		Malezya	
	BIST100	KAT30	DJIND	DJISUS	FTSE100	MSCIUKIS	KLCI	HIJRAH
Ortalama Denklemi								
Sabit	0,0008*	0,0009*	0,0007*	0,0007*	0,0004*	-0,0003***	0,0002*	0,0002**
AR(1)	-0,2423	-0,1627	-0,2574	-0,1563	0,9631*	-0,1290	0,1172*	-0,1341
AR(2)	0,1362	-0,1434	0,1046	0,0215	-0,0369	-0,6696*	-0,1353*	0,6517*
AR(3)	-0,586***	0,0301	0,5308**	0,3988*	0,0480	-0,5625	0,9409*	-0,0529
AR(4)		-0,3815*	0,4418	0,6884	-0,065***		-0,0633*	-0,0673*
AR(5)		-0,7703*		-0,1676	0,0276			0,0051
MA(1)	0,2153	0,1614	0,2032	0,1023	-0,9684*	0,1673	-0,058***	0,1849
MA(2)	-0,1229	0,1749	-0,1153	-0,0377		0,6608*	0,1246*	-0,6131**
MA(3)	0,6028*	-0,0234	-0,5215**	-0,4347*		0,6126	-0,9540*	
MA(4)	-0,0007	0,3953*	-0,4438	-0,6950		-0,0018		
MA(5)	0,0199	0,7642*		0,1704				
Varyans Denklemi								
ω	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
α_1	0,0563*	0,1008*	0,1911*	0,1725*	0,1329*	0,1079*	0,1080*	0,1056*
β_1	0,9154*	0,8317*	0,7731*	0,7973*	0,8348*	0,8600*	0,8598*	0,8564*
ν	1,3207*	1,2528*	1,2703*	1,2616*	1,3887*	1,4680*	1,3636*	1,2470*
Varsayımsal Testler								
LM(5)	1,5150 [0,182]	1,7034 [0,130]	0,8902 [0,487]	0,4790 [0,792]	0,0923 [0,993]	0,7518 [0,585]	0,9203 [0,467]	0,3451 [0,886]
Q(42)	39,975 [0,222]	33,175 [0,410]	49,526 [0,062]	44,971 [0,064]	35,102 [0,511]	37,302 [0,364]	30,155 [0,701]	24,421 [0,910]
$Q_s(42)$	31,760 [0,875]	27,673 [0,957]	25,007 [0,983]	26,870 [0,966]	41,449 [0,495]	36,410 [0,714]	41,729 [0,483]	34,631 [0,783]
Log-olasılık ve Bilgi Kriteri Değerleri								
log-ol.	5253,30	5618,57	6326,73	6182,05	6094,40	5922,38	6787,93	6744,97
AIC	-5,8258	-6,2366	-7,0426	-6,8829	-6,7556	-6,5562	-7,7483	-7,7037
SIC	-5,7861	-6,1907	-7,0028	-6,8369	-6,7220	-6,5196	-7,7108	-7,6660
HQ	-5,8111	-6,2196	-7,0279	-6,8659	-6,7432	-6,5427	-7,7345	-7,6897

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde ilgili değişkenin anlamlı olduğunu, ν , GED dağılım parametre tahminini, LM(.) ARCH testini, Q(.) ve $Q_s(.)$ hata terimleri ve hata terimlerinin kareleri için Ljung-Box otokorelasyon testini ifade etmektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ilgili test istatistiğinin olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 30. EGARCH (1,1) Modeli ile Oynaklık Tahmini Sonuçları

	Türkiye		A.B.D.		İngiltere		Malezya	
	BIST100	KAT30	DJIND	DJISUS	FTSE100	MSCIUKIS	KLCI	HIJRAH
Ortalama Denklemi								
Sabit	0,0006**	0,0008*	0,0004*	0,0005*	0,0002	-0,0001	0,0001	0,0001
AR(1)	0,5147*	-0,231***	-0,3937*	-0,7079	0,9808*	-0,1431	-0,3204	-0,1341
AR(2)	0,4858*	-0,0985	0,0079	-0,1507	-0,0357	-0,6349*	0,7489*	0,6472*
AR(3)	-0,9725*	-0,0243	0,3738*	0,6209*	0,0549***	0,5787	0,0191	-0,0592
AR(4)		-0,3447*	0,7781*	0,9236	-0,0626***		-0,0559	-0,0703*
AR(5)		-0,8285*		0,1112	0,0197			0,0039
MA(1)	-0,5419*	0,2282	0,3631*	0,6629	-0,9738*	0,1884	0,3866	0,1912
MA(2)	-0,4460*	0,1271	0,0105	0,1199		0,6349*	-0,7032*	-0,6012**
MA(3)	0,9833*	0,0310	-0,3727*	-0,6523*		0,6357***	-0,0932	
MA(4)	-0,0356	0,3578*	-0,7880*	-0,8995		0,0068		
MA(5)	0,0202	0,8264*		-0,0904				
Varyans Denklemi								
ω	-0,3956*	-0,7565*	-0,8232*	-0,7775*	-0,6095*	-0,2010*	-0,4555*	-0,5028*
α_1	0,0932*	0,1448*	0,2249*	0,1902*	0,1763*	0,0662*	0,1755*	0,1956*
β_1	0,9626*	0,9288*	0,9341*	0,9356*	0,9511*	0,9842*	0,9697*	0,9660*
γ	-0,0879*	-0,1188*	-0,2062*	-0,2433*	-0,1581*	-0,1198*	-0,0819*	-0,0765*
ν	1,3344*	1,2896*	1,3357*	1,3661*	1,4941*	1,5993*	1,4046*	1,2733*
Varsayımsal Testler								
LM(5)	1,8857 [0,094]	1,6514 [0,143]	0,7022 [0,622]	0,2485 [0,940]	0,9046 [0,477]	2,8684 [0,014]	1,8668 [0,097]	1,0380 [0,393]
Q(42)	34,059 [0,465]	29,028 [0,618]	43,960 [0,118]	40,424 [0,146]	31,810 [0,668]	33,759 [0,528]	25,066 [0,893]	23,144 [0,938]
$Q_s(42)$	38,708 [0,616]	34,712 [0,780]	23,357 [0,991]	25,365 [0,980]	49,868 [0,189]	59,823 [0,036]	39,105 [0,599]	41,096 [0,511]
Log-olasılık ve Bilgi Kriteri Değerleri								
log-ol.	5274,39	5633,20	6362,81	6229,47	6128,61	5956,25	6789,42	6751,29
AIC	-5,8481	-6,2517	-7,0818	-6,9347	-6,7925	-6,5926	-7,7489	-7,7097
SIC	-5,8054	-6,2028	-7,0389	-6,8856	-6,7558	-6,5530	-7,7083	-7,6691
HQ	-5,8323	-6,2337	-7,0659	-6,9166	-6,7789	-6,5780	-7,7339	-7,6947

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde ilgili değişkenin anlamlı olduğunu, ν , GED dağılım parametre tahminini, LM(.) ARCH testini, Q(.) ve $Q_s(.)$ hata terimleri ve hata terimlerinin kareleri için Ljung-Box otokorelasyon testini ifade etmektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ilgili test istatistiğinin olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 30'da, tüm endekslere ait EGARCH (1,1) modeli tahmin sonuçları görülmektedir. Sonuçlara göre kaldıraç etkisinin varlığını gösteren gamma (γ) parametresi, tüm endeksler için negatif ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak

anlamlıdır. Bu sonuç, kötü şokların oynaklık üzerinde iyi şoklara nazaran daha çok etki ettiğini göstermektedir. Ayrıca yine tüm endeksler için ARCH parametresi alfa ve GARCH parametresi beta %1 önem düzeyinde anlamlıdır. GED parametresi (ν) tüm endeksler için %1 önem düzeyinde anlamlı ve 2'den küçük bulunmuştur. Bu sonuç hata terimlerinin dağılımının kalın kuyruklu olduğunu göstermektedir. Varsayımsal testler incelendiğinde ise BIST100, MSCIUKIS ve KLCI endeksleri hariç tüm endekslerin oynaklık tahmin modellerinden elde edilen hata terimlerinde %1 önem düzeyinde ARCH etkisinin ortadan kalktığı görülmektedir. BIST100 ve KLCI endekslerinin oynaklık modellerinden hata terimlerinde %5 önem düzeyinde ARCH etkisi bulunmazken, MSCIUKIS endeksinin oynaklık modelinden elde edilen hata terimlerinde %1 önem düzeyinde ARCH etkisi varlığını sürdürmektedir. Tüm endekslerin oynaklık tahminlerinden elde edilen hata terimlerinin karelerinde %1 önem düzeyinde otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır. Hata terimlerinin karelerinde ise MSCIUKIS endeksi hariç otokorelasyon sorunu bulunmazken, söz konusu endeks için %5 önem düzeyinde oynaklık modelinden elde edilen hata terimlerinde otokorelasyon sorunu vardır.

Tablo 31'de, tüm endekslere ait GJR-GARCH (1,1) modeli tahmin sonuçları görülmektedir. Sonuçlara göre kaldıraç etkisinin varlığını gösteren gamma (γ) parametresi, tüm endeksler için pozitif ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. EGARCH modelin aksine GJR-GARCH modelde kaldıraç etkisinin varlığından söz edilebilmesi için bu parametrenin pozitif olması gerekmektedir. Dolayısıyla, tüm endeksler için kaldıraç etkisinin geçerli olduğunu ve kötü şokların iyi şoklara göre oynaklığı daha çok artırdığını göstermektedir. Modelin varsayımlarının sağlanabilmesi için parametrelerin pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olması gerekmektedir. Omega (ω) ve beta parametreleri için bu varsayım tüm endeksler için %1 önem düzeyinde sağlanırken, alfa parametresi yalnızca KLCI ve HIJRAH endekslerine ait tahminlerde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Alfa parametresi KAT30, DJIND, DJIS, FTSE100 ve MSCIUKIS endeksleri için yapılan tahminlerde negatif hesaplanırken, BIST100 için pozitif hesaplanmış ancak istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır. ARCH ve otokorelasyon testleri sonucunda BIST100, KAT30, FTSE100, MSCIUKIS, KLCI ve HIJRAH endekslerinin oynaklık tahmin modellerinden elde edilen hata terimlerinde %1 önem düzeyinde varsayımsal bir sorun saptanmamıştır. DJIND ve DJIS endekslerinin oynaklık tahmin modellerinden elde

edilen hata terimlerinde %1 önem düzeyinde ARCH etkisinin ortadan kalktığı ve hata terimlerinin karelerinde otokorelasyon sorunu olmadığı görülmekle birlikte hata terimlerinde %5 önem düzeyinde otokorelasyon sorunu yoktur.

Tablo 31. GJR-GARCH (1,1) Modeli ile Oynaklık Tahmini Sonuçları

	Türkiye		A.B.D.		İngiltere		Malezya	
	BIST100	KAT30	DJIND	DJISUS	FTSE100	MSCIUKIS	KLCI	HIJRAH
Ortalama Denklemi								
Sabit	0,0007**	0,0008*	0,0006*	0,0004*	0,0002***	0,0000	0,0002*	0,0002
AR(1)	0,5148*	-0,2484**	-0,3717*	0,1070	0,9901*	-0,1452	0,1465*	-0,1482
AR(2)	0,4863*	-0,0879	0,0203	-0,7871*	-0,0420	-0,6516*	-0,1180*	0,6271**
AR(3)	-0,9737*	-0,0390	0,3781*	0,0361	0,0544***	-0,5715	0,9598*	-0,0527
AR(4)		-0,3334*	0,7945*	-0,6233*	-0,0574***		-0,0716*	-0,0730*
AR(5)		-0,8490*		-0,484***	0,0193			0,0020
MA(1)	-0,5380*	0,2460***	0,3379*	-0,1515	-0,9790*	0,1859	-0,786*	0,2036
MA(2)	-0,4578*	0,1136	-0,123	0,8045*		0,6498*	0,1070*	-0,5790**
MA(3)	0,9866*	0,0471	-0,3871*	-0,0800		0,6231	-0,9730*	
MA(4)	-0,0269	0,3457*	-0,8103*	0,6644*		0,0036		
MA(5)	0,0110	0,8479*		0,4391				
Varyans Denklemi								
ω	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
α_1	0,0040	-0,0056	-0,0095	-0,0453*	-0,0228***	-0,0096	0,0458**	0,0545*
β_1	0,8954*	0,8450*	0,7993*	0,8149*	0,8595*	0,9003*	0,8659*	0,8556*
γ	0,1017*	0,1522*	0,3141*	0,3900*	0,2379*	0,1677*	0,0987*	0,1039*
ν	1,3331*	1,2876*	1,3312*	1,3432*	1,5011*	1,5795*	1,3840*	1,2674*
Varsayımsal Testler								
LM(5)	0,9176 [0,468]	1,1894 [0,312]	0,5288 [0,755]	0,5929 [0,705]	0,6611 [0,653]	1,1823 [0,315]	1,0699 [0,375]	0,5876 [0,709]
Q(42)	36,083 [0,371]	30,207 [0,558]	45,327 [0,093]	43,272 [0,088]	31,897 [0,664]	33,908 [0,521]	29,988 [0,709]	23,232 [0,936]
$Q_s(42)$	30,718 [0,873]	28,881 [0,938]	19,654 [0,999]	23,746 [0,990]	50,769 [0,166]	44,847 [0,353]	47,241 [0,267]	38,666 [0,618]
Log-olasılık ve Bilgi Kriteri Değerleri								
log-ol.	5273,60	5633,51	6362,31	6222,08	6131,20	5924,25	6793,31	6751,32
AIC	-5,8472	-6,2521	-7,0812	-6,9264	-6,7953	-6,5904	-7,7533	-7,7097
SIC	-5,8045	-6,2032	-7,0383	-6,8774	-6,7587	-6,5508	-7,7127	-7,6691
HQ	-5,8315	-6,2340	-7,0654	-6,9083	-6,7818	-6,5758	-7,7383	-7,6947

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde ilgili değişkenin anlamlı olduğunu, ν , GED dağılım parametre tahminini, LM(.) ARCH testini, Q(.) ve $Q_s(.)$ hata terimleri ve hata terimlerinin kareleri için Ljung-Box otokorelasyon testini ifade etmektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ilgili test istatistiğinin olasılık değerlerini göstermektedir.

5.1.4.5. En Uygun Oynaklık Modellerinin Belirlenmesi

Araştırma kapsamında incelenen İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin oynaklıklarının tahmininde kullanılan GARCH, EGARCH ve GJR-GARCH modelleri arasında seçim yapılırken, öncelikle söz konusu modellerin varsayımlarını ve kısıtlarını sağlamayan tahminler, alternatifler arasından çıkarılmıştır. Daha sonra modellerden elde edilen hata terimleri ile ilgili yapılan varsayımsal testler sonucunda ARCH etkisinin devam ettiği ve hata terimlerinde ve hata terimlerinin karelerinde otokorelasyon sorunu bulunan tahminler aynı şekilde alternatifler arasında yer almamıştır. Tüm varsayımları sağlayan oynaklık tahminleri arasında seçim yapılırken, öncelikle kaldıraç etkisini modellemeye imkân veren EGARCH ve GJR-GARCH modellerde kaldıraç etkisinin varlığına ve log-olasılık değerleri ile bilgi kriterlerine bakılmıştır.

Tablo 29'daki oynaklık tahmini sonuçları incelendiğinde, GARCH model tahminlerinde tüm endeksler için model kısıtlarının sağlandığı ve hata terimleri ile ilgili varsayımsal testler açısından herhangi bir problem olmadığı görülmektedir. Bu bağlamda tüm endeksler için GARCH model tahminleri, en uygun model seçimine katılabilmektedir.

Tablo 30'da yer alan EGARCH oynaklık tahmini sonuçları incelendiğinde, tüm endeksler yapılan tahminlerde kaldıraç etkisinin var olduğu ve ilgili parametrenin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Modellerden elde edilen hata terimleri ile ilgili varsayımsal testlere bakıldığında ise MSCIUKIS endeksi dışındaki tüm endeksler için hata terimleriyle ilgili varsayımsal bir problem olmadığı, söz konusu endeks için yapılan model tahmininden elde edilen hata terimlerinde ise ARCH etkisinin ortadan kalkmadığı ve hata terimlerinin karelerinde otokorelasyon problemi olduğu görülmektedir. Dolayısıyla MSCIUKIS endeksi hariç diğer tüm endeksler için EGARCH model tahminleri seçime katılabilmektedir.

Tablo 31'deki oynaklık tahmini sonuçları incelendiğinde, GJR-GARCH model tahminlerinde, parametrelerin pozitif olma kısıdının yalnızca BIST100, KLCI ve HIJRAH endeksleri için sağlandığı görülmektedir. α_1 parametresi diğer endeksler için negatif tahmin edilmiştir. α_1 parametresi BIST100 endeksi için her ne kadar pozitif tahmin edilmişse de istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır. Hata terimleri ile ilgili varsayımsal testler açısından ise endekslerin tamamı için varsayımsal bir problem tespit edilememiştir. Sayılan nedenlerden ötürü, GJR-GARCH tahminlerinden yalnızca KLCI

ve HIJRAH endeksleri için yapılan tahminler, en uygun oynaklık modeli tahminine katılabilmektedir.

Tablo 32. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endeksleri İçin En Uygun Oynaklık Modeli Tahminleri

	Türkiye		A.B.D.		İngiltere		Malezya	
	BIST100	KAT30	DJIND	DJISUS	FTSE100	MSCIUKIS	KLCI	HIJRAH
	EGARCH	EGARCH	EGARCH	EGARCH	EGARCH	GARCH	GJR-GARCH	GJR-GARCH
Ortalama Denklemi								
Sabit	0,0006**	0,0008*	0,0004*	0,0005*	0,0002	-0,0003***	0,0002*	0,0002
AR(1)	0,5147*	-0,231***	-0,3937*	-0,7079	0,9808*	-0,1290	0,1465*	-0,1482
AR(2)	0,4858*	-0,0985	0,0079	-0,1507	-0,0357	-0,6696*	-0,1180*	0,6271**
AR(3)	-0,9725*	-0,0243	0,3738*	0,6209*	0,0549***	-0,5625	0,9598*	-0,0527
AR(4)		-0,3447*	0,7781*	0,9236	-0,0626***		-0,0716*	-0,0730*
AR(5)		-0,8285*		0,1112	0,0197			0,0020
MA(1)	-0,5419*	0,2282	0,3631*	0,6629	-0,9738*	0,1673	-0,786*	0,2036
MA(2)	-0,4460*	0,1271	0,0105	0,1199		0,6608*	0,1070*	-0,5790**
MA(3)	0,9833*	0,0310	-0,3727*	-0,6523*		0,6126	-0,9730*	
MA(4)	-0,0356	0,3578*	-0,7880*	-0,8995		-0,0018		
MA(5)	0,0202	0,8264*		-0,0904				
Varyans Denklemi								
ω	-0,3956*	-0,7565*	-0,8232*	-0,7775*	-0,6095*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
α_1	0,0932*	0,1448*	0,2249*	0,1902*	0,1763*	0,1079*	0,0458**	0,0545*
β_1	0,9626*	0,9288*	0,9341*	0,9356*	0,9511*	0,8600*	0,8659*	0,8556*
γ	-0,0879*	-0,1188*	-0,2062*	-0,2433*	-0,1581*	1,4680*	0,0987*	0,1039*
ν	1,3344*	1,2896*	1,3357*	1,3661*	1,4941*	0,0000*	1,3840*	1,2674*
Varsayımsal Testler								
LM(5)	1,8857 [0,094]	1,6514 [0,143]	0,7022 [0,622]	0,2485 [0,940]	0,9046 [0,477]	0,7518 [0,585]	1,0699 [0,375]	0,5876 [0,709]
Q(42)	34,059 [0,465]	29,028 [0,618]	43,960 [0,118]	40,424 [0,146]	31,810 [0,668]	37,302 [0,364]	29,988 [0,709]	23,232 [0,936]
$Q_s(42)$	38,708 [0,616]	34,712 [0,780]	23,357 [0,991]	25,365 [0,980]	49,868 [0,189]	36,410 [0,714]	47,241 [0,267]	38,666 [0,618]

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde ilgili değişkenin anlamlı olduğunu, ν , GED dağılım parametre tahminini, LM(.) ARCH testini, Q(.) ve $Q_s(.)$ hata terimleri ve hata terimlerinin kareleri için Ljung-Box otokorelasyon testini ifade etmektedir. Köşeli parantez içerisindeki değerler ilgili test istatistiğinin olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 32’de, araştırma kapsamında incelenen İslami ve geleneksel hisse senedi endeksleri için en uygun oynaklık tahmin modelleri yer almaktadır. Seçim yapılırken

daha önce de belirtildiği gibi, model kısıtları ve hata terimleri ile ilgili varsayımsal bir sorun olmadığı takdirde öncelik, kaldıraç etkisinin modellenmesine imkân tanıyan EGARCH ve GJR-GARCH modellere verilmiştir. Bu bağlamda yalnızca MSCIUKIS endeksinin oynaklık tahminlerinde EGARCH model için hata terimleriyle ilgili varsayımsal sorunlar ve GJR-GARCH model için modelin kısıtları ile ilgili sorunlar bulunduğundan, söz konusu endeks için GARCH model tahmini sonuçlarına tabloda yer verilmiştir. KLCI ve HIJRAH endeksleri dışındaki endekslerin GJR-GARCH tahminlerinde, modelin kısıtlarının sağlanamaması nedeniyle, BIST100, KAT30, DJIND, DJISUS ve FTSE100 endeksleri için EGARCH model sonuçları en uygun model tahminleri olarak belirlenmiştir. KLCI ve HIJRAH endeksleri için ise EGARCH ve GJR-GARCH endeksleri arasından seçim, Tablo 30 ve Tablo 31’de yer alan log-olasılık değerlerine ve AIC, SIC, HQ bilgi kriterlerine göre karar verilmiştir. KLCI ve HIJRAH endeksleri için hem log-olasılık hem de bilgi kriteri değerleri GJR-GARCH modelin EGARCH modele göre daha uygun olduğunu gösterdiğinden, bu endeksler için GJR-GARCH model tahminleri tabloya alınmıştır.

5.1.4.6. Hisse Senedi Endekslerinin Oynaklıklarının Karşılaştırılması

Bu başlık altında, öncelikle her bir ülkeye ait İslami hisse senedi endeksi ile geleneksel hisse senedi endekslerinin oynaklıkları, GARCH (1,1) modeli tahmin sonuçlarına göre oynaklık kalıcılığı, oynaklık yarılanma süresi, uzun dönem oynaklık ve günlük oynaklık kıstaslarına göre karşılaştırılacaktır. Daha sonra tüm İslami hisse senedi endekslerinin oynaklıkları, aynı kıstaslar çerçevesinde kıyaslanacaktır. Kıyaslamaların GARCH model sonuçlarına göre yapılmasının nedeni, kıyaslamada kullanılan kıstasların bu model üzerinden tahmin edilen parametre sonuçlarına göre yapılabiliyor olmasıdır. Ayrıca karşılaştırma yaparken aynı model sonuçlarını kullanmak daha tutarlı yorum yapılmasını sağlamaktadır.

I. İslami Hisse Senedi Endeksleri ile Geleneksel Hisse Senedi Endekslerinin Oynaklıklarının Karşılaştırılması

Araştırma kapsamında Türkiye İslami hisse senedi piyasasını temsil eden KAT30 endeksi ile geleneksel hisse senedi piyasasını temsil eden BIST100 endekslerine ait GARCH (1,1) modeli oynaklık tahmini sonuçları Tablo 33'te görülmektedir.

Tablo 33. Türkiye İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerine Ait GARCH (1,1) Modeli Oynaklık Tahminleri

Endeks Tipi	Geleneksel Hisse Senedi Endeksi	İslami Hisse Senedi Endeksi
Endeks İsmi	BIST100	KAT30
Model Tipi	GARCH	GARCH
Ortalama Denklemi		
Sabit	0,0008*	0,0009*
AR(1)	-0,2423	-0,1627
AR(2)	0,1362	-0,1434
AR(3)	-0,586***	0,0301
AR(4)		-0,3815*
AR(5)		-0,7703*
MA(1)	0,2153	0,1614
MA(2)	-0,1229	0,1749
MA(3)	0,6028*	-0,0234
MA(4)	-0,0007	0,3953*
MA(5)	0,0199	0,7642*
Varyans Denklemi		
ω	0,0000*	0,0000*
α_1	0,0563*	0,1008*
β_1	0,9154*	0,8317*
ν	1,3207*	1,2528*
Karşılaştırma Ölçütleri		
$\alpha_i + \beta_i$	0,9717	0,9325
Yarılanma Süresi	24,15	9,92
Uzun Dönem Oynaklık	0,000195	0,000134
Günlük Oynaklık	0,013967	0,011574

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde ilgili değişkenin anlamlı olduğunu, $\alpha_1 + \beta_1$ toplamı oynaklık kalıcılığını göstermektedir.

ARCH parametresi α_1 katsayısı cari dönem oynaklığı üzerindeki geçmiş dönem şoklarının etkisini gösterirken, GARCH parametresini ifade eden β_1 katsayısı önceki

dönem koşullu varyansının cari dönem oynaklığı üzerindeki etkisini göstermektedir (Kayalidere, 2013, s. 47; Rana ve Akhter, 2015, s. 12). Tablo 33'te yer alan sonuçlara göre BIST100 endeksinin cari dönem oynaklığı üzerinde değişkenliğin %5,63'lük kısmı geçmiş dönem oynaklık şoklarından kaynaklanırken, %91,54'lük kısmı önceki dönem koşullu varyansından kaynaklanmaktadır. KAT30 endeksinin ise cari dönem oynaklığı üzerinde değişkenliğin %10,08'lik kısmının geçmiş dönem oynaklık şoklarından, %83,17'lik kısmının önceki dönem koşullu varyansından kaynaklandığı söylenebilir. Her iki endeks için de α_1 katsayısının β_1 katsayısından düşük olması, endekslerin oynaklıklarının kendi geçmiş değerlerine daha duyarlı olduğunu göstermektedir. Ancak geleneksel endeksin oynaklığı geçmiş dönem oynaklığına daha duyarlıyken, İslami endeksin oynaklığının şoklara daha duyarlı olduğu ifade edilebilir. Geleneksel endeksin β_1 katsayısının İslami endeksin β_1 katsayısından daha yüksek olması, geleneksel endeksin getirileri üzerinde dalgalanmaların daha kalıcı olduğunun bir göstergesidir. α_1 ve β_1 katsayılarının toplamı ($\alpha_1 + \beta_1$) oynaklık kalıcılığının ölçüsüdür. $\alpha_1 + \beta_1$ toplamı geleneksel endeksin oynaklık tahmini için 0,9717 iken, İslami endeksin oynaklığı için 0,9325'dir. Yani geleneksel endeksin oynaklığı daha kalıcıdır ve oynaklık daha uzun bir sürede sönümlenmektedir. Oynaklık yarılanma süreleri de bu yorumu desteklemektedir. BIST100 endeksinin oynaklık değişimi 24,15 günde, KAT30 endeksinin ki ise sadece 9,92 günde eski seviyesine dönmektedir. Uzun dönem oynaklıklara bakıldığında, geleneksel endeks için uzun dönem oynaklığın 0,000195, İslami endeks için ise 0,000134 olarak hesaplandığı görülmektedir. Uzun dönem oynaklık üzerinden hesaplanan günlük oynaklık değerlerine göz atıldığında ise yine benzer bir sonuçla karşılaşılmaktadır. Günlük oynaklık BIST100 endeksi için %1,39 olarak, KAT30 endeksi için %1,15 olarak hesaplanmıştır. Günlük oynaklık açısından da İslami endeksin oynaklığı, geleneksel endeksin oynaklığından düşüktür. Risk ve belirsizlik bağlamında değerlendirildiğinde, Türkiye İslami hisse senedi piyasasının, geleneksel hisse senedi piyasasına nazaran daha düşük bir risk seviyesine sahip olduğu ifade edilebilir.

Tablo 34. A.B.D. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerine Ait GARCH (1,1) Modeli Oynaklık Tahminleri

Endeks Tipi	Geleneksel Hisse Senedi Endeksi	İslami Hisse Senedi Endeksi
Endeks İsmi	DJIND	DJISUS
Model Tipi	GARCH	GARCH
Ortalama Denklemi		
Sabit	0,0007*	0,0007*
AR(1)	-0,2574	-0,1563
AR(2)	0,1046	0,0215
AR(3)	0,5308**	0,3988*
AR(4)	0,4418	0,6884
AR(5)		-0,1676
MA(1)	0,2032	0,1023
MA(2)	-0,1153	-0,0377
MA(3)	-0,5215**	-0,4347*
MA(4)	-0,4438	-0,6950
MA(5)		0,1704
Varyans Denklemi		
ω	0,0000*	0,0000*
α_1	0,1911*	0,1725*
β_1	0,7731*	0,7973*
ν	1,2703*	1,2616*
Karşılaştırma Ölçütleri		
$\alpha_i + \beta_i$	0,9642	0,9697
Yarılanma Süresi	19,01	22,57
Uzun Dönem Oynaklık	0,000089	0,000104
Günlük Oynaklık	0,009438	0,010221

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde ilgili değişkenin anlamlı olduğunu, $\alpha_1 + \beta_1$ toplamı oynaklık kalıcılığını göstermektedir.

Tablo 34'teki sonuçlar incelendiğinde, A.B.D. geleneksel hisse senedi endeksinin cari dönem oynaklığı üzerinde değişkenliğin %19,11'lik kısmının geçmiş dönem oynaklık şoklarından kaynaklandığı, %77,31'lik kısmının ise önceki dönem koşullu varyansından kaynaklandığı görülmektedir. İslami hisse senedi endeksinin ise cari dönem oynaklığı üzerindeki değişkenliğin %17,25'lik kısmının geçmiş dönem oynaklık şoklarından, %79,73'lük kısmının ise önceki dönem koşullu varyansından kaynaklandığı söylenebilir. Her iki endeks için de α_1 katsayısının β_1 katsayısından düşük olması, endekslerin oynaklıklarının kendi geçmiş değerlerine daha duyarlı olduğunu göstermektedir. Ancak İslami endeksin oynaklığı geçmiş dönem oynaklığına daha duyarlıyken, geleneksel endeksin oynaklığının şoklara daha duyarlı olduğu ifade edilebilir. İslami endeksin β_1 katsayısının geleneksel endeksin β_1 katsayısından daha

yüksek olması, geleneksel endeksin getirileri üzerinde dalgalanmaların daha kalıcı olduğunun bir göstergesidir. Ancak aradaki fark çok büyük değildir. $\alpha_1 + \beta_1$ toplamı geleneksel endeksin oynaklık tahmini için 0,9642 iken, İslami endeksin oynaklığı için 0,9697'dir. Yani İslami endeksin oynaklığı daha kalıcıdır ancak aradaki fark çok düşüktür. Bu nedenle oynaklık kalıcılığı açısından iki endeks arasında önemli bir farklılık olduğunu söylemek mümkün değildir. Oynaklık yarılanma süreleri, DJIND endeksi için 19,01 gün iken DJISUS endeksi için 22,57 gündür. Bu sonuca göre İslami endeksin oynaklık değişimleri daha uzun sürede sönümlenmektedir. Uzun dönem oynaklıklar ise geleneksel endeks için 0,000089, İslami endeks için ise 0,000104 olarak hesaplanmıştır. Yani İslami endeksin oynaklığı geleneksel endekse göre daha yüksektir. Günlük oynaklıklara bakıldığında ise DJIND endeksi için %0,94 olarak, DJISUS endeksi için %1,02 olarak hesaplandığı görülmektedir. Günlük oynaklık açısından da İslami endeksin oynaklığı, geleneksel endeksin oynaklığından daha yüksektir. Risk ve belirsizlik bağlamında değerlendirildiğinde, A.B.D. İslami hisse senedi piyasasının, Türkiye'nin aksine geleneksel hisse senedi piyasasına nispetle daha yüksek bir risk seviyesine sahip olduğu söylenebilir.

Tablo 35'te yer alan sonuçlara göre FTSE100 endeksinin cari dönem oynaklığı üzerindeki değişkenliğin %13,29'luk kısmı geçmiş dönem oynaklık şoklarından kaynaklanırken, %83,48'lik kısmı önceki dönem koşullu varyansından kaynaklanmaktadır. MSCIUKIS endeksinin ise cari dönem oynaklığı üzerinde değişkenliğin %10,79'luk kısmının geçmiş dönem oynaklık şoklarından, %86'lık kısmının önceki dönem koşullu varyansından kaynaklandığı söylenebilir. Her iki endeks için de α_1 katsayısının β_1 katsayısından düşük olması, endekslerin oynaklıklarının kendi geçmiş değerlerine daha duyarlı olduğunu göstermektedir. Ancak İslami endeksin oynaklığı geçmiş dönem oynaklığına daha duyarlıyken, geleneksel endeksin oynaklığının şoklara daha duyarlı olduğu ifade edilebilir. İslami endeksin β_1 katsayısının geleneksel endeksin β_1 katsayısından daha yüksek olması, İslami endeksin getirileri üzerinde dalgalanmaların daha kalıcı olduğunun bir göstergesidir. $\alpha_1 + \beta_1$ toplamı geleneksel endeksin oynaklık tahmini için 0,9677 iken, İslami endeksin oynaklığı için 0,9679'dur. Yani İslami endeksin oynaklığı daha kalıcıdır ancak aradaki fark A.B.D. İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinde olduğu gibi çok düşüktür. Bu nedenle oynaklık kalıcılığı açısından iki endeks arasında önemli bir farklılık olduğunu söylemek mümkün değildir. Oynaklık yarılanma süreleri, FTSE100 endeksi için 21,10 gün iken

MSCIUKIS endeksi için 21,26 gündür. Oynaklık yarılanma süreleri arasındaki fark da oynaklık kalıcılığında olduğu gibi çok düşüktür. Her iki endeksin oynaklık değişimleri yaklaşık 21 günde eski düzeyine dönmektedir. Uzun dönem oynaklıklara bakıldığında, geleneksel endeks için uzun dönem oynaklığın 0,000092, İslami endeks için ise 0,000102 olarak hesaplandığı görülmektedir. Uzun dönem oynaklık üzerinden hesaplanan günlük oynaklık değerlerine göz atıldığında ise yine benzer bir sonuçla karşılaşılmaktadır. Günlük oynaklık FTSE100 endeksi için %0,95 olarak, MSCIUKIS endeksi için %1,02 olarak hesaplanmıştır. Günlük oynaklık açısından da geleneksel endeksin oynaklığı, İslami endeksin oynaklığından düşüktür. Sonuç olarak, İngiltere İslami hisse senedi piyasasının riski düzeyi, A.B.D.'deki sonuçlarla paralel olarak geleneksel hisse senedi piyasasından daha yüksektir. Ancak risk düzeyleri arasındaki farklılık, A.B.D. İslami ve geleneksel hisse senedi endeksleri arasındaki farka kıyasla çok daha düşüktür.

Tablo 35. İngiltere İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerine Ait GARCH (1,1) Modeli Oynaklık Tahminleri

Endeks Tipi	Geleneksel Hisse Senedi Endeksi	İslami Hisse Senedi Endeksi
Endeks İsmi	FTSE100	MSCIUKIS
Model Tipi	GARCH	GARCH
Ortalama Denklemi		
Sabit	0,0004*	-0,0003***
AR(1)	0,9631*	-0,1290
AR(2)	-0,0369	-0,6696*
AR(3)	0,0480	-0,5625
AR(4)	-0,065***	
AR(5)	0,0276	
MA(1)	-0,9684*	0,1673
MA(2)		0,6608*
MA(3)		0,6126
MA(4)		-0,0018
Varyans Denklemi		
ω	0,0000*	0,0000*
α_1	0,1329*	0,1079*
β_1	0,8348*	0,8600*
ν	1,3887*	1,4680*
Karşılaştırma Ölçütleri		
$\alpha_i + \beta_i$	0,9677	0,9679
Yarılanma Süresi	21,10	21,26
Uzun Dönem Oynaklık	0,000092	0,000102
Günlük Oynaklık	0,009588	0,010113

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde ilgili değişkenin anlamlı olduğunu, $\alpha_i + \beta_i$ toplamı oynaklık kalıcılığını göstermektedir.

Tablo 36. Malezya İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerine Ait GARCH (1,1) Modeli Oynaklık Tahminleri

Endeks Tipi	Geleneksel Hisse Senedi Endeksi	İslami Hisse Senedi Endeksi
Endeks İsmi	KLCI	HIJRAH
Model Tipi	GARCH	GARCH
Ortalama Denklemi		
Sabit	0,0002*	0,0002**
AR(1)	0,1172*	-0,1341
AR(2)	-0,1353*	0,6517*
AR(3)	0,9409*	-0,0529
AR(4)	-0,0633*	-0,0673*
AR(5)		0,0051
MA(1)	-0,058***	0,1849
MA(2)	0,1246*	-0,6131**
MA(3)	-0,9540*	
MA(4)		
MA(5)		
Varyans Denklemi		
ω	0,0000*	0,0000*
α_1	0,1080*	0,1056*
β_1	0,8598*	0,8564*
ν	1,3636*	1,2470*
Karşılaştırma Ölçütleri		
$\alpha_i + \beta_i$	0,9678	0,9621
Yarılanma Süresi	21,17	17,94
Uzun Dönem Oynaklık	0,000033	0,000034
Günlük Oynaklık	0,005710	0,005811

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde ilgili değişkenin anlamlı olduğunu, $\alpha_i + \beta_i$ toplamı oynaklık kalıcılığını göstermektedir.

Tablo 36'daki sonuçlar incelendiğinde, Malezya geleneksel hisse senedi endeksinin cari dönem oynaklığı üzerindeki değişkenliğin %19,8'lik kısmının geçmiş dönem oynaklık şoklarından kaynaklandığı, %85,98'lik kısmının ise önceki dönem koşullu varyansından kaynaklandığı görülmektedir. İslami hisse senedi endeksinin ise cari dönem oynaklığı üzerinde değişkenliğin %10,56'lik kısmının geçmiş dönem oynaklık şoklarından, %85,64'lük kısmının ise önceki dönem koşullu varyansından kaynaklandığı söylenebilir. Her iki endeks için de α_1 katsayısının β_1 katsayısından düşük olması, endekslerin oynaklıklarının kendi geçmiş değerlerine daha duyarlı olduğunu

göstermektedir. Ancak geleneksel endeksin oynaklığı geçmiş dönem oynaklığına daha duyarlıyken, İslami endeksin oynaklığının şoklara daha duyarlı olduğu ifade edilebilir. Geleneksel endeksin β_1 katsayısının geleneksel endeksin β_1 katsayısından daha yüksek olması, İslami endeksin getirileri üzerinde dalgalanmaların daha kalıcı olduğunun bir göstergesidir. Ancak aradaki fark çok büyük değildir. $\alpha_i + \beta_i$ toplamı geleneksel endeksin oynaklık tahmini için 0,9678 iken, İslami endeksin oynaklığı için 0,9621'dir. Yani geleneksel endeksin oynaklığı daha kalıcıdır ancak aradaki fark çok düşüktür. Bu nedenle oynaklık kalıcılığı açısından iki endeks arasından önemli bir farklılık olduğunu söylemek mümkün değildir. Oynaklık yarılanma süreleri, KLCI endeksi için 21,17 gün iken HIJRAH endeksi için 17,94 gündür. Dolayısıyla İslami endeks, ortalamasına daha hızlı dönmektedir. Uzun dönem oynaklıklar ise geleneksel endeks için 0,000033, İslami endeks için ise 0,000034 olarak hesaplanmıştır. Yani İslami endeksin oynaklığı geleneksel endekse göre daha yüksektir, ancak aradaki farkın çok düşük olduğu görülmektedir. Benzer durum günlük oynaklıklar için de geçerlidir. Günlük oynaklıklar, KLCI endeksi için %0,57, HIJRAH endeksi için %0,58 olarak hesaplanmıştır. Günlük oynaklık açısından da İslami endeksin oynaklığı, geleneksel endeksin oynaklığından daha yüksek olsa da aradaki fark çok düşüktür. Risk ve belirsizlik bağlamında değerlendirildiğinde, Malezya İslami hisse senedi piyasasının, geleneksel hisse senedi piyasasına nispetle daha yüksek bir risk seviyesine sahip olduğu söylenebilir. Ancak hem Malezya İslami hisse senedi piyasasının oynaklık yarılanma süresinin geleneksel hisse senedi piyasasından daha düşük olması hem de hesaplanan gerek uzun dönemli gerekse günlük oynaklıkların arasındaki farkların çok düşük olması, çok net bir yargıda bulunmayı engellemektedir.

II. Farklı Ülkelerin İslami Hisse Senedi Endekslerinin Oynaklıklarının Karşılaştırılması

Araştırma kapsamında Türkiye İslami hisse senedi piyasasını temsil eden KAT30, A.B.D. İslami hisse senedi piyasasını temsil eden DJISUS, İngiltere İslami hisse senedi piyasasını temsil eden MSCIUKIS ve Malezya İslami hisse senedi piyasasını temsil eden HIJRAH endekslerine ait GARCH (1,1) modeli oynaklık tahmini sonuçları Tablo 37'de görülmektedir.

Tablo 37. İslami Hisse Senedi Endekslerine Ait GARCH (1,1) Modeli Oynaklık Tahminleri

Ülke	Türkiye	A.B.D.	İngiltere	Malezya
Endeks İsmi	KAT30	DJISUS	MSCIUKIS	HIJRAH
Model Tipi	GARCH	GARCH	GARCH	GARCH
Ortalama Denklemi				
Sabit	0,0009*	0,0007*	-0,0003***	0,0002**
AR(1)	-0,1627	-0,1563	-0,1290	-0,1341
AR(2)	-0,1434	0,0215	-0,6696*	0,6517*
AR(3)	0,0301	0,3988*	-0,5625	-0,0529
AR(4)	-0,3815*	0,6884		-0,0673*
AR(5)	-0,7703*	-0,1676		0,0051
MA(1)	0,1614	0,1023	0,1673	0,1849
MA(2)	0,1749	-0,0377	0,6608*	-0,6131**
MA(3)	-0,0234	-0,4347*	0,6126	
MA(4)	0,3953*	-0,6950	-0,0018	
MA(5)	0,7642*	0,1704		
Varyans Denklemi				
ω	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
α_1	0,1008*	0,1725*	0,1079*	0,1056*
β_1	0,8317*	0,7973*	0,8600*	0,8564*
ν	1,2528*	1,2616*	1,4680*	1,2470*
Karşılaştırma Ölçütleri				
$\alpha_i + \beta_i$	0,9325	0,9697	0,9679	0,9621
Yarılanma Süresi	9,92	22,57	21,26	17,94
Uzun Dönem Oynaklık	0,000134	0,000104	0,000102	0,000034
Günlük Oynaklık	0,011574	0,010221	0,010113	0,005811

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde ilgili değişkenin anlamlı olduğunu, $\alpha_i + \beta_i$ toplamı oynaklık kalıcılığını göstermektedir.

Tablo 37’de yer alan sonuçlara göre İslami hisse senedi endekslerinin cari dönem oynaklıkları üzerindeki değişkenliğin; KAT30 endeksinin %10,08’lik kısmı, DJISUS endeksinin %17,25’lik kısmı, MSCIUKIS endeksinin %10,79 kısmı ve HIJRAH endeksinin %10,56’lik kısmı geçmiş dönem oynaklık şoklarından kaynaklanmaktadır. Oynaklık değişkenliklerinin önceki dönem koşullu varyansından kaynaklanan kısımları ise KAT30 için %83,17, DJISUS için %79,73, MSCIUKIS için %86 ve HIJRAH endeksi için %85,64’tür. Tüm endeksler için α_1 katsayısının β_1 katsayısından düşük olması, endekslerin oynaklıklarının kendi geçmiş değerlerine daha duyarlı olduğunu

göstermektedir. $\alpha_i + \beta_i$ toplamları KAT30 için 0,9325, DJISUS için 0,9697, MSCIUKIS için 0,9679 ve HIJRAH endeksi için 0,9621'dir. Dolayısıyla oynaklık kalıcılığının en yüksek olduğu İslami Hisse senedi endeksi A.B.D. İslami hisse senedi endeksi iken en düşük olduğu endeks Türkiye İslami hisse senedi endeksidir. Ancak A.B.D., İngiltere ve Malezya İslami hisse senedi endekslerinin oynaklık kalıcılıkları arasındaki farklar oldukça düşüktür. Oynaklık yarılanma süreleri de bu yorumu desteklemektedir. Oynaklık yarılanma süreleri KAT30 için 9,92 gün, DJISUS için 22,57 gün, MSCIUKIS için 21,26 gün ve HIJRAH endeksi için 17,94 gün olarak hesaplanmıştır. Türkiye İslami hisse senedi endeksinde yaşanan oynaklık değişimleri en kısa sürede eski seviyesine dönerken, A.B.D. İslami hisse senedi endeksinde yaşanan oynaklık değişimlerinin eski seviyesine dönmesi İslami hisse senedi endeksleri arasında en uzun süre alandır. Uzun dönem oynaklıklara bakıldığında, KAT30 endeksi için uzun dönem oynaklığın 0,000134, DJISUS endeksi için 0,000104, MSCIUKIS endeksi için 0,000102 ve HIJRAH endeksi için 0,000034 olarak hesaplandığı görülmektedir. Bu sonuçlara göre en düşük oynaklık Malezya hisse senedi endeksine ait iken, en yüksek oynaklık Türkiye İslami hisse senedi endeksine aittir. Oynaklıkların küçükten büyüğe doğru sıralamasında sırasıyla ikinci ve üçüncü sırada yer alan İngiltere ve A.B.D. İslami hisse senedi endekslerinin uzun dönemli oynaklıkları arasındaki fark ise çok düşüktür. Uzun dönem oynaklık üzerinden hesaplanan günlük oynaklık değerlerine göz atıldığında ise yine benzer sonuçlarla karşılaşmaktadır. Günlük oynaklık KAT30 endeksi için %1,15, DJISUS endeksi için %1,02, MSCIUKIS endeksi için %1,01 ve HIJRAH endeksi için %0,58 olarak hesaplanmıştır. Günlük oynaklık açısından da en düşük oynaklık Malezya İslami hisse senedi endeksine ait iken en yüksek oynaklık Türkiye İslami hisse senedi endeksine aittir. Yine İngiltere ve A.B.D. İslami hisse senedi endekslerinin günlük oynaklıkları birbirine çok yakındır. Risk ve belirsizlik bağlamında değerlendirildiğinde, en düşük risk seviyesine sahip İslami hisse senedi piyasasının Malezya İslami hisse senedi piyasası olduğu, ardından sırasıyla İngiltere, A.B.D İslami hisse senedi piyasalarının geldiği ve en riskli İslami hisse senedi piyasasının Türkiye İslami hisse senedi piyasasının olduğu görülmektedir. Bununla birlikte İngiltere ve A.B.D. İslami hisse senedi piyasalarının oynaklıkları arasındaki farkın çok düşük olduğunu belirtmek gerekmektedir. Oynaklığın en kısa sürede sönümlendiği İslami hisse sendi piyasası Türkiye İslami hisse senedi piyasasıdır. Yine oynaklık kalıcılığının en düşük olduğu piyasa, Türkiye İslami hisse senedi piyasasıdır.

5.1.5. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerinin Oynaklıkları İle Getirileri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi

Araştırma kapsamında incelenen İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin oynaklıkları ile getirileri arasında bir ilişki olup olmadığı ARCH-M tipi modellerle araştırılmıştır. Her bir endeks için daha önce en uygun oynaklık modeli olarak belirlenen modeller üzerinden, ortalama denklemine sırasıyla koşullu değişen varyans, koşullu standart sapma ve koşullu değişen varyansın logaritması değişkenleri eklenerek, risk-getiri dengesi ilişkisi incelenmiştir. Bu bağlamda BIST100, KAT30, DJIND, DJISUS, FTSE100 endeksleri için EGARCH-M (1,1) modeli, MSCIUKIS endeksi için GARCH-M (1,1) modeli ve KLCI ile HIJRAH endeksleri için GJR-GARCH-M (1,1) modeli kullanılmıştır.

Tablo 38. Türkiye İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerinin EGARCH-M (1,1) Model Tahminleri

Endeks	BIST100			KAT30		
	EGARCH-M (1,1)			EGARCH-M (1,1)		
Risk Faktörü	σ^2	$\sqrt{\sigma^2}$	$\text{Log}(\sigma^2)$	σ^2	$\sqrt{\sigma^2}$	$\text{Log}(\sigma^2)$
Ortalama Denklemi						
λ	2,7188	0,0374	-0,0001	7,6020***	0,1124	0,0007
Sabit	0,0002	0,0002	0,0001	-0,0001	-0,0004	0,0069
AR(1)	0,5152-	0,5151*	0,5147*	-0,2026	-0,2037	0,6836*
AR(2)	0,4853*	0,4853*	0,4858*	-0,1085	-0,1047	0,6269*
AR(3)	-0,9723*	-0,9724*	-0,9725*	-0,0042	-0,0043	-0,5859*
AR(4)				-0,3632*	-0,3631*	-0,7769*
AR(5)				-0,8100*	-0,8133*	0,7879*
MA(1)	-0,5394*	-0,5414*	-0,5420*	0,2009	0,2011	-0,6654*
MA(2)	-0,4446*	-0,4448*	-0,4463*	0,1384	0,1345	-0,5886*
MA(3)	0,9807*	-0,9823*	0,9836*	0,0091	0,0089	0,5542*
MA(4)	-0,0344	-0,0357	-0,0356	0,3757*	0,3749*	0,7835*
MA(5)	0,0229	0,0215	0,0199	0,8079*	0,8106*	-0,7675*
Varyans Denklemi						
ω	-0,4324*	-0,4064*	-0,3903*	-0,8444*	-0,8167*	-0,7108*
α_1	0,0950*	0,0929*	0,0929*	0,1518*	0,1517*	0,1321*
β_1	0,9586*	0,9614*	0,9632*	0,9198*	0,9228*	0,9328*
γ	-0,0891*	-0,0877*	-0,0878*	-0,1141*	-0,1143*	-0,1234*
ν	1,3325*	1,3337*	1,3345*	1,2885*	1,2878*	1,2721*

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde ilgili değişkenin anlamlı olduğunu, λ risk faktörü parametre tahmini, σ^2 risk faktörü olarak ortalama denklemine koşullu değişen varyansın eklendiğini, $\sqrt{\sigma^2}$ risk faktörü olarak ortalama denklemine koşullu standart sapmanın eklendiğini, $\text{log}(\sigma^2)$ risk faktörü olarak ortalama denklemine koşullu değişen varyansın logaritmasının eklendiğini, ν GED dağılım parametre tahmini ifade etmektedir.

Tablo 38’de Türkiye geleneksel hisse senedi endeksi BIST100 ve İslami hisse senedi endeksi KAT30’a ait EGARCH-M (1,1) model tahmin sonuçları görülmektedir. Her iki endeks için de risk faktörü olarak, koşullu değişen varyansın, koşullu standart sapmanın ve koşullu değişen varyansın logaritmasının ortalama denklemine dahil edildiği üç farklı tahmin gerçekleştirilmiştir. Risk-getiri dengesi varsayımı gereğince, risk faktörünü temsil eden lamda (λ) değişkeninin pozitif olması teorik olarak beklenen durumdur. BIST100 endeksi için yapılan model tahminleri incelendiğinde, her üç tahmin için de kaldıraç etkisinin geçerliği olduğu, yani oynaklık üzerinde kötü şokların iyi şoklara nazaran daha fazla etkilediği görülmektedir. Lamda katsayısı ise risk faktörü olarak koşullu değişen varyans ve koşullu standart sapmanın alındığı modellerde teori ile paralel olarak pozitif tahmin edilmiştir. Ancak söz konusu pozitif parametre tahminleri istatistiksel olarak anlamlı değildir. Risk faktörü olarak koşullu değişen varyansın logaritmasının alındığı modelde ise lamda katsayısı negatif ve istatistiksel olarak anlamsız tahmin edilmiştir. Sonuç olarak, Türkiye geleneksel hisse senedi endeksi BIST100 için yatırımcılar açısından ek risk almanın rasyonel olmadığı, zira alınan riske karşılık getiri de bir artış elde edilemeyeceği anlaşılmaktadır. Benzer durum, İslami hisse senedi endeksi KAT30 için de geçerlidir. KAT30 endeksi için yapılan üç model tahmininde de kaldıraç etkisinin varlığı tespit edilmiştir. Yine her üç model tahmini için lamda katsayısının pozitif olarak tahmin edildiği görülmektedir. Ancak risk faktörü olarak koşullu değişen varyansın ortalama denklemine eklendiği modelde katsayı %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı iken, diğer modellerde istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır. Dolayısıyla KAT30 endeksi için de tıpkı BIST100 endeksinde olduğu risk-getiri dengesi rasyonel değildir. Başka bir ifadeyle, endekslerin oynaklıkları ile getirileri arasında bir ilişki yoktur.

Tablo 39. A.B.D. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerinin EGARCH-M (1,1) Model Tahminleri

Endeks	DJIND			DJISUS		
Model Tipi	EGARCH-M (1,1)			EGARCH-M (1,1)		
Risk Faktörü	σ^2	$\sqrt{\sigma^2}$	Log(σ^2)	σ^2	$\sqrt{\sigma^2}$	Log(σ^2)
Ortalama Denklemi						
λ	14,1686*	0,1031	0,0001	13,1886**	0,1454**	0,0001
Sabit	-0,0002	-0,0002	0,0015	-0,0003	-0,0005	0,0012
AR(1)	1,1423	-0,4099*	1,5879*	0,0901	0,3049**	-1,4287*
AR(2)	-0,5692	-0,0174	-1,0585*	0,0984	-0,1567	-0,4048*
AR(3)	0,8520*	0,3590**	1,3309*	0,3974**	0,0088	0,4088*
AR(4)	-0,4914	0,7722*	-0,8619*	0,5659***	0,0735	1,2369*
AR(5)				-0,3747	-0,7933*	0,8629*
MA(1)	-0,1595	0,3885*	-1,6054*	-0,1128	-0,3334*	1,3953*
MA(2)	0,6311	0,0479	1,1089*	-0,0647	0,1913	0,3655*
MA(3)	-0,8726*	-0,3458**	-1,3838*	-0,3923**	-0,0256	-0,4279*
MA(4)	0,4809*	-0,7728*	0,8816*	-0,5404	-0,0579	-1,2526*
MA(5)				0,3762	0,7812*	-0,8665*
Varyans Denklemi						
ω	-0,8700*	-0,8621*	-0,8354*	-0,7814*	-0,8146*	-0,8296*
α_1	0,2029*	0,2234*	0,2325*	0,1570*	0,1830*	0,1944*
β_1	0,9280*	0,9302*	0,9336*	0,9329*	0,9314*	0,9306*
γ	-0,2092*	-0,2058*	-0,2001*	-0,2439*	-0,2392*	-0,2473*
ν	1,3135*	1,3313*	1,3273*	1,3428*	1,3359*	1,3438*

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde ilgili değişkenin anlamlı olduğunu, λ risk faktörü parametre tahmini, σ^2 risk faktörü olarak ortalama denkleme koşullu değişen varyansın eklendiğini, $\sqrt{\sigma^2}$ risk faktörü olarak ortalama denkleme koşullu standart sapmanın eklendiğini, log(σ^2) risk faktörü olarak ortalama denkleme koşullu değişen varyansın logaritmasının eklendiğini, ν GED dağılım parametre tahminini ifade etmektedir.

Tablo 39’da, A.B.D. geleneksel hisse senedi endeksi DJIND ve İslami hisse senedi endeksi DJISUS endekslerine ait EGARCH-M (1,1) model tahmin sonuçları yer almaktadır. DJISUS endeksi için yapılan model tahminleri incelendiğinde, her üç tahmin için de kaldıraç etkisinin geçerliği olduğu görülmektedir. Lamda katsayısı, yine her üç modelde de teorik beklentiyle paralel şekilde pozitif tahmin edilmiştir. Risk faktörünün koşullu değişen varyans olarak alındığı modelde lamda katsayısı istatistiksel olarak %1 önem düzeyinde anlamlı bulunurken, risk faktörünün koşullu standart sapma ve koşullu değişen varyansın logaritması olarak ortalama denkleme eklendiği modelde istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır. Bu sonuçlar, DJIND endeksi için risk-getiri

dengesi varsayımının geçerli olduğunu ve alınacak ek risklere karşılık beklenen getirinin de artacağını göstermektedir. DJISUS endeksi için, yine üç modelde de kaldıraç etkisinin varlığı saptanmıştır. Lamda katsayısı da her üç modelde de pozitif tahmin edilmiştir. Risk faktörünün koşullu değişen varyans ve koşullu standart sapma olarak alındığı modellerde lamda katsayısı istatistiksel olarak %5 önem düzeyinde anlamlı iken, risk faktörünün koşullu değişen varyansın logaritması olarak ortalama denklemine eklendiği modelde istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır. Dolayısıyla A.B.D. İslami hisse senedi endeksinde de tıpkı geleneksel endeks de olduğu gibi risk-getiri dengesi teoriyle uyumludur.

Tablo 40. İngiltere İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerinin EGARCH-M (1,1) ve GARCH-M (1,1) Model Tahminleri

Endeks	FTSE100			MSCIUKIS		
Model Tipi	EGARCH-M (1,1)			GARCH-M (1,1)		
Risk Faktörü	σ^2	$\sqrt{\sigma^2}$	Log(σ^2)	σ^2	$\sqrt{\sigma^2}$	Log(σ^2)
Ortalama Denklemi						
λ	21,0516*	0,1665***	0,0003	14,9915*	0,3120*	0,0013*
Sabit	-0,0011*	-0,0011	0,0035	-0,0007**	-0,0022*	0,0133*
AR(1)	0,8582*	0,9829*	0,9809*	-0,1618	-0,1609*	-0,1469
AR(2)	-0,0317	-0,0361	-0,0383	-0,7076*	-0,7078*	-0,7142*
AR(3)	0,0630**	0,0583***	0,0581***	-0,6050***	-0,6039	-0,5899
AR(4)	-0,0564***	-0,0616***	-0,0624***			
AR(5)	0,0263	0,0173	0,0192			
MA(1)	-0,8249*	-0,9697*	-0,9722*	0,1900	0,1884	0,1749
MA(2)				0,6935*	0,6943*	0,7005*
MA(3)				0,6463***	0,6446***	0,6311***
MA(4)				-0,0132	-0,0130	-0,0131
Varyans Denklemi						
ω	-0,6446*	-0,6477*	-0,6462*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
α_1	0,1252*	0,1642*	0,1754*	0,1138*	0,1125*	0,1103*
β_1	0,9438*	0,9463*	0,9472*	0,8499*	0,8513*	0,8542*
γ	-0,1724*	-0,1575*	-0,1555*			
ν	1,4792*	1,4889*	1,4920*	1,4511*	1,4530*	1,4589*

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde ilgili değişkenin anlamlı olduğunu, λ risk faktörü parametre tahmini, σ^2 risk faktörü olarak ortalama denklemine koşullu değişen varyansın eklendiğini, $\sqrt{\sigma^2}$ risk faktörü olarak ortalama denklemine koşullu standart sapmanın eklendiğini, $\log(\sigma^2)$ risk faktörü olarak ortalama denklemine koşullu değişen varyansın logaritmasının eklendiğini, ν GED dağılım parametre tahminini ifade etmektedir.

Tablo 40'ta İngiltere geleneksel hisse senedi endeksi FTSE100 endeksine EGARCH-M (1,1) ve İslami hisse senedi endeksi MSCIUKIS endeksine ait GARCH-M (1,1) model tahmin sonuçları görülmektedir. FTSE100 endeksi için yapılan model tahminleri incelediğinde, her üç tahmin için de kaldıraç etkisinin geçerliği olduğu görülmektedir. Lamda katsayısı da her üç modelde teori ile paralel olarak pozitif tahmin edilmiştir. Risk faktörü olarak koşullu değişen varyansın alındığı modelde ilgili katsayı %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunurken, risk faktörünün koşullu standart sapma olarak alındığı modelde %10 önem düzeyinde anlamlı, koşullu değişen varyansın logaritmasının alındığı modelde ise istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Dolayısıyla FTSE100 endeksinin oynaklığı ile getirileri arasındaki ilişki beklentiye karşılıkamaktadır. İngiltere İslami hisse senedi endeksi MSCIUKIS endeksinin oynaklık-getiri ilişkisi, bu endeks için en uygun oynaklık modeli olan GARCH model ile incelenmiştir. Dolayısıyla bu endeks için yapılan tahminde kaldıraç etkisinin varlığı ile ilgili bir yorumda bulunmak mümkün değildir. Bununla birlikte tahmin edilen modeller, GARCH modelin tüm kısıtlarını sağlamaktadır. Lamda katsayısı ise her üç GARCH-M modelinde de pozitif ve %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Başka bir ifadeyle, risk-getiri dengesi varsayımı MSCIUKIS endeksi için de rasyoneldir. İngiltere geleneksel ve İslami hisse senedi endekslerinin her ikisi için de tıpkı A.B.D. örneğinde olduğu gibi oynaklık ile getiriler arasında anlamlı bir ilişki mevcuttur.

Tablo 41'de, Malezya geleneksel hisse senedi endeksi KLCI ve İslami hisse senedi endeksi HIJRAH endekslerine ait GJR-GARCH-M (1,1) model tahmin sonuçları yer almaktadır. DJISUS endeksi için yapılan model tahminleri incelediğinde, her üç tahmin için de kaldıraç etkisinin geçerliği olduğu görülmektedir. Lamda katsayısı, yine her üç modelde de teorik beklentiyle paralel şekilde pozitif tahmin edilmiştir. Risk faktörünün koşullu değişen varyansın logaritması olarak alındığı modelde lamda katsayısı istatistiksel olarak %1 önem düzeyinde anlamlı bulunurken, koşullu değişen varyans ve koşullu standart sapma olarak alındığı modellerde %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu sonuç, KLCI endeksi için risk-dengesinin geçerli olduğunu göstermektedir. HIJRAH endeksi için, yine üç modelde de kaldıraç etkisinin varlığı saptanmıştır. Lamda katsayısı da her üç modelde de pozitif tahmin edilmiştir. Risk faktörünün koşullu değişen varyans ve koşullu standart sapma olarak alındığı modellerde lamda katsayısı istatistiksel olarak %5 önem düzeyinde anlamlı iken, risk faktörünün koşullu değişen varyansın logaritması olarak ortalama denklemine

eklendiği modelde katsayı, %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani HIJRAH endeksi için ek risk almak, getirilerde de artış sağlamaktadır. Sonuç olarak, Malezya geleneksel ve İslami hisse senedi endekslerinin oynaklıkları ile getirileri arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir.

Tablo 41. Malezya İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerinin GJR-GARCH-M (1,1) Model Tahminleri

Endeks	KLCI			HIJRAH		
Model Tipi	GJR-GARCH-M (1,1)			GJR-GARCH-M (1,1)		
Risk Faktörü	σ^2	$\sqrt{\sigma^2}$	Log(σ^2)	σ^2	$\sqrt{\sigma^2}$	Log(σ^2)
Ortalama Denklemi						
λ	17,2979**	0,2289**	0,0007*	16,8849**	0,2054**	0,0005***
Sabit	-0,0002	-0,0009**	0,0074*	-0,0003	-0,0008***	0,0053**
AR(1)	1,9323*	1,8906*	-0,8101	1,8766*	-0,2343	-0,2054
AR(2)	-1,1011	-1,0114	0,1047	-1,0095*	0,5302	0,5905**
AR(3)	0,1082	0,0563	0,0165	-0,0454	-0,0436	-0,0503
AR(4)	0,0348	0,0388	-0,0411	0,0752	-0,0696*	-0,0721*
AR(5)				-0,0134	0,0002	0,0000
MA(1)	-1,8733*	-1,8302*	0,8802***	-1,8172*	0,2972	0,2658
MA(2)	1,0150	0,9253	-0,0178	0,9424*	-0,4697	-0,5361***
MA(3)	-0,1152	-0,0685	-0,0302			
Varyans Denklemi						
ω	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
α_1	0,0586**	0,0589**	0,0509**	0,0502*	0,0522*	0,0526*
β_1	0,8535*	0,8524*	0,8535*	0,8567*	0,8528*	0,8543*
γ	0,0893*	0,0907*	0,1039*	0,0989*	0,1024*	0,1027*
ν	1,3864*	1,3868*	1,3854*	1,2661*	1,2581*	1,2619*

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde ilgili değişkenin anlamlı olduğunu, λ risk faktörü parametre tahmini, σ^2 risk faktörü olarak ortalama denkleme koşullu değişen varyansın eklendiğini, $\sqrt{\sigma^2}$ risk faktörü olarak ortalama denkleme koşullu standart sapmanın eklendiğini, $\log(\sigma^2)$ risk faktörü olarak ortalama denkleme koşullu değişen varyansın logaritmasının eklendiğini, ν GED dağılım parametre tahminini ifade etmektedir

5.1.6. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endeksleri Arasındaki Nedensellik İlişkilerinin Belirlenmesi

Araştırma kapsamında incelenen İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin arasındaki nedensellik ilişkileri, Hong (2001) tarafından geliştirilen varyansta

nedensellik testi ile araştırılmıştır. Bu testin en büyük avantajı, hem ortalamada hem de varyansta nedenselliğin araştırılmasına imkân vermesidir. Bu sayede endekslerin birlikte hareket edip etmediğinin belirlenebilmesinin yanı sıra, aralarında oynaklık yayılımları olup olmadığı da tespit edilebilmektedir. Bu aşamada öncelikle her bir ülkenin geleneksel hisse senedi endeksi ile İslami hisse senedi endeksi arasındaki ortalamada ve varyansta nedensellik ilişkileri incelenmiştir. Daha sonra farklı ülkelere ait İslami hisse senedi endeksleri arasındaki ortalamada ve varyansta nedensellik ilişkilere ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Analiz yapılırken ilk olarak endeksler arasında karşılıklı eşanlı nedensellik ilişkisi olup olmadığı bakılmış, daha sonra beş güne kadar gecikmeler için tek yönlü nedensellik testleri uygulanmıştır. Hem ortalama hem de varyansta nedensellik testleri için sıfır hipotez “nedensellik yoktur” şeklinde kurulmaktadır. Dolayısıyla nedensellik ilişkisinin varlığına hükmedebilmek için sıfır hipotezin reddedilmesi gerekmektedir.

Tablo 42. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endeksleri İçin Hong Ortalamada Nedensellik Testi Sonuçları

Ülke	Nedensellik Yönü	Eşanlı Nedensellik	M=1	M=2	M=3	M=4	M=5
Türkiye	BIST100 → KAT30	943,493 [0,000]	-0,599 [0,726]	0,610 [0,729]	0,594 [0,724]	0,604 [0,727]	0,648 [0,741]
	KAT30 → BIST100		0,724 [0,235]	0,591 [0,277]	0,523 [0,301]	0,484 [0,314]	0,427 [0,335]
A.B.D.	DJIND → DJISUS	1081,444 [0,000]	-0,703 [0,759]	-0,851 [0,803]	-0,893 [0,814]	-0,908 [0,818]	-0,891 [0,814]
	DJISUS → DJIND		-0,328 [0,628]	-0,478 [0,684]	-0,622 [0,733]	-0,753 [0,774]	-0,825 [0,795]
İngiltere	FTSE100 → MSCIUKIS	1112,927 [0,000]	-0,697 [0,757]	-0,808 [0,790]	-0,924 [0,822]	-0,975 [0,835]	-0,989 [0,839]
	MSCIUKIS → FTSE100		1,363 [0,086]	1,222 [0,111]	1,077 [0,141]	0,934 [0,175]	0,781 [0,217]
Malezya	KLCI → HIJRAH	998,533 [0,000]	1,764 [0,039]	1,623 [0,052]	1,385 [0,083]	1,167 [0,122]	0,998 [0,159]
	HIJRAH → KLCI		-0,395 [0,653]	0,559 [0,288]	1,224 [0,110]	1,514 [0,065]	1,604 [0,054]

Not: Köşeli parantez içerisindeki değerler ilgili Hong Q test istatistiğinin olasılık değerlerini, M ise gecikme sayısını ifade etmektedir.

Tablo 42’de her bir ülkenin geleneksel ve İslami hisse senedi endeksleri arasındaki Hong ortalama nedensellik testi sonuçları yer almaktadır. Öncelikle endeksler arasındaki karşılıklı eşanlı nedensellik ilişkileri incelendiğinde, tüm endeksler için %1 önem düzeyinde eşanlı bir nedensellik ilişkisi olduğu görülmektedir. Başka bir

ifadeyle, endekslerde gün içerisinde yaşanan fiyat hareketleri, birbirlerini aynı gün içerisinde etkilemektedir. Tek yönlü ortalamada nedensellik ilişkileri incelendiğinde ise Türkiye için elde edilen sonuçlara bakıldığında, geleneksel hisse senedi endeksi BIST100'den İslami hisse senedi endeksi KAT30 yönelik bir nedensellik ilişkisi tespit edilemediği gibi, KAT30'dan BIST100 yönelik de bir nedensellik ilişkisine rastlanamamıştır. Aynı durum A.B.D. geleneksel ve İslami hisse senedi endeksleri için de geçerlidir. Hem DJIND endeksinden DJISUS endeksine yönelik hem de DJISUS endeksinden DJIND endeksine yönelik ortalamada nedensellik ilişkisi yoktur. İngiltere endeksleri için de benzer bir durum söz konusudur. Geleneksel hisse senedi endeksi FTSE100'den İslami hisse senedi endeksi MSCIUKIS'e yönelik hiçbir gecikmede nedensellik ilişkisine rastlanmazken, MSCIUKIS'den FTSE100'e yönelik olarak 1. gecikmede %10 önem düzeyinde nedensellik görülürken diğer gecikmelerde nedensellik ilişkisi görülmemektedir. Malezya'ya bakıldığında ise Malezya geleneksel hisse senedi endeksi KLCI'den İslami endeks HIJRAH'a yönelik 1. gecikmede %5, 2. ve 3. gecikmelerde %10 önem düzeyinde nedensellik ilişkisinin varlığı saptanmıştır. 1. gecikmede nedensellik olması, KLCI'de yaşanan fiyat hareketliliğinin HIJRAH endeksini bir gün sonra etkilediği anlamına gelmektedir. HIJRAH'dan KLCI'ye yönelik ise bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir.

Tablo 43. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endeksleri İçin Hong Varyansta Nedensellik Testi Sonuçları

Ülke	Nedensellik Yönü	Eşanlı Nedensellik	M=1	M=2	M=3	M=4	M=5
Türkiye	BIST100 → KAT30	984,070 [0,000]	-0,626 [0,734]	-0,773 [0,780]	-0,559 [0,712]	-0,283 [0,611]	-0,105 [0,542]
	KAT30 → BIST100		-0,156 [0,562]	-0,316 [0,624]	0,239 [0,406]	0,883 [0,188]	1,281 [0,100]
A.B.D.	DJIND → DJISUS	1036,710 [0,000]	-0,410 [0,659]	-0,532 [0,703]	-0,632 [0,736]	-0,710 [0,761]	-0,728 [0,767]
	DJISUS → DJIND		-0,700 [0,758]	-0,358 [0,640]	-0,134 [0,553]	-0,050 [0,520]	-0,040 [0,516]
İngiltere	FTSE100 → MSCIUKIS	1024,475 [0,000]	0,271 [0,393]	0,481 [0,315]	0,723 [0,235]	0,875 [0,191]	0,919 [0,179]
	MSCIUKIS → FTSE100		-0,638 [0,738]	-0,748 [0,773]	-0,861 [0,805]	-0,972 [0,835]	-1,078 [0,859]
Malezya	KLCI → HIJRAH	911,804 [0,000]	4,376 [0,000]	4,078 [0,000]	3,694 [0,000]	3,347 [0,000]	3,032 [0,001]
	HIJRAH → KLCI		-0,552 [0,710]	-0,610 [0,729]	-0,689 [0,755]	-0,774 [0,781]	-0,859 [0,805]

Not: Köşeli parantez içerisindeki değerler ilgili Hong Q test istatistiğinin olasılık değerlerini, M ise gecikme sayısını ifade etmektedir.

Tablo 43'te her bir ülkenin geleneksel ve İslami hisse senedi endeksleri arasındaki Hong varyansta nedensellik testi sonuçları görülmektedir. Endeksler arasındaki karşılıklı eşanlı nedensellik ilişkileri incelendiğinde, ortalamada nedensellik testinde olduğunda gibi tüm endeksler için %1 önem düzeyinde eşanlı bir nedensellik ilişkisi olduğu görülmektedir. Yani endekslerde gün içerisinde oluşan oynaklıklar, birbirlerini aynı gün içerisinde etkilemektedir. Tek yönlü varyansta nedensellik ilişkileri incelendiğinde ise ilk olarak Türkiye için hem BIST100'den KAT30'a, hem de KAT30'da BIST100'e yönelik varyansta nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. A.B.D. ve İngiltere endeksleri için de aynı durum geçerlidir. DJIND'den DJISUS'e, DJISUS'den DJIND'e, FTSE100'den MSCIUKIS'e ve MSCIUKUS'den FTSE100'e doğru bir varyansta nedensellik ilişkisi söz konusu değildir. Malezya için ise durum, ortalamada nedensellik testi ile benzerlik arz etmektedir. KLCI endeksi tüm gecikmelerde %1 önem düzeyinde HIJRAH endeksinin Granger nedeni iken, HIJRAH endeksinden KLCI endeksine doğru bir nedensellik ilişkisi saptanmamıştır. Başka bir deyişle, Malezya geleneksel hisse senedi piyasasından İslami hisse senedi piyasasına doğru oynaklık yayılımı etkileri görülmektedir.

Tablo 44. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endeksleri İçin Hong Testi Sonuçlarına Ait Özet Bilgiler

Ülke	Nedensellik Yönü	Nedensellik Türü	Eşanlı Nedensellik	Tek Yönlü Nedensellik
Türkiye	BIST100 → KAT30	Ortalamada	√	-
		Varyansta	√	-
	KAT30 → BIST100	Ortalamada	√	-
		Varyansta	√	-
A.B.D.	DJIND → DJISUS	Ortalamada	√	-
		Varyansta	√	-
	DJISUS → DJIND	Ortalamada	√	-
		Varyansta	√	-
İngiltere	FTSE100 → MSCIUKIS	Ortalamada	√	-
		Varyansta	√	-
	MSCIUKIS → FTSE100	Ortalamada	√	-
		Varyansta	√	-
Malezya	KLCI → HIJRAH	Ortalamada	√	√
		Varyansta	√	√
	HIJRAH → KLCI	Ortalamada	√	-
		Varyansta	√	-

Tablo 44'te İslami ve geleneksel hisse senedi endeksleri arasındaki hem ortalamada hem de varyansta nedensellik ilişkilerinin belirlenmesi amacıyla yapılan

Hong nedensellik testine ait özet bilgiler yer almaktadır. Geleneksel hisse senedi endeksleri ile İslami hisse senedi endeksleri arasındaki nedensellik analizlerinde beklenti, geleneksel endekslerden İslami endekslere doğru bir nedensellik ilişkisi olması yönündedir. Başka bir ifadeyle geleneksel endeks, İslami endeksin Granger nedeni olmalıdır. Bu beklentinin nedeni, İslami hisse senedi endekslerinde yer alan şirketlerin büyük bir kısmının zaten geleneksel hisse senedi endeksi içerisinde yer alıyor olmasıdır. Ancak tabloda da görüldüğü üzere analiz sonuçları göstermektedir ki yalnızca Malezya hisse senedi piyasası hem ortalamada hem de varyansta nedensellik açısından bu beklentiyi karşılamaktadır. Diğer ülkeler için elde edilen sonuçlar bu beklentinin aksinedir. Bu durum, Türkiye, A.B.D. ve İngiltere’de İslami hisse senedi endekslerinin, karşılık gelen geleneksel hisse senedi endekslerinden ayrıştığını, yani birlikte hareket etmediklerini, dolayısıyla yatırımcılara çeşitlendirme avantajı sağladığını göstermektedir. Ayrıca İslami endekslerin, geleneksel endekslerde yaşanabilecek olası dalgalanmalara karşı, güvenli bir liman olarak hizmet edebilecekleri anlaşılmaktadır.

Tablo 45. İslami Hisse Senedi Endeksleri İçin Hong Ortalamada Nedensellik Testi Sonuçları

Nedensellik Yönü	Eşanlı Nedensellik	M=1	M=2	M=3	M=4	M=5
KAT30 → DJISUS	43,548 [0,000]	-0,508 [0,694]	-0,586 [0,721]	-0,632 [0,736]	-0,615 [0,731]	-0,556 [0,711]
DJISUS → KAT30		0,138 [0,445]	-0,027 [0,511]	0,040 [0,484]	0,150 [0,440]	0,204 [0,419]
KAT30 → MSCIUKIS	86,985 [0,000]	-0,077 [0,530]	-0,059 [0,523]	-0,022 [0,509]	-0,004 [0,501]	-0,023 [0,509]
MSCIUKIS → KAT30		-0,327 [0,628]	-0,390 [0,652]	-0,467 [0,680]	-0,561 [0,713]	0,633 [0,737]
KAT30 → HIJRAH	37,167 [0,000]	-0,474 [0,682]	-0,592 [0,723]	-0,723 [0,765]	-0,850 [0,802]	-0,964 [0,832]
HIJRAH → KAT30		-0,345 [0,635]	-0,490 [0,688]	-0,636 [0,738]	-0,744 [0,772]	-0,810 [0,791]
DJISUS → MSCIUKIS	130,691 [0,000]	-0,706 [0,760]	-0,852 [0,803]	-0,991 [0,839]	-1,079 [0,860]	-1,108 [0,866]
MSCIUKIS → DJISUS		-0,394 [0,653]	-0,553 [0,710]	-0,687 [0,754]	-0,799 [0,788]	-0,905 [0,817]
DJISUS → HIJRAH	48,357 [0,000]	2,127 [0,017]	2,086 [0,018]	2,197 [0,014]	2,325 [0,010]	2,367 [0,009]
HIJRAH → DJISUS		-0,645 [0,741]	-0,509 [0,695]	-0,461 [0,677]	-0,438 [0,669]	-0,405 [0,657]
MSCIUKIS → HIJRAH	55,537 [0,000]	0,187 [0,426]	0,273 [0,392]	0,472 [0,318]	0,620 [0,268]	0,664 [0,253]
HIJRAH → MSCIUKIS		-0,208 [0,583]	-0,346 [0,635]	-0,336 [0,632]	-0,303 [0,619]	-0,313 [0,623]

Not: Köşeli parantez içerisindeki değerler ilgili Hong Q test istatistiğinin olasılık değerlerini, M ise gecikme sayısını ifade etmektedir.

Tablo 45'te İslami hisse senedi endekslerinin aralarındaki ilişkilerin incelendiği Hong ortalamada nedensellik testi sonuçları yer almaktadır. Öncelikle endeksler arasındaki karşılıklı eşanlı nedensellik ilişkileri incelendiğinde, tüm endeksler için %1 önem düzeyinde eşanlı bir nedensellik ilişkisi olduğu görülmektedir. Başka bir ifadeyle, endeksler gün içerisinde yaşanan fiyat hareketleri, birbirlerini aynı gün içerisinde etkilemektedir. Tek yönlü ortalamada nedensellik ilişkileri incelendiğinde ise yalnızca A.B.D. İslami hisse senedi endeksi DJISUS'ten Malezya İslami hisse senedi endeksi HIJRAH'a yönelik ortalama getirilerde bir nedensellik ilişkisi mevcuttur. Bunun dışında diğer endeksler arasında ortalama bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.

Tablo 46. İslami Hisse Senedi Endeksleri İçin Hong Varyansta Nedensellik Testi Sonuçları

Nedensellik Yönü	Eşanlı Nedensellik	M=1	M=2	M=3	M=4	M=5
KAT30 → DJISUS	37,167 [0,000]	-0,552 [0,710]	-0,467 [0,680]	-0,458 [0,679]	-0,516 [0,697]	-0,561 [0,713]
DJISUS → KAT30		0,719 [0,236]	0,527 [0,299]	0,323 [0,373]	0,149 [0,441]	-0,005 [0,502]
KAT30 → MSCIUKIS	20,075 [0,000]	-0,029 [0,512]	-0,045 [0,518]	-0,108 [0,543]	-0,187 [0,574]	-0,208 [0,582]
MSCIUKIS → KAT30		11,432 [0,000]	10,945 [0,000]	10,119 [0,000]	9,335 [0,000]	8,644 [0,000]
KAT30 → HIJRAH	25,511 [0,000]	-0,696 [0,757]	-0,844 [0,801]	-0,970 [0,834]	-1,037 [0,850]	-1,079 [0,860]
HIJRAH → KAT30		-0,658 [0,745]	-0,777 [0,781]	-0,886 [0,812]	-0,991 [0,839]	-1,093 [0,863]
DJISUS → MSCIUKIS	103,735 [0,000]	-0,555 [0,710]	-0,699 [0,758]	-0,805 [0,790]	-0,864 [0,806]	-0,910 [0,819]
MSCIUKIS → DJISUS		6,746 [0,000]	6,473 [0,000]	5,999 [0,000]	5,539 [0,000]	5,125 [0,000]
DJISUS → HIJRAH	16,811 [0,000]	-0,048 [0,519]	-0,210 [0,583]	-0,386 [0,650]	-0,548 [0,708]	-0,689 [0,755]
HIJRAH → DJISUS		-0,707 [0,760]	4,523 [0,000]	7,967 [0,000]	9,502 [0,000]	10,137 [0,000]
MSCIUKIS → HIJRAH	7,451 [0,000]	7,015 [0,000]	6,724 [0,000]	6,172 [0,000]	5,650 [0,000]	5,205 [0,000]
HIJRAH → MSCIUKIS		-0,266 [0,605]	0,594 [0,276]	1,123 [0,131]	1,308 [0,095]	1,338 [0,090]

Not: Köşeli parantez içerisindeki değerler ilgili Hong Q test istatistiğinin olasılık değerlerini, M ise gecikme sayısını ifade etmektedir.

Tablo 46'da İslami hisse senedi endekslerinin arasındaki Hong varyansta nedensellik testi sonuçları görülmektedir. Endeksler arasındaki karşılıklı eşanlı nedensellik ilişkileri incelendiğinde, tüm endeksler için %1 önem düzeyinde eşanlı bir

nedensellik ilişkisi olduğu görülmektedir. Yani endekslerde gün içerisinde oluşan oynaklıklar, birbirlerini aynı gün içerisinde etkilemektedir. Tek yönlü varyansta nedensellik ilişkileri incelendiğinde, İngiltere İslami hisse senedi endeksi MSCIUKIS'ten tüm diğer endekslere yönelik nedensellik ilişkisinin var olduğu görülmektedir. Buna ek olarak, Malezya İslami hisse senedi endeksi HIJRAH, DJISUS endeksinin varyansta Granger nedenidir. Bunun dışında diğer endeksler arasında varyansta nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.

Tablo 47. İslami Hisse Senedi Endeksleri İçin Hong Testi Sonuçlarına Ait Özet Bilgiler

Nedensellik Yönü	Nedensellik Türü	Eşanlı Nedensellik	Tek Yönlü Nedensellik
KAT30 → DJISUS	Ortalamada	√	-
	Varyansta	√	-
DJISUS → KAT30	Ortalamada	√	-
	Varyansta	√	-
KAT30 → MSCIUKIS	Ortalamada	√	-
	Varyansta	√	-
MSCIUKIS → KAT30	Ortalamada	√	-
	Varyansta	√	√
KAT30 → HIJRAH	Ortalamada	√	-
	Varyansta	√	-
HIJRAH → KAT30	Ortalamada	√	-
	Varyansta	√	-
DJISUS → MSCIUKIS	Ortalamada	√	-
	Varyansta	√	-
MSCIUKIS → DJISUS	Ortalamada	√	-
	Varyansta	√	√
DJISUS → HIJRAH	Ortalamada	√	√
	Varyansta	√	-
HIJRAH → DJISUS	Ortalamada	√	-
	Varyansta	√	√
MSCIUKIS → HIJRAH	Ortalamada	√	-
	Varyansta	√	√
HIJRAH → MSCIUKIS	Ortalamada	√	-
	Varyansta	√	-

Tablo 47'de farklı ülkelerin İslami hisse senedi endeksleri arasındaki hem ortalamada hem de varyansta nedensellik ilişkilerinin belirlenmesi amacıyla yapılan Hong nedensellik testine ait özet bilgiler yer almaktadır. Farklı ülkelerin İslami hisse senedi endeksleri arasındaki nedensellik analizlerinde beklenti, gelişmiş ülkelerden

gelişmekte olan ülkelere doğru bir nedensellik ilişkisi olması yönündedir. Tablodaki sonuçlar incelendiğinde, ulaşılan sonuçların hem ortalamada hem de varyansta nedensellik açısından bu beklentiyle kısmen uyumlu kısmen de beklentiye ters olduğu görülmektedir. Zira, İngiltere İslami hisse senedi piyasasından, Türkiye, Malezya ve A.B.D. İslami hisse senedi piyasalarına yönelik olarak varyansta nedensellik ilişkisine rastlanırken, A.B.D'den ise yalnızca Malezya İslami hisse senedi piyasasına doğru ortalamada nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Gelişmekte olan ülke İslami hisse senedi piyasalarından gelişmiş ülkelerin İslami hisse senedi piyasalarına yönelik olarak ise istisnai olarak Malezya'dan A.B.D.'ye yönelik varyansta nedensellik ilişkisinin varlığı saptanmıştır. Bununla birlikte A.B.D. ile Türkiye ve Malezya ile Türkiye İslami hisse senedi piyasaları arasında hem ortalamada hem de varyansta her iki yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Bu bağlamda ayrışma hipotezinin bu ülkelerin İslami hisse senedi piyasaları için geçerli olduğu ve bu ülkelerin İslami hisse senedi piyasalarına yatırım yapmanın uluslararası çeşitlendirme avantajı sağladığı görülmektedir. Ancak aynı sonuç, bu ülkeler ile İngiltere İslami hisse senedi piyasalarına yapılacak yatırımlar için geçerli değildir.

SONUÇ

İslam dini, mensuplarına yalnızca iman ve ibadetlerle ilgili sorumluluklar yükleyen bir din değil, onların sosyal, ekonomik, hukuki her alanda nasıl davranmaları gerektiğini belirleyen, imani ve itikâdi kuralların yanı sıra bu alanlarda da kaideler ve yasaklar getiren bir dindir. Bir Müslümanın nasıl evleneceğinden nasıl yemek yemesi gerektiğine, ticaret yaparken hangi kurallara uyması gerektiğinden komşusu ile olan münasebetlerine kadar çeşitli içtimai meselelerde nasıl hareket etmesi gerektiği, gerek Kur'an-ı Kerim'de gerekse Hz. Muhammed'in sünnetinde hükme bağlanmıştır. İslam'ın getirdiği faiz yasağı da bu minvalde değerlendirilebilecek hükümlerdendir. Faiz, Kur'an-ı Kerim ve sünnette çok ağır ifadelerle yasaklanmıştır. Kur'an-ı Kerim'de faizden vazgeçtikten tekrar faize dönenlerin ebedi olarak cehennemde kalacağı, faizden vazgeçmeyenlerin ise Allah ve Resulü ile savaşa girdiği bildirilmektedir. Hz. Muhammed faiz yemeği yedi helak edici günah arasında zikretmiş, faiz yiyene ve yedirene de lanet etmiştir¹⁸. İslam'ın faizi yasaklamadaki temel saiklerinden biri, insanların çalışmadan ve riske girmeden kazanç sağlamalarının önüne geçmek, bu sayede herkesin üretime katılmasını sağlayarak ekonomik hayatın canlı tutulmasını sağlamaktır. Bu nedenle İslam, faizin yerine kâr payını, borçlanmanın yerine ise risk paylaşımına dayalı ortaklık müessesesini ikame etmiştir. Bu açıdan, geleneksel finans sisteminin en önemli unsurlarından birisi olan hisse senedi piyasalarının, İslam'ın önerdiği kâr ve zararın paylaşıldığı, riskin bölüştüğü ortaklık sistemine en uygun yapı olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

Hisse senedi piyasaları, yatırımcılara sabit getirili finansal araçlara kıyasla daha yüksek getiri elde etme imkânı sağlarken, şirketlerin ise faiz yükü altına girmeden özsermaye yoluyla yatırımlarını finanse edebilmelerini mümkün kılmaktadır. Ancak hisse senedi piyasaları, sabit getirili finansal araçlara göre daha yüksek getiri sağlarken, aynı zamanda daha yüksek riski de bünyesinde barındırmaktadır. Yatırımcılar, hisse senedi piyasalarının içerdiği riski, iyi çeşitlendirilmiş portföyler aracılığıyla minimize etme olanağına sahiptir. Bunun için yatırımcılar, yatırım yapmayı planladıkları hisse senetlerinin risk-getiri dengesini ve portföylerine dahil etmek istedikleri diğer hisse senetleri ile aralarındaki ilişkiyi bilmek isteyeceklerdir. Uluslararası çeşitlendirme

¹⁸ İlgili ayet ve hadislerin tam metinleri için bakınız s.44-45.

aracılığıyla, beklenen getiriden taviz vermeden portföylerin riskini daha da düşürmek mümkündür. Uluslararası çeşitlendirme avantajından yararlanılabilmesi için, yatırım yapılacak ülke piyasalarının birlikte hareket etmemesi gerekmektedir. Literatürde finansal bulaşma etkisi olarak adlandırılan bu kavram, özellikle gelişmiş ülke piyasalarında yaşanan şokların, gelişmekte olan ülke piyasalarını etkilediğini, dolayısıyla bu piyasaların birlikte hareket ettiğini ve çeşitlendirme avantajı sağlamadığını ileri sürmektedir. Bu görüşün karşısında yer alan ve ayrışma hipotezi olarak adlandırılan bir diğer görüş ise son yıllarda gelişmekte olan ülke ekonomilerinin pek çoğunun gelişmiş ülkelere kıyasla daha yüksek büyüme rakamları yakalamasından hareketle, artık bu piyasaların ayrıştığını ve gelişmiş ülke piyasalarından gelişmekte olan ülke piyasalarına doğru bilgi akışının eskiden olduğu kadar hızlı gerçekleşmediğini iddia etmektedir.

Hisse senedi piyasaları ile ilgili bahsedilen hususların tümü, İslami hisse senedi piyasaları için de geçerlidir. İslami hisse senedi piyasaları, geleneksel hisse senedi piyasalarında işlem gören hisse senetlerinin faaliyet alanı ve borçluluk durumuna ilişkin çeşitli filtreleme ölçütlerine tabi tutulduğu, söz konusu filtreleme ölçütlerine uygun olan hisse senetlerinden oluşan hisse senedi piyasaları olarak tanımlanabilir. Dolayısıyla İslami hisse senedi piyasalarının nasıl bir risk-getiri dengesine sahip olduğu, geleneksel hisse senedi piyasalarından nedenli ayrıştığı gibi sorulara literatürde cevap aranmaktadır. Bu hususta, İslami hisse senedi piyasalarının yapılan filtreleme nedeniyle geleneksel hisse senedi piyasalarından daha az sayıda hisse senedi içermesi ve bu hisse senetlerinin özellikle faaliyet alanı filtrelemesi nedeniyle sınırlı sayıdaki sektörde faaliyet gösteren şirketlere ait olması nedeniyle daha riskli oldukları yönünde bir görüş mevcuttur. Bu görüşün karşısında olanlar ise filtrelemenin bu görüşün tam aksi yönünde etki göstereceğini, zira İslami hisse senedi piyasalarının finansal filtreleme ölçütleri nedeniyle daha düşük kaldıraç oranlarına sahip şirketlerden oluştuğunu, bu durumun da İslami hisse senedi piyasalarının riskini azaltacağını ileri sürmektedir. İslami hisse senedi piyasaları ile ilgili olarak öne sürülen bir diğer görüş ise İslami hisse senedi piyasalarında yer alan hisse senetlerinin geleneksel hisse senedi piyasalarında işlem gören hisse senetleri arasından seçilmesi, diğer bir ifadeyle İslami hisse senedi piyasalarının geleneksel hisse senedi piyasalarının bir örnekleme olması nedeniyle, aynı ülkeye ait İslami ve geleneksel hisse senedi piyasalarının birlikte hareket edeceğini öne süren görüştür.

Bu doğrultuda çalışmada, İslami hisse senedi piyasalarının geleneksel hisse senedi piyasalarından getiri, risk ve finansal bulaşma bağlamında ne derece farklılaştığının belirlenmesi ve farklı ülkelere ait İslami hisse senedi piyasalarının karşılaştırılması amaçlanmıştır. Bu amaca ulaşmak adına araştırma kapsamında, nüfusunun büyük çoğunluğunu Müslümanların oluşturduğu ve gelişmekte olan ülkelerden Türkiye ve Malezya ile nüfusunda Müslümanların azınlıkta olduğu ve gelişmiş ülkelerden A.B.D. ve İngiltere hisse senedi piyasaları incelenmiştir. BIST100, DJIND, FTSE100 ve KLCI endeksleri sırasıyla Türkiye, A.B.D., İngiltere ve Malezya geleneksel hisse senedi piyasalarını, KAT30, DJISUS, MSCIUKUS ve HIJRAH endeksleri ise yine sırasıyla Türkiye, A.B.D., İngiltere ve Malezya İslami hisse senedi piyasalarını temsil eden endeksler olarak belirlenmiştir.

Araştırmada öncelikle SVFM tek endeks modeli aracılığıyla İslami ve geleneksel hisse senedi piyasalarının, sistematik riski ölçen beta katsayıları ve risk ayarlı performans ölçütlerinden Jensen alfa katsayıları tahmin edilmiştir. Daha sonra yine risk ayarlı performans ölçütlerinden Sharpe oranı ve Treynor oranı ölçütleri hesaplanmıştır. İslami ve geleneksel hisse senetlerinin hesaplanan beta katsayıları ve performans ölçütleri karşılaştırılmıştır. Risk ölçütü olarak beta katsayılarının tahmin edilmesinin yanı sıra, finansal zaman serilerinin koşullu değişen varyans özelliği göstermesi nedeniyle, koşullu değişen varyansın modellenmesine olanak tanıyan ARCH ailesi modellerden GARCH, EGARCH ve GJR-GARCH modeller kullanılarak, hisse senedi piyasalarının oynaklıkları tahmin edilmiştir. Oynaklık modellerinin tahmin edilmesinin ardından öncelikle, her bir hisse senedi piyasası için en uygun oynaklık modelinin hangisi olduğu, modellerden elde edilen hata terimlerinde varsayımsal bir sorun tespit edilmeyen modeller arasından, kaldıraç etkisinin varlığı, modellerin log-olasılık değerleri ve model bilgi kriterleri kullanılarak belirlenmiştir. Tahmin edilen oynaklık modelleri üzerinden; oynaklık kalıcılıkları, oynaklık yarılanma süreleri, uzun dönemli ve günlük oynaklıklar hesaplanarak öncelikle her ülkeye ait geleneksel ve İslami hisse senedi piyasalarının, daha sonra farklı ülkelere ait İslami hisse senedi piyasalarının oynaklıkları karşılaştırılmıştır. Hisse senedi piyasalarının tahmin edilen oynaklıkları ile ortalama getirileri arasında bir ilişki olup olmadığı, ARCH-M modeli ile belirlenmiştir. ARCH-M modeli, daha önce her bir endeks için en uygun oynaklık modeli olarak belirlenen modeller (GARCH-M, EGARCH-M, GJR-GARCH-M) üzerinden gerçekleştirilmiştir. Çalışmada son olarak, İslami hisse senedi piyasaları ile geleneksel

hisse senedi piyasaları arasındaki ve farklı ülkelere ait İslami hisse senedi piyasaları arasındaki finansal bulaşma etkileri, Hong nedensellik testi ile araştırılmıştır. Nedensellik testi için öncelikle GARCH model tahminlerinden standardize hatalar elde edilmiştir. Elde edilen standardize hatalar kullanılarak ortalamada nedensellik ilişkilerine bakılmıştır. Sonraki süreçte standardize hataların kareleri kullanılarak hisse senedi piyasalarının varyanslarındaki nedensellik ilişkileri incelenmiştir.

Yapılan analizlerin sonuçları incelendiğinde, Türkiye ve Malezya İslami hisse senedi piyasalarının sistematik risklerinin geleneksel emsallerinden düşük olduğu, A.B.D. ve İngiltere İslami hisse senedi piyasalarının sistematik risklerinin ise tam tersi şekilde geleneksel hisse senedi piyasalarından daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Alfa katsayılarına bakıldığında ise Türkiye ve Malezya İslami hisse senedi piyasaları için pozitif, A.B.D. ve İngiltere İslami hisse senedi piyasaları için ise negatif katsayı tahminleri elde edildiği görülmektedir. Ancak tüm katsayıların istatistiksel olarak anlamsız bulunması, Jensen alfa ölçütüne göre endekslerin performansları hakkında bir yorumda bulunmayı mümkün kılmamaktadır. Sharpe oranı ve Treynor oranı ölçütlerinin her ikisinin sonuçlarına göre ise Türkiye ve Malezya İslami hisse senedi piyasaları geleneksel hisse senedi piyasalarına göre daha iyi performans gösterirken, A.B.D. ve İngiltere İslami hisse senedi piyasalarının risk ayarlı performansları geleneksel hisse senedi piyasalarının performansından düşüktür. Bu durumun nedeni, A.B.D. ve İngiltere İslami hisse senedi piyasalarının, faaliyet alanı filtrelemesi nedeniyle geleneksel piyasalara nazaran belirli sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinden oluşuyor olması olarak açıklanabilir. Bu durum özellikle sistematik riskin kaynaklarından iş ve endüstri riskinin düşürülememesine neden olmaktadır. Teorik olarak aynı durumun Türkiye ve Malezya İslami hisse senedi piyasaları için de geçerli olmasına karşın, elde edilen sonuçlar, Türkiye ve Malezya hisse senedi piyasalarında yer alan şirketlerin sektör dağılımlarının daha çeşitli olduğu şeklinde yorumlanabilir.

Oynaklık tahmin sonuçlarına bakıldığında, en uygun oynaklık modelleri İngiltere İslami hisse senedi piyasası için GARCH (1,1), Malezya geleneksel ve İslami hisse senedi piyasaları için GJR-GARCH (1,1), diğer tüm hisse senedi piyasaları için ise EGARCH (1,1) modeli olarak belirlenmiştir. Kaldıraç etkisinin varlığının tespit edilmesine olanak tanıyan EGARCH ve GJR-GARCH modellerin en iyi tahmin modeli olarak belirlendiği piyasaların tümü için kaldıraç etkisinin varlığı saptanmıştır. Kaldıraç

etkisinin varlığı, kötü şokların piyasaların oynaklığını iyi şoklara göre daha çok etkilediği göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, fiyatlarda aşağı yönlü dalgalanmaların olduğu dönemlerde, piyasaların oynaklığı daha çok artmaktadır. Ülke bazında oynaklık karşılaştırması sonuçları ise şu şekilde özetlenebilir;

Türkiye İslami hisse senedi piyasasının oynaklığı, oynaklık kalıcılığı, oynaklık yarılanma süresi, uzun dönemli ve günlük oynaklık ölçütlerinin dördüne göre de geleneksel hisse senedi piyasasına göre daha düşüktür. Bu sonuç, piyasalara ait standart sapma değerleri ve beta katsayılarının tahmin sonuçları ile örtüşmektedir.

A.B.D. ve İngiltere İslami hisse senedi piyasalarının oynaklığı, kullanılan dört karşılaştırma ölçütüne göre de geleneksel hisse senedi piyasalarının oynaklıklarından daha yüksektir. Ancak şunu da belirtmekte fayda var ki, İngiltere İslami hisse senedi piyasasının oynaklığı ve oynaklık kalıcılığı, geleneksel hisse senedi endeksinin değerlerine çok yakındır. Bu sonuçlar, tıpkı Türkiye için yapılan analizlerde olduğu gibi, standart sapma değerleri ve beta katsayılarının tahmin sonuçları ile uyumludur.

Malezya hisse senedi piyasalarının oynaklık tahmin sonuçlarına göre ise İslami hisse senedi piyasasının oynaklık kalıcılığı ve oynaklık yarılanma süresi, geleneksel piyasadan daha düşüktür. Ancak İslami hisse senedi piyasasının uzun dönemli oynaklığı ve günlük oynaklığı, az da olsa geleneksel piyasadan yüksektir. Ancak aradaki farklılık çok düşüktür. Bakıldığında benzer bir durum, piyasalara ait standart sapmalar ve betalar incelendiğinde de karşımıza çıkmaktadır. Risk ölçütü olarak standart sapmanın alınması durumunda, tıpkı oynaklık tahmini sonuçlarında olduğu gibi geleneksel hisse senedi piyasasının riski çok az düşük bulunurken, sistematik risk ölçüsü betalar incelendiğinde İslami hisse senedi piyasasının az da olsa daha düşük risk içerdiği görülmektedir. Zira İslami hisse senedi piyasasının betası 1'e yakın bulunmuştur.

Araştırma kapsamında incelenen Türkiye, A.B.D., İngiltere ve Malezya İslami hisse senedi piyasalarının oynaklıkları karşılaştırıldığında, Türkiye İslami hisse senedi piyasasının oynaklık kalıcılığı ve oynaklık yarılanma süresi en düşük piyasa olduğu görülmektedir. Türkiye'nin ardından sırasıyla; Malezya, İngiltere ve A.B.D. İslami hisse senedi piyasaları gelmektedir. Ancak, özellikle oynaklık kalıcılıklarının, bu üç ülke için de birbirine çok yakın olduğunu belirtmekte fayda vardır. Uzun dönemli ve günlük oynaklıklara bakıldığında ise oynaklığın en düşük olduğu İslami hisse senedi piyasasının Malezya'ya ait olduğu görülmektedir. Malezya'nın ardından sırasıyla İngiltere ve

A.B.D. gelirken, Türkiye İslami hisse senedi piyasası oynaklığın en yüksek olduğu piyasadır. Bu sonuçlar, piyasalara ait standart sapma değerleri ile de hemen hemen örtüşmektedir. Risk ölçütü olarak standart sapma alındığında, yine riskin en düşük olduğu İslami hisse senedi piyasası Malezya, en yüksek olduğu ise Türkiye İslami hisse senedi piyasasıdır. Oynaklık tahmini sonuçları ile kıyaslandığında yalnızca A.B.D. ve İngiltere İslami hisse senedi piyasalarının yerleri değişmektedir.

Oynaklık ile getiri arasındaki ilişkilerin incelendiği ARCH-M modeli sonuçlarına göre Türkiye İslami hisse senedi piyasası için oynaklık ile getiri arasında ilişki bulunamazken, A.B.D., İngiltere ve Malezya İslami hisse senedi piyasaları için oynaklık ile getiri arasındaki ilişki pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Özetle, Türkiye İslami hisse senedi piyasasında, teorinin aksine risk ile getiri arasında bir ilişki yokken, A.B.D., İngiltere ve Malezya İslami hisse senedi piyasalarında teori ile uyumlu olarak ek risk almak, karşılığında yatırımcılara getiri olarak dönmektedir. Bu durum, ilgili ülkelerin geleneksel hisse senedi piyasaları için de geçerlidir. Zira, geleneksel hisse senedi piyasaları için yapılan analizlerde de İslami hisse senedi piyasaları ile benzer sonuçlara ulaşılmıştır.

Çalışmada son olarak yapılan Hong nedensellik testi sonuçları incelendiğinde, her bir ülkenin İslami ve geleneksel hisse senedi piyasaları arasında, hem ortalama getirilerde hem de varyansta karşılıklı olarak eşanlı nedensellik ilişkisinin varlığı saptanmıştır. Başka bir ifadeyle, İslami ve geleneksel hisse senedi piyasalarının ortalama getirilerinde ve varyanslarında gün içerisinde oluşan oynaklıklar, birbirlerini karşılıklı olarak aynı gün içerisinde etkilemektedir. Ancak 5 gecikme için hesaplanan test istatistikleri dikkate alındığında, Türkiye, A.B.D ve İngiltere İslami ve geleneksel hisse senedi piyasaları arasında ortalama ve varyansta bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. Malezya için ise geleneksel hisse senedi piyasasının, hem ortalama getirilerde hem de varyansta İslami hisse senedi piyasasının Granger nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Malezya İslami hisse senedi piyasasından geleneksel hisse senedi piyasasına doğru ortalama ve varyansta bir nedensellik ilişkisi saptanamamıştır.

Farklı ülkelerin İslami hisse senedi piyasaları arasında yapılan Hong nedensellik testi sonuçları incelendiğinde, tüm İslami hisse senedi piyasaları arasında ortalama ve varyansta eşanlı nedensellik ilişkisinin varlığı saptanmıştır. 5 gecikme için hesaplanan test istatistikleri dikkate alındığında, İngiltere İslami hisse senedi piyasasının, Türkiye,

A.B.D. ve Malezya İslami hisse senedi piyasalarının varyansta Granger nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca Malezya İslami hisse senedi piyasasından A.B.D. İslami hisse senedi piyasasına yönelik olarak varyansta nedensellik ilişkisinin varlığı saptanmıştır. Ortalamada nedensellik açısından ise yalnızca A.B.D. İslami hisse senedi piyasasından Malezya İslami hisse senedi piyasasına yönelik bir nedensellik ilişkisinin varlığı belirlenmiştir. Diğer piyasalar arasında ortalama getiriler açısından bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.

Araştırmanın sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde, Türkiye ve Malezya İslami hisse senedi piyasalarının, geleneksel emsallerinden daha iyi getiri performansı sergilediği ancak aynı durumun A.B.D. ve İngiltere İslami hisse senedi piyasaları için söz konusu olmadığı görülmektedir. Bu sonuç, Türkiye ve Malezya için yatırımcıların dini inançları doğrultusunda yatırım yaparken, getiri anlamında da geleneksel hisse senedi piyasalarına yapan yatırımcılardan daha avantajlı durumda olduğunu göstermektedir. Risk bağlamında bakıldığında ise Türkiye İslami hisse senedi piyasasının geleneksel hisse senedi piyasasından daha düşük risk içerdiği, Malezya İslami hisse senedi piyasasının geleneksel emsali ile hemen hemen aynı risk düzeyine sahip olduğu, ancak A.B.D. ve İngiltere İslami hisse senedi piyasalarının geleneksel hisse senedi piyasalarından daha yüksek risk içerdiği sonucuna ulaşılmıştır. Ancak İngiltere İslami hisse senedi piyasasının oynaklığı ile geleneksel hisse senedi piyasasının oynaklığı arasındaki fark, A.B.D.'ye oranla daha düşüktür. Bu sonuç, İslami hisse senedi yatırımlarının İslami hisse senedi piyasalarında payları işlem gören şirketlerin düşük kaldıraç oranları nedeniyle daha az risk içerdiği görüşünün, gelişmekte olan ülke piyasalarında geçerli olduğunu, ancak gelişmiş ülke piyasalarında geçerli olmadığını göstermektedir. Bu durumun muhtemel sebebi, gelişmiş ülke İslami hisse senedi piyasalarında, filtreleme sonucunda geleneksel hisse senedi piyasalarına göre sınırlı sayıda sektörde faaliyet gösteren şirketlerin yer alıyor olması olarak açıklanabilir. Farklı ülkelere ait İslami hisse senedi piyasalarının riskleri karşılaştırıldığında ise Malezya İslami hisse senedi piyasası en düşük riske sahip piyasa iken, en riskli İslami hisse senedi piyasası Türkiye'ye aittir. Nedensellik analizi sonuçlarına göre Malezya hariç hiçbir ülkeye ait İslami hisse senedi piyasaları ile geleneksel hisse senedi piyasaları arasında hem ortalama getirilerde hem de varyanslarında bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. Bu sonuç, İslami hisse senedi piyasalarında yer alan hisse senetlerinin, geleneksel hisse senedi piyasalarında işlem gören hisse senetleri arasından seçildiği için

bu iki piyasanın birlikte hareket etmesi gerektiğini öne süren görüşün geçerli olmadığını, İslami ve geleneksel hisse senedi piyasalarının ayrıştığını göstermektedir. Farklı ülkelerin İslami hisse senedi piyasaları arasındaki nedensellik analizi sonuçlarına bakıldığında ise gelişmiş ülkelerin hisse senedi piyasaları ile gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarının birlikte hareket ettiği görüşünün büyük ölçüde desteklendiği görülmektedir. İngiltere İslami hisse senedi piyasasından, araştırma kapsamında incelenen diğer tüm ülkelere ait İslami hisse senedi piyasalarına yönelik oynaklık yayılım etkilerinin varlığı söz konusuysen, A.B.D. İslami hisse senedi piyasasından ise yalnızca Malezya'ya yönelik ortalamada nedensellik ilişkisinin var olduğu belirlenmiştir. Malezya İslami hisse senedi piyasasından A.B.D.'ye yönelik olarak ise varyansta nedensellik ilişkisi varlığı saptanmıştır. Bu durum, bu iki ülkenin İslami hisse senedi piyasalarının birlikte hareket ettiğini ve bu ülkelere yatırım yapmanın uluslararası çeşitlendirme avantajı sağlamadığını göstermektedir. Sonuç olarak, gelişmekte olan ülke İslami hisse senedi piyasaları arasında yatırım yapmak uluslararası çeşitlendirme avantajı sağlarken, A.B.D ve Türkiye İslami hisse senedi piyasaları arasında yapılacak yatırımlar hariç gelişmiş ülke İslami hisse senedi piyasaları ve gelişmekte olan ülkelerin İslami hisse senedi piyasalarına yatırım yapmak, uluslararası çeşitlendirme avantajı sağlamamaktadır. Bununla birlikte, Türkiye, A.B.D., ve İngiltere geleneksel hisse senedi piyasaları ile İslami hisse senedi piyasalarına birlikte yatırım yapmayı düşünen yerel yatırımcıların, bu ülkelerin İslami hisse senedi piyasalarına yatırım yaparak portföylerinin risklerini düşürebileceği anlaşılmaktadır. Zira bu ülkelerin İslami ve geleneksel hisse senedi piyasaları birlikte hareket etmemektedir.

Araştırmanın sonuçları, özellikle tasarruflarını dini inançları doğrultusunda değerlendirmek isteyen yatırımcılar, düzenleyici otoriteler ve akademik açıdan değerli bilgiler sağlamaktadır. İslami hassasiyetlere sahip yatırımcılar, yüksek getiriden taviz vermeden düşük riskli İslami hisse senedi piyasalarına yatırım yapma şansına sahiptir. Hisse senedi yatırımlarına dini referanslarla yaklaşmayan yatırımcılar ise İslami hisse senedi piyasalarına yatırım yaparak, portföylerinin risklerini düşürebilirler. Ayrıca birlikte hareket etmeyen ve aralarında oynaklık yayılım etkileri bulunmayan İslami hisse senedi piyasaları ile portföy çeşitlendirmesinde bulunan yatırımcılar, uluslararası çeşitlendirme avantajından yararlanabilirler. Özellikle Türkiye ve Malezya düzenleyici otoriteleri, İslami hisse senedi piyasalarının başarılı getiri performansı ve düşük risk profili içeren yapılarını hakkında yatırımcıları bilgilendirerek, bu piyasalara karşı

farkındalığı artırabilir ve bu sayede bu piyasaların işlem hacmine ve likiditesine katkı sunabilirler. Akademik açıdan ise Türkiye’de İslami finansın genel anlamda katılım bankacılığı üzerinde çalışılmış olması, Türkiye İslami hisse senedi piyasası üzerine yapılan çalışmaların sayısının çok az olması ile birlikte araştırmada Türkiye İslami hisse senedi piyasasının pek çok yönden analiz edilmesi ve farklı ülkelerin İslami hisse senedi piyasaları ile karşılaştırmasının yapılarak halihazırdaki durumunu ortaya koyması nedeniyle, literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Gelecekteki araştırmalar, birçok açıdan bu araştırmayı tamamlayabilir. Gelecek araştırmalarda analizlere daha çok ülkeye ait İslami hisse senedi piyasaları dahil edilerek araştırmanın kapsamı genişletilebilir. Araştırmanın örnekleme, araştırmada Türkiye İslami hisse senedi piyasasını temsil eden Katılım 30 Endeksinin yayınlanma tarihi olan 2011 yılının ocak ayından sonraki veriyi içermektedir. Gelecekteki araştırmalarda farklı endeks sağlayıcılar tarafından oluşturulmuş İslami hisse senedi endeksleri kullanılarak örneklem dönemi genişletilebilir. Bu sayede İslami hisse senedi piyasalarının kriz dönemlerindeki performanslarının görülmesi de sağlanmış olacaktır. Ayrıca farklı ekonometrik modeller kullanılması ve farklı örneklemeler üzerinden analizlerin gerçekleştirilmesi durumunda daha farklı sonuçlar elde edilmesi mümkündür.

KAYNAKÇA

- AAOIFI. (2009). AAOIFI's Shari'a Standard No. 17 – Investment Sukuk. Yayın No. 17.
- AAOIFI. (2017a). About AAOIFI. 17 Eylül 2017 tarihinde <http://aaoifi.com/about-aaoifi/?lang=en> adresinden erişildi.
- AAOIFI. (2017b). What We Do. 17 Eylül 2017 tarihinde <http://aaoifi.com/what-we-do/?lang=en> adresinden erişildi.
- AAOIFI. (2017c). Members. 17 Eylül 2017 tarihinde <http://aaoifi.com/members-2/?lang=en> adresinden erişildi.
- Abbes, M. B. (2012). Risk and Return of Islamic and Conventional Indices. *International Journal of Euro-Mediterranean Studies*, 5(1), 1–23.
- Abbes, M. B. ve Trichilli, Y. (2015). Islamic Stock Markets and Potential Diversification Benefits. *Borsa Istanbul Review*, 15(2), 93–105.
- Abedifar, P., Ebrahim, S. M., Molyneux, P. ve Tarazi, A. (2015). Islamic Banking and Finance: Recent Empirical Literature and Directions for Future Research. *Journal of Economic Surveys*, 29(4), 637–670.
- Abu-Alkheil, A., Khan, W. A., Parikh, B. ve Mohanty, S. K. (2017). Dynamic Co-Integration and Portfolio Diversification of Islamic and Conventional Indices: Global Evidence. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, (66), 212–224.
- Abu Bakar, M. A. A. ve Ali, N. (2014). Performance Measurement Analysis: Shariah-Compliant vs. Non Shariah-Compliant Securities. *Malaysian Accounting Review*, 13(1), 75–108.
- Adamsson, H. (2015). *Essays on Islamic Equity Investing*. University of St Andrews: Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Affaneh, I., Albohali, M. ve Boldin, R. J. (2013). Islamic Market Indices: A Comparison with Conventional World Indices Based on the Adjusted Sharpe Ratio. *International Journal of Business, Accounting, and Finance*, 7(1), 87–100.
- Ahmad, Z. ve Ibrahim, H. (2002). A Study of Performance of the KLSE Syariah Index. *Malaysian Management Journal*, 6(1–2), 25–34.
- Ahmed, A. R. Y. (2010). Islamic Modes of Finance and the Role of Sukuk. C. Gardner ve B. Hickling (Ed.), *Islamic Finance: Instruments and Markets* (s. 7–10). London: Bloomsbury.

- Ahmed b. Hanbel. (1949). *el-Müsned*. Thk. A. Muhammed Şakir. Bulak: Daru'l-Ma'rife.
- Ainley, M., Mashayekhi, A., Hicks, R., Rahman, A. ve Ravalia, A. (2007). *Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges*. London.
- Ajmi, A. N., Hammoudeh, S., Nguyen, D. K. ve Sarafrazi, S. (2014). How Strong are the Causal Relationships between Islamic Stock Markets and Conventional Financial Systems? Evidence from Linear and Nonlinear Tests. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 28(1), 213–227.
- Akgüç, Ö. (2013). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Aktaş, H., Kayalidere, K. ve Karğın, M. (2013). Avrupa Hisse Senedi Piyasalarında İnanç Temelli Endekslerin Performanslarının Analizi. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 11(1), 135–145.
- Aktepe, İ. E. (2010). *İslam Hukuku Çerçevesinde Finansman ve Bankacılık*. İstanbul: Türkiye Katılım Bankaları Birliği.
- Aktepe, İ. E. (2013). *Sorularla Katılım Bankacılığı*. İstanbul: Türkiye Katılım Bankaları Birliği.
- Al-Khazali, O., Lean, H. H. ve Samet, A. (2014). Do Islamic Stock Indexes Outperform Conventional Stock Indexes? A Stochastic Dominance Approach. *Pacific Basin Finance Journal*, 28(1), 29–46.
- Al Rayan. (2017). About Us. 27 Eylül 2017 tarihinde <https://www.alrayanbank.co.uk/ useful-info-tools/about-us/latest-news/jan-dec-2016/al-ryan-bank-surpasses-£1-billion-in-real-estate-assets/> adresinden erişildi.
- Alam, S. (2009). Islamic Finance: An Alternative to the Conventional Financial System? *Korea Review of International Studies*, 37–53.
- Albaity, M. ve Ahmad, R. (2008). Performance of Syariah and Composite Indices: Evidence From Bursa Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 4(1), 23–43.
- Albaity, M. ve Ahmad, R. (2011). Return Performance and Leverage Effect in Islamic and Socially Responsible Stock Indices Evidence from Dow Jones (DJ) and Financial Times Stock Exchange (FTSE). *African Journal of Business Management*, 5(16), 6927–6939.
- Albaity, M. ve Mudor, H. (2012). Return Performance, Cointegration and Short Run Dynamics of Islamic and Non-Islamic Indices: Evidence from the US and Malaysia during the Subprime Crisis. *Atlantic Review of Economics*, 1, 1–21.
- Alhabshi, S. O. (1994). Development of Capital Market under Islamic Principles. *Managing and Implementing Interest-Free Banking/Islamic Financial System* (s. 1–8). Kuala Lumpur.

- Aljudaibi, N., Melebari, A. S. ve Simbawah, H. (2017). Comparative Analysis of AAOIFI vs. IFSB. 18 Eylül 2017 tarihinde <https://ifinanceexpert.wordpress.com/2017/07/03/comprative-analysis-of-aoifi-vs-ifsb/> adresinden erişildi.
- Alrifai, T. (2015). *Islamic Finance and the New Financial System*. Singapore: Wiley.
- Altaş, G. (2008). İslami Finans Sistemi. *Sermaye Piyasasında Gündem*, (69), 18–30.
- Altın, H. ve Caba, N. (2016). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Katılım Endekslerinin Performanslarının Değerlendirilmesi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(15), 229–248.
- Aras, G. ve Müslümov, A. (2003). Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Üzerindeki Etkileri. 2. *Ulusal Bilgi ve Ekonomi Kongresi* (s. 1–13). Derbent.
- Ashraf, D. (2013). Genesis of Differential Performance between Shari'ah Compliant Equity Indices and Conventional Indices. *20th Annual Conference of the Multinational Finance Society* (s. 1–29). İzmir.
- Askari, H., Iqbal, Z., Krichene, N. ve Mirakhor, A. (2010). *The Stability of Islamic Finance*. Singapore: Wiley.
- Askari, H., Iqbal, Z. ve Mirakhor, A. (2015). *Introduction to Islamic Economics: Theory and Application*. Singapore: Wiley.
- Aslan, H. (2015). Türkiye'de Tekafül (İslami Sigorta) Uygulamaları: Problemler ve Çözüm Önerileri. *Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finansı Araştırmaları Dergisi*, 1(1), 93–117.
- Ata, H. A. ve Buğan, M. F. (2015). Comparison of the Performances Islamic and Conventional Market Indices and their Causal Relationship. *International Journal of Business Management and Economic Research*, 6(6), 455–462.
- Atakan, T. (2009). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Değişkenliğin (Volatilitenin) ARCH-GARCH Yöntemleri İle Modellenmesi. *Yönetim Dergisi*, 62, 48–61.
- Avcı, E. ve Al-Agha, B. (2015). The Co-Movement Relationship between Islamic Stock Market and Conventional Stock Market. *International Congress on Islamic Economics and Finance* (s. 165–176). Sakarya.
- Aytaç, Z. (1986). Özel Finans Kurumlarının Hukuki Yapısı. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 41(1), 221–246.
- Ayub, M. (2007). *Understanding Islamic Finance*. West Sussex: Wiley.
- Bacha, O. I. ve Mirakhor, A. (2013). *Islamic Capital Markets: A Comparative Approach*. Singapore: Wiley.
- Bacha, O. I. ve Mirakhor, A. (2014). İslami Sermaye Piyasaları ve Ekonomik Gelişim. Z. Iqbal ve A. Mirakhor (Ed.), *Ekonomik Gelişim ve İslâmi Finans* (s. 281–306). İstanbul: Borsa İstanbul.

- BDDK. (2017). Türkiye’de Faizsiz Finans Sektörü İçin Yasal Çerçeve Sempozyumu. 13 Şubat 2018 tarihinde https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Konusma_Sunum/16347sempozyum.pdf adresinden erişildi.
- Beşel, F. ve Özdemir, M. (2016). Participation Index, Istanbul Stock Exchange Index and Interest Rates Nexus: Evidence from Symmetric and Asymmetric Causality. *Kyoto-Durham International Workshop in Islamic Economics and Finance* (s. 1–7). Durham.
- Beşer, F. (2016a). *İslam’da Zenginlik ve Fakirlik*. İstanbul: Nûn Yayıncılık.
- Beşer, F. (2016b). *Sosyal Riskler, Sigorta ve İslam*. İstanbul: Nûn Yayıncılık.
- Bilmen, Ö. N. (1962). *Büyük İslâm İlmihali*. İstanbul: Bilmen Yayınevi.
- Bodie, Z., Kane, A. ve Marcus, A. J. (2013). *Essentials of Investments*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Bollerslev, T. (1986). Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity. *Journal of Econometrics*, 31(3), 307–327.
- Bölükbaşı, A. G. ve Çakmur Yıldıztan, D. (2013). Yükselen Piyasalar Ayırıyor Mu? *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 34(1), 33–49.
- Bousalam, I. ve Hamzaoui, M. (2016). Impact of Ethical Screening on Risk and Returns: The Case of Constructed Moroccan Islamic Stock Indexes. *Munich Personal RePEc Archive*, (68979), 1–20.
- Bousslama, G. ve Lahrichi, Y. (2017). Uncertainty and Risk Management from Islamic Perspective. *Research in International Business and Finance*, 39, 718–726.
- Brigham, E. F. ve Ehrhardt, M. C. (2014). *Financial Management: Theory and Practice*. Mason: South-Western.
- Budak, H. Z. (2017). Finansal Bulaşma Üzerine Bir Literatür İncelemesi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 39(2), 451–472.
- Buğan, M. F. ve Çevik, E. İ. (2016). İslami Finansal Piyasalar ile Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Arasında Getiri ve Volatilité Yayılma Etkisi. *International Congress of Management Economy and Policy* (s. 4815–4841). İstanbul.
- Buhari, Ebu Abdillâh Muhammed b. İsmail. (1958). *el-Camiu’s-Sahih*. Kahire: Dâru’t-Tibâati’l-Amire.
- Bulut, H. İ. ve Er, B. (2011). Katılım Bankacılığında İki Yeni Finansal Teknik Önerisi: Mudaraba-Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Mudaraba-Risk Sermayesi Yatırım Fonları. TKBB (Ed.), *Finansal Yenilik ve Açılımları ile Katılım Bankacılığı* (s. 11–75). Türkiye Katılım Bankaları Birliği.

- Burtan Doğan, B., Kaya, M. ve Narçiçek, N. (2017). Dünya Bankacılık Sektöründe İslami Bankacılık Sisteminin Gelişimi, Çalışma Prensipleri ve Türkiye’de İslam Bankacılığı Üzerine Bir Analiz. *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 5(48), 175–190.
- Çevik, E. İ. (2011). *Gelişen Piyasalarda Yaşanan Finansal Krizlerin Yeni Yaklaşımlar Çerçevesinde İncelenmesi*. Zonguldak Karaelmas Üniversitesi: Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Çevik, E. İ., Erdoğan, S. ve Buğan, M. F. (2017). İslami Hisse Senedi Piyasası ile Almanya, Fransa ve İngiltere Hisse Senedi Piyasaları Arasında Asimetrik Nedensellik İlişkisi. *I. Uluslararası Ekonomi, Finans ve Ekonometri Sempozyumu*. İstanbul.
- Çevik, E. İ. ve Pekkaya, M. (2007). Spot ve Vadeli İşlem Fiyatlarının Varyansları Arasındaki Nedensellik Testi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(2), 49–66.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2010). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Charles, A., Darné, O. ve Pop, A. (2011). Is the Islamic Finance Model More Resilient than the Conventional Finance Model? Evidence from sudden changes in the volatility of Dow Jones indexes. *28th International Conference of the French Finance Association (AFFI)* (s. 1–36). Montpellier.
- Charles, A., Darné, O. ve Pop, A. (2015). Risk and Ethical Investment: Empirical Evidence from Dow Jones Islamic Indexes. *Research in International Business and Finance*, 35, 33–56.
- Cheung, Y.-W. ve Ng, L. K. (1996). A Causality-in-Variance Test and its Application to Financial Market Prices. *Journal of Econometrics*, 72(1–2), 33–48.
- Chong, B. S. ve Liu, M. H. (2009). Islamic Banking: Interest-Free or Interest-Based? *Pacific Basin Finance Journal*, 17(1), 125–144.
- Çiçek, M. (2010). Türkiye’de Faiz, Döviz ve Borsa: Fiyat ve Oynaklık Yayılma Etkileri. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 65(2), 1–28.
- Çizakça, M. (2011). *Islamic Capitalism and Finance: Origins, Evolution and the Future*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Çizakça, M. (2014). İslâm’da Finans ve Kalkınma: Tarihsel Bir Bakış Açısı ve Kısa Bir İleri Bakış. Z. Iqbal ve A. Mirakhor (Ed.), *Ekonomik Gelişim ve İslâmi Finans* (s. 143–161). İstanbul: Borsa İstanbul.
- Değirmenci, N. ve Abdioğlu, Z. (2017). Finansal Piyasalar Arasındaki Oynaklık Yayılımı. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (54), 104–125.

- Department of Statistics Malaysia. (2018). Demographic Statistics First Quarter (Q1) 2018, Malaysia. 5 Ağustos 2018 tarihinde https://www.dosm.gov.my/v1/index.php?r=column/cthemedByCat&cat=430&bul_id=azJaVIY0RjVKWkwwaURWTENxMVBhdz09&menu_id=L0pheU43NWJwRWVVSZklWdzQ4TlhUUT09 adresinden erişildi.
- Derigs, U. ve Marzban, S. (2008). Review and Analysis of Current Shariah-Compliant Equity Screening Practices. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 1(4), 285–303.
- Derindere Köseoğlu, S. ve Çevik, E. İ. (2013). Testing for Causality in Mean and Variance between the Stock Market and the Foreign Exchange Market: An Application to the Major Central and Eastern European Countries. *Czech Journal of Economics and Finance*, 63(1), 65–86.
- Dewandaru, G., Rizvi, S. A. R., Masih, R., Masih, M. ve Alhabshi, S. O. (2014). Stock Market Co-Movements: Islamic versus Conventional Equity Indices with Multi-Timescales Analysis. *Economic Systems*, 38(4), 553–571.
- Dharani, M. (2012). *Behaviour of the Shariah Compliant Shares in India - An Empirical Study*. Pondicherry University: Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Dharani, M. ve Natarajan, P. (2011). Equanimity of Risk and Return Relationship between Shariah Index and General Index in India. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 2(5), 213–222.
- Dickey, D. A. ve Fuller, W. A. (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366), 427–431.
- Dickey, D. A. ve Fuller, W. A. (1981). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Econometrica*, 49(4), 1057–1072.
- DIFC. (2007). *A Guide to Islamic Finance: In or from the DIFC*. Dubai: Praesidium.
- Diyanet İşleri Başkanlığı. (2005). *Kur'an-ı Kerim Meali*. Ankara: Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları.
- Döndüren, H. (2016). *Ticaret ve İktisat İlmihali*. İstanbul: Erkam Yayınları.
- Dow Jones. (2018). *Dow Jones Islamic Market Indices Methodology*. 20 Nisan 2018 tarihinde <https://us.spindices.com/documents/methodologies/methodology-dj-islamic-market-indices.pdf> adresinden erişildi.
- Ebu Davud, Süleyman b. el-Eş'as es-Sicistâni. (t.y.). *es-Sünen*. Mısır: Nşr. Muhammed Muhiddin Abdulhamid.
- Ece, N. (2011). Dünya'da ve Türk Bankacılık Sektöründe İslam Bankalarının Gelişimi. *Akademik Bakış Dergisi*, (25), 1–17.

- Eğilmez, M. (2009). Decoupling Hipotezine Ne Oldu? *Radikal Gazetesi*. 13 Mayıs 2018 tarihinde <http://www.radikal.com.tr/yazarlar/mahfi-egilmez/decoupling-hipotezine-ne-oldu-970837/> adresinden erişildi.
- El-Gamal, M. A. (2006). *Islamic Finance: Law, Economics, and Practice*. Cambridge: Cambridge University Press.
- El Khamlichi, A., Sannajust, A. ve Sarkar, K. (2014). Islamic Equity Indices: Insight and Comparison with Conventional Counterparts. *Bankers, Markets and Investors*, (130), 69–80.
- Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J. ve Goetzmann, W. N. (2014). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. New York: Wiley.
- Engle, R. F. (1982). Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. *Econometrica*, 50(4), 987–1007.
- Engle, R. F., Lilien, D. M. ve Robins, R. P. (1987). Estimating Time Varying Risk Premia in the Term Structure: The Arch-M Model. *Econometrica*, 55(2), 391–407.
- Erbaş, S. N. ve Mirakhor, A. (2014). İslâm'ın Temel Piyasa İlkeleri, Knight Belirsizliği ve Ekonomik Adalet. Z. Iqbal ve A. Mirakhor (Ed.), *Ekonomik Gelişim ve İslâmi Finans* (s. 101–140). İstanbul: Borsa İstanbul.
- Erragragui, E. ve Lagoarde-Segot, T. (2016). Solving the SRI Puzzle? A Note on the Mainstreaming of Ethical Investment. *Finance Research Letters*, 18, 32–42.
- Evans, W. (2015). *Islamic Finance in the UK*. Bişkek.
- Farooq, O. ve Alahkam, A. (2016). Performance of Shariah-Compliant Firms and Non-Shariah-Compliant Firms in the MENA Region: Which is Better? *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 7(4), 268–281.
- Fidan, M. M. (2011). KOBİ Kredi Piyasasında Asimetrik Bilgi ve Ahlaki Tehlike: Laleli Örneği. *Maliye FİNans Yazıları*, 25(90), 41–57.
- Forte, G. ve Miglietta, F. (2007). Islamic Mutual Funds as Faith-Based Funds in a Socially Responsible Context. *SSRN Electronic Journal*, (September 2007), 1–27.
- FTSE. (2018). *FTSE Shariah Global Equity Index Series*. 20 Nisan 2018 tarihinde <https://www.ftse.com/Analytics/Factsheets/temp/cc5728b0-1e19-484a-a901-193ccfd0290f.pdf> adresinden erişildi.
- Gedikli, A. ve Erdoğan, S. (2016). Katılım Bankacılığı: Türkiye ve Dünya Uygulaması. S. Erdoğan, A. Gedikli ve D. Ç. Yıldırım (Ed.), *İslam Ekonomisi ve Finansı* (s. 195–247). İstanbul: Umuttepe Yayınları.
- Gheeraert, L. ve Weill, L. (2015). Does Islamic Banking Development Favor Macroeconomic Efficiency? Evidence on the Islamic Finance-Growth Nexus. *Economic Modelling*, 47(1), 32–39.

- Glosten, L. R., Jagannathan, R. ve Runkle, D. E. (1993). On the Relation between the Expected Value and the Volatility of the Nominal Excess Return on Stocks. *The Journal of Finance*, 48(5), 1779–1801.
- Goud, B. (2009). *Islamic Finance in North America*. Dubai: Yasaa Media.
- Gujarati, D. N. ve Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Habib, M. ve Islam, K. ul. (2014a). An Empirical Assessment of Islamic Index: A Case Study of India. *International Journal of Research in Management & Technology*, 4(3), 181–189.
- Habib, M. ve Islam, K. ul. (2014b). Performance of Shariah Compliant Index: A Comparative Study of India and Malaysia. *International Journal of Interdisciplinary and Multidisciplinary Studies*, 1(6).
- Hakim, S. ve Rashidian, M. (2002). Risk and Return of Islamic Stock Market Indexes. *9th Economic Research Forum Annual Conference in Sharjah*(s. 1–13). BAE.
- Hammoudeh, S., Mensi, W., Reboredo, J. C. ve Nguyen, D. K. (2014). Dynamic Dependence of the Global Islamic Equity Index with Global Conventional Equity Market Indices and Risk Factors. *Pacific Basin Finance Journal*, 30(1), 189–206.
- Haq, I. ul ve Rao, C. (2013). Co-Integration and Causality in Different Time Scales between SENSEX and SHARIAH 50 Indices in Indian Stock Markets. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 9(4), 164–174.
- Hassan, M. K. ve Girard, E. (2010). Faith-Based Ethical Investing: The Case of Dow Jones Islamic Indexes. *Islamic Economic Studies*, 17(2), 1–31.
- Hayat, R. ve Kraeussl, R. (2011). Risk and Return Characteristics of Islamic Equity Funds. *Emerging Markets Review*, 12(2), 189–203.
- Hazine Müsteşarlığı. (2016). *Turkey Participation (Islamic) Finance Country Report*. Ankara.
- Hazine Müsteşarlığı. (2017). Faizsiz Finans Koordinasyon Kurulu Hakkında. 19 Ekim 2017 tarihinde <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Sayfalar/Hakkimizda-FFK?nm=1359> adresinden erişildi.
- Hkiri, B., Hammoudeh, S., Aloui, C. ve Yarovaya, L. (2017). Are Islamic Indexes a Safe Haven for Investors? An Analysis of Total, Directional and Net Volatility Spillovers between Conventional and Islamic Indexes and Importance of Crisis Periods. *Pacific Basin Finance Journal*, 43, 124–150.
- Ho, C. S. F., Abd Rahman, N. A., Yusuf, N. H. M. ve Zamzamin, Z. (2014). Performance of Global Islamic versus Conventional Share Indices: International Evidence. *Pacific Basin Finance Journal*, 28(1), 110–121.

- Hong, Y. (2001). A Test for Volatility Spillover with Application to Exchange Rates. *Journal of Econometrics*, 103, 183–224.
- Hussein, K. A. (2004). Ethical Investment: Empirical Evidence from FTSE Islamic Index. *Islamic Economic Studies*, 12(1), 21–40.
- Hussein, K. A. (2007). Islamic Investment: Evidence from Dow Jones and FTSE Indices. *6th International Conference on Islamic Banking and Finance* (s. 387–401). Jakarta.
- Hussein, K. A. ve Omran, M. (2005). Ethical Investment Revisited: Evidence from Dow Jones Islamic Indexes. *Journal of Investing*, 14(3), 105–124.
- Hussin, M. Y. M., Yusof, Y. A., Muhammad, F., Razak, A. A., Hashim, E. ve Marwan, N. F. (2013). The Integration of Islamic Stock Markets: Does a Problem for Investors. *Labuan e-Journal of Muamalat and Society*, 7, 17–27.
- İbn Mace, Ebu Abdillah Muhammed b. Yezid. el-Kazvini. (1952). *Sünen*. Thk. M. F. Abdalbaki. Mısır.
- ICD. (2017). About ICD. 14 Eylül 2017 tarihinde <http://www.icd-ps.org/en/About> adresinden erişildi.
- ICIEC. (2017). About. 14 Eylül 2017 tarihinde <http://www.iciec.com/about> adresinden erişildi.
- IFRS. (2017). List of Standards. 17 Eylül 2017 tarihinde <http://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/> adresinden erişildi.
- IFSB. (2017a). About. 18 Eylül 2017 tarihinde <http://www.ifsb.org/background.php> adresinden erişildi.
- IFSB. (2017b). *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017*. Kuala Lumpur.
- IFSB. (2018). *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2018*. Kuala Lumpur.
- IIFM. (2017). About IIFM. 19 Eylül 2017 tarihinde http://www.iifm.net/about_iifm/corporate-profile adresinden erişildi.
- IILM. (2017). About Us. 19 Ekim 2017 tarihinde <http://www.iilm.com/about-us/> adresinden erişildi.
- IIRA. (2017). Corporate Profile. 19 Eylül 2017 tarihinde <http://iirating.com/corprofile.aspx> adresinden erişildi.
- İİT. (2017). History. 13 Eylül 2017 tarihinde http://www.oic-oci.org/page/?p_id=52&p_ref=26&lan=en adresinden erişildi.
- İKB. (2017). About IDB. 12 Eylül 2017 tarihinde <http://www.isdb.org/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=navurl://24de0d5f10da906da85e96ac356b7af0> adresinden erişildi.

- İKB Grubu. (2013). *Islamic Development Bank Group in Brief*. Jeddah: Islamic Development Bank Group.
- İncekara, A., Yerdelen Tatoğlu, F. ve Ustaoglu, M. (2014). Modeling Islamic Finance and Inclusive Growth for Emerging Markets: Evidence and Roadmap of Turkey and Malaysia. M. Ustaoglu ve A. İncekara (Ed.), *Islamic Finance Alternatives for Emerging Economies: Empirical Evidence from Turkey* (s. 74–95). New York: Palgrave Macmillan.
- Iqbal, Z. ve Mirakhor, A. (2011). *An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice*. Singapore: Wiley.
- Iqbal, Z. ve Mirakhor, A. (2014a). Giriş. Z. Iqbal ve A. Mirakhor (Ed.), *Ekonomik Gelişim ve İslâmi Finans* (s. 1–25). İstanbul: Borsa İstanbul.
- Iqbal, Z. ve Mirakhor, A. (2014b). Finansal Katılımda İslâmi Perspektif. Z. Iqbal ve A. Mirakhor (Ed.), *Ekonomik Gelişim ve İslâmi Finans* (s. 195–223). İstanbul: Borsa İstanbul.
- IRTI. (2017). Functions of the Organizational Units of IRTI. 14 Eylül 2017 tarihinde <http://www.irti.org/English/AboutIRTI/Pages/Functions-of-the-Organizational-Units-of-IRTI.aspx> adresinden erişildi.
- Islamic Banking Association. (2017). *Global Islamic Finance Report 2016*.
- Islamic Finance Development Report 2016*. (2017).
- ITFC. (2017). What is ITFC. 15 Eylül 2017 tarihinde <http://www.itfc-idb.org/en/content/what-itfc> adresinden erişildi.
- Jawadi, F., Jawadi, N. ve Cheffou, A. I. (2015). Are Islamic Stock Markets Efficient? A Time-Series Analysis. *Applied Economics*, 47(16), 1686–1697.
- Jawadi, F., Jawadi, N. ve Louhichi, W. (2014). Conventional and Islamic Stock Price Performance: An Empirical Investigation. *International Economics*, 137(1), 73–87.
- Jebran, K., Chen, S. ve Tauni, M. Z. (2017). Islamic and Conventional Equity Index Co-Movement and Volatility Transmission: Evidence from Pakistan. *Future Business Journal*, (3), 98–106.
- Jensen, M. C. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964. *The Journal of Finance*, 23(2), 389–416.
- Jouaber-Snoussi, K., Ben Salah, M. ve Rigobert, M.-J. (2012). The Performance of Islamic Investment: Evidence from the Dow Jones Islamic Indexes. *SSRN Electronic Journal*.
- Kalaycı, İ. (2013). Katılım Bankacılığı: Mali Kesimde Nasıl Bir Seçenek? *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), 51–74.

- Kalkınma Bakanlığı. (2014). *İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Programı Eylem Planı*.
- Kamali, M. H. ve Abdullah, A. K. (2014). *Islamic Finance: Issues in Sukuk and Proposals for Reform*. Kube Publishing Ltd.
- Kamaruddin, B. H., Safa, M. S. ve Mohd, R. (2008). Assessing Production Efficiency of Islamic Banks and Conventional Bank Islamic Windows in Malaysia. *International Journal of Business and Management Research*, 1(1), 31–48.
- Kamil, W. A. R. (2014). Malaysia: World's Islamic Marketplace. S. Thiagaraja, A. Morgan, A. Tebbutt ve G. Chan (Ed.), *The Islamic Finance Handbook: A Practitioner's Guide to the Global Markets* (s. 303–336). Singapore: Wiley.
- Kamışlı, M., Kamışlı, S. ve Temizel, F. (2017). Bölgesel İslami Hisse Senedi Endeksleri Arasındaki İlişkilerin Analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, (ICMEB17 Özel Sayısı), 574–587.
- Karaman, H. (2011). Dördüncü Baskıya Önsöz. H. Karaman (Ed.), *İslam Düşüncesinde Ekonomi, Banka ve Sigorta* (s. 25–65). İstanbul: İz Yayıncılık.
- Karaman, H. (2012). *İş ve Ticaret İlmihali*. İstanbul: İz Yayıncılık.
- Karaman, H., Bardakoğlu, A. ve Apaydın, H. Y. (2008). *İlmihal I: İman ve İbadetler*. Ankara: Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları.
- Karaman, H., Bardakoğlu, A. ve Apaydın, H. Y. (2009). *İlmihal II: İslâm ve Toplum*. Ankara: Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları.
- Karim, B. A., Datip, E. ve Shukri, M. H. M. (2014). Islamic Stock Market versus Conventional Stock Market. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 2(11), 1–9.
- Karim, B. A., Kassim, N. A. M. ve Arip, M. A. (2010). The Subprime Crisis and Islamic Stock Markets Integration. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 3(4), 363–371.
- Kassim, S. H. (2013). The Global Financial Crisis and the Integration of Islamic Stock Markets in Developed and Developing Countries. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 9(2), 75–94.
- Katılım Emeklilik. (2017). Katılım Emeklilik Hakkında. 18 Ekim 2017 tarihinde <https://www.katilimemeklilik.com.tr/hakkimizda/katilim-emeklilik-hakkinda/> adresinden erişildi.
- Katılım Endeksi. (2015). *Katılım 30 Endeksi Kural Kitapçığı*. 15 Mart 2017 tarihinde www.katilimendeksi.org/katilim30 adresinden erişildi.
- Katılım Endeksi. (2018a). Hakkımızda. 4 Mart 2018 tarihinde http://www.katilimendeksi.org/page/40/endeks_sponsorlari adresinden erişildi.

- Katılım Endeksi. (2018b). Endeks Şirketleri. 4 Temmuz 2018 tarihinde http://www.katilimendeksi.org/subpage/19/endeks_sirketleri adresinden erişildi.
- Kayalıdere, K. (2013). *Volatilite Tahmin Modelleri ve Performanslarının Ölçümü: Hisse Senedi Piyasalarında Bir Uygulama*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kenourgios, D., Naifar, N. ve Dimitriou, D. (2016). Islamic Financial Markets and Global Crises: Contagion or Decoupling? *Economic Modelling*, 57, 36–46.
- Kettell, B. (2010a). *Islamic Finance in a Nutshell: A Guide for Non-Specialists*. West Sussex: Wiley.
- Kettell, B. (2010b). *Frequently Asked Questions in Islamic Finance*. West Sussex: Wiley.
- Kettell, B. (2011). *Introduction to Islamic Banking and Finance*. Wiltshire: Wiley.
- Khan, F. (2010). How “Islamic” is Islamic Banking? *Journal of Economic Behavior and Organization*, 76(3), 805–820.
- Khorshid, A. (2009). Glossary of Islamic Finance. A. Khorshid (Ed.), *Euromoney Encyclopedia of Islamic Finance* (s. 386–398). London: Euromoney.
- Kok, S., Giorgioni, G. ve Laws, J. (2009). Performance of Shariah-Compliant Indices in London and NY Stock Markets and their Potential for Diversification. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 2(3/4), 398–408.
- Korkmaz, T. ve Çevik, E. İ. (2009a). Reel Kesim Güven Endeksi ile İMKB 100 Endeksi Arasındaki Dinamik Nedensellik İlişkisi. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 38(1), 24–37.
- Korkmaz, T. ve Çevik, E. İ. (2009b). Zımnı Volatilite Endeksinden Gelişmekte Olan Piyasalara Yönelik Volatilite Yayılma Etkisi. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 3(2), 87–105.
- Korkmaz, T., Çevik, E. İ. ve Atukeren, E. (2012). Return and Volatility Spillovers among CIVETS Stock Markets. *Emerging Markets Review*, 13, 230–252.
- Korkmaz, T., Çevik, E. İ., Birkan, E. ve Özataç, N. (2011). Causality in Mean and Variance between ISE 100 and S&P 500: Turkcell Case. *African Journal of Business Management*, 5(5), 1673–1683.
- Korkmaz, T. ve Uygurtürk, H. (2007). Türkiye’deki Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümü ve Fon Yon Yöneticilerinin Zamanlama Yeteneği. *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, (14), 66–93.
- Köse, M. A., Otrok, C. ve Prasad, E. (2012). Global Business Cycles: Convergence or Decoupling? *International Economic Review*, 53(2), 511–538.
- Krichene, N. (2013). *Islamic Capital Markets: Theory and Practice*. Singapore: Wiley.

- KT Portföy. (2018). Yatırımcı Kılavuzu. 20 Mayıs 2018 tarihinde <http://www.ktportfoy.com.tr/yatirimci-kilavuzu/sukuk-kira-sertifikalari/yonetim-sozlesmesine-dayali-kira-sertifikalari-nedir.31.aspx> adresinden erişildi.
- Lean, H. H. ve Parsva, P. (2012). Performance of Islamic Indices in Malaysia FTSE Market: Empirical Evidence from CAPM. *Journal of Applied Science*, 12(12), 1274–1281.
- Li, C.-S. (2012). Common Persistence in Conditional Variance: A Reconsideration. *Economic Modelling*, 29(5), 1809–1819.
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37.
- Listyaningsih, E. ve Krishnamurti, C. (2014). How Volatile are Sharia Stocks Relative to other Stocks?: Evidence from Jakarta Islamic Index. *The 21st Annual Global Finance Conference* (s. 2–34). Dubai.
- Listyaningsih, E. ve Krishnamurti, C. (2015). How Performance of Jakarta Islamic Index (JII) Stocks Relative to Other Stocks? *Jurnal Dinamika Manajemen*, 6(2), 145–164.
- Listyaningsih, E. ve Krishnamurti, C. (2016). How is The Volatility of Jakarta Islamic Index Stocks? *Jurnal Bisnis & Manajemen*, 17(2), 109–122.
- Liu, H., Erdem, E. ve Shi, J. (2011). Comprehensive Evaluation of ARMA-GARCH(-M) Approaches for Modeling the Mean and Volatility of Wind Speed. *Applied Energy*, 88(3), 724–732.
- Majdoub, J. ve Ben Sassi, S. (2017). Volatility Spillover and Hedging Effectiveness among China and Emerging Asian Islamic Equity Indexes. *Emerging Markets Review*, (31), 16–31.
- Majdoub, J., Mansour, W. ve Jouini, J. (2016). Market Integration between Conventional and Islamic Stock Prices. *North American Journal of Economics and Finance*, 37, 436–457.
- Majid, M. S. A. ve Kassim, S. H. (2010). Potential Diversification Benefits across Global Islamic Equity Markets. *Journal of Economic Cooperation and Development*, 31(4), 103–126.
- Malaysia Islamic Finance Report 2015*. (2016).
- Mansoori, M. T. (2011). Is “Islamic Banking” Islamic? Analysis of Current Debate on Shari’ah Legitimacy of Islamic Banking and Finance. *Islamic Studies*, 50(3/4), 383–411.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.

- Marzuki, A. B. (2012). *Performance, Screening and Fund Flows in Malaysian Islamic Mutual Funds*. Griffith University: Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Md Nor, M. Z., Mohamad, A. M. ve Yaacob, H. (2016). The Development of Islamic Finance in Malaysia. A. Trakic ve H. H. A. Tajuddin (Ed.), *Islamic Banking and Finance: Principles, Instruments & Operations* (s. 601–617). CLJ Publication.
- Mensi, W., Hammoudeh, S., Şensoy, A. ve Yoon, S.-M. (2015). *Dynamic Correlations and Portfolio Diversification between Islamic and Conventional Sector Equity Indexes*. *Çalışma Raporu*.
- Metcalf, A. M. ve Salah, I. (2014). United States: Progress and Challenges. S. Thiagaraja, A. Morgan, A. Tebbutt ve G. Chan (Ed.), *The Islamic Finance Handbook: A Practitioner's Guide to the Global Markets* (s. 548–558). Singapore: Wiley.
- Mirakhor, A. ve Bao, W. Y. (2014). İslâmi ve Klasik Finans Sistemlerinin Epistemolojik Temelleri. Z. Iqbal ve A. Mirakhor (Ed.), *Ekonomik Gelişim ve İslâmi Finans* (s. 29–72). İstanbul: Borsa İstanbul.
- Mishkin, F. S. ve Eakins, S. G. (2012). *Financial Markets and Institutions*. Boston: Prentice Hall.
- Mohammad, F. (2014). United Kingdom: Unlocking Opportunities in Islamic Finance. S. Thiagaraja, A. Morgan, A. Tebbutt ve G. Chan (Ed.), *The Islamic Finance Handbook: A Practitioner's Guide to the Global Markets* (s. 533–546). Singapore: Wiley.
- Mohammad, N. ve Ashraf, D. (2015). The Market Timing Ability and Return Performance of Islamic Equities: An Empirical Study. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, 169–183.
- Mohd, M. A. Bin ve Nawawi, A. H. B. M. (2011). Causality Linkages between USA and Asian Islamic Stock Markets. *2011 IEEE Symposium on Business, Engineering and Industrial Applications* (s. 123–128). Langkawi.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34(4), 768–783.
- MSCI. (2017). *MSCI Islamic Index Series Methodology*. https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_Sep17_Islamic_Indexes_Methodology.pdf adresinden erişildi.
- MSCI. (2018). End of Day Data Country. 20 Şubat 2018 tarihinde <https://www.msci.com/end-of-day-data-country> adresinden erişildi.
- Müslim. (t.y.). *es-Sahih*. Thk. M. F. Abdalbaki. Beyrut: Daru'l İhya.
- Naseri, M. ve Masih, M. (2013). Causality between Malaysian Islamic Stock Market and Macroeconomic Variables. *Munich Personal RePEc Archive*, (60247), 1–19.

- Nazlıoğlu, Ő., Hammoudeh, S. ve Gupta, R. (2015). Volatility Transmission between Islamic and Conventional Equity Markets: Evidence from Causality-in-Variance Test. *Applied Economics*, 47(46), 4996–5011.
- Nelson, D. B. (1991). Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach. *Econometrica*, 59(2), 347–370.
- Ng, S. L., Chin, W. C. ve Chong, L. L. (2017). Multivariate Market Risk Evaluation between Malaysian Islamic Stock Index and Sectoral Indices. *Borsa istanbul Review*, 17(1), 49–61.
- Obaidullah, M. (2005). *Islamic Financial Services*. Jeddah: Scientific Publishing Centre, King Abdulaziz University.
- Omar, M. A., Abduh, M. ve Sukmana, R. (2013). *Fundamentals of Islamic Money and Capital Markets*. Singapore: Wiley.
- Orman, S. (2014). *İslâmi İktisat, Değerler ve Modernleşme Üzerine*. İstanbul: İnsan Yayınları.
- Oseni, U. ve Hassan, M. K. (2010). The Emergence and Development of Islamic Banking. C. Gardner ve B. Hickling (Ed.), *Islamic Finance: Instruments and Markets* (s. 113–117). London: Bloomsbury.
- Özay, M. (2013). Malezya’da Din-Devlet İlişkinine Kısa Bir Bakış: Dr. Mahathir Mohamad Dönemi İslamlaştırma Politikaları ve Yansımaları. *Tarih Kültür ve Sanat Araştırmaları Dergisi*, 2(1), 106–128.
- Özdemir, M. ve Aslan, H. (2017). *Türkiye’de İslami Finansın Dönüşümünün Ekonomi Politiği*. İstanbul: SETA Yayınları.
- Özeroğlu, A. İ. (2014). Sukuk ve Türkiye’de Sukukun Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi. *Tarih Okulu Dergisi*, 7(19), 751–772.
- Pehlivan, P. (2016). Türkiyede Katılım Bankacılığı ve Bankacılık Sektöründeki Önemi. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 16(31), 296–324.
- Phillips, P. C. B. ve Perron, P. (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regression. *Biometrika*, 75(2), 335–346.
- Pranata, N. ve Nurzanah. (2015). Conventional and Islamic Indices in Indonesia: A Comparison on Performance, Volatility, and the Determinants. *Indonesian Capital Market Review*, 7(2), 113–127.
- Rana, M. E. ve Akhter, W. (2015). Performance of Islamic and Conventional Stock Indices: Empirical Evidence from an Emerging Economy. *Financial Innovation*, 1(15), 1–17.
- Reddy, K. ve Fu, M. (2014). Does Shariah Compliant Stocks Perform Better than the Conventional Stocks? A Comparative Study Stocks Listed on the Australian Stock Exchange. *Asian Journal of Finance and Accounting*, 6(2), 155–170.

- Reddy, K., Mirza, N., Naqvi, B. ve Fu, M. (2017). Comparative Risk Adjusted Performance of Islamic, Socially Responsible and Conventional Funds: Evidence from United Kingdom. *Economic Modelling*, (66), 233–243.
- Rizvi, H.-A. (1982). Gulf Cooperation Council. *Pakistan Hotizon*, 35(2), 29–38.
- Rizvi, S. A. R. ve Arshad, S. (2014). An Empirical Study of Islamic Equity as a Better Alternative during Crisis Using Multivariate GARCH DCC. *Islamic Economic Studies*, 22(1), 159–184.
- Rizvi, S. A. R., Bacha, O. I. ve Mirakhor, A. (2016). *Public Finance and Islamic Capital Markets: Theory and Application*. New York: Palgrave Macmillan.
- Romli, N., Mohamad, A. A. S. ve Yusof, M. F. M. (2012). Volatility Analysis of FTSE Bursa Malaysia: Study of the Problems of Islamic Stock Market Speculation in the Period 2007 to 2010. *African Journal of Business Management*, 6(29), 8490–8495.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. ve Jaffe, J. (2013). *Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- S&P. (2018). *S&P Shariah Indices Methodology*. <https://us.spindices.com/documents/methodologies/methodology-sp-shariah-indices.pdf> adresinden erişildi.
- S&P Global Ratings. (2016). *Islamic Finance Outlook 2017 Edition*.
- Sagar, E. ve Yanpar, A. (2014). Turkey: Rebuilding the Foundations. S. Thiagaraja, A. Morgan, A. Tebbutt ve G. Chan (Ed.), *The Islamic Finance Handbook: A Practitioner's Guide to the Global Markets* (s. 505–520). Singapore: Wiley.
- Şahin, Ö. (2014). *Bist'teki Endekslerin Volatilitelerinin Karşılaştırmalı Analizi: Bist Kurumsal Yönetim, Bist 100, Bist 50 ve Bist 30 Endeksleri Üzerinde Bir Uygulama*. Düzce Üniversitesi: Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Sakarya, Ş., Yıldırım, H. H. ve Yavuz, M. (2017). Kurumsal Yönetim Endeksi ve Katılım 30 Endeksi ile Bist 50 Endeksi'nin Performanslarının Değerlendirilmesi. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Kongresi (USAK'17)* (s. 474–487). İstanbul.
- Sarı, S. ve Çakmur Yıldız, D. (2016). Comparative Analysis of Key Performance Indicators of Islamic Index. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 38(2), 273–291.
- Sarker, A. A. (1999). Islamic Business Contracts, Agency Problem and the Theory of the Islamic Firm. *International Journal of Islamic Financial Services*, 1(2), 12–28.
- Savaşan, F., Yardımcıoğlu, F. ve Beşel, F. (2015). The Effect of Exogenous Shocks on Participation Index of Borsa İstanbul: Permanent or Temporary? *International Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, 1(1), 81–92.
- Scott, L. O. (1991). Financial Market Volatility: A Survey. *IMF Staff Papers*, 38(3), 582–625.

- Seçme, O., Aksoy, M. ve Uysal, Ö. (2016). Katılım Endeksi Getiri, Performans ve Oynaklığının Karşılaştırmalı Analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (72), 107–128.
- SERPAM. (2013). *İslami Finans: İslami Finans Kavramı, Ürünler, Dünyada ve Türkiye’de Gelişimi ve Geleceği. Çalışma Raporu.*
- Setiawan, C. ve Oktariza, H. (2013). Syariah and Conventional Stocks Performance of Public Companies Listed on Indonesia Stock Exchange. *Journal of Accounting, Finance and Economics*, 3(1), 51–64.
- Shahzad, S. J. H., Ferrer, R., Ballester, L. ve Umar, Z. (2017). Risk Transmission between Islamic and Conventional Stock Markets: A Return and Volatility Spillover Analysis. *International Review of Financial Analysis*, 52, 9–26.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, 39(1), 119–138.
- Shayesteh, A. (2009). Islamic Banks in the United States: Breaking through the Barriers. *NewHorizon*, (April-June), 1–5.
- Shubbar, S. A. (2010). *Empirical Performance of Islamic Stock Market Indices in 2008 Credit Crisis*. University of Twente: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Siddiqui, F. (2013). Takaful. K. Hunt-Ahmed (Ed.), *Contemporary Islamic Finance: Innovations, Applications, and Best Practices* (s. 203–213). New Jersey: Wiley.
- Singh, A. ve Sheng, A. (2011). Islamic Finance Revisited: Conceptual and Analytical Issues From the Perspective of Conventional Economics. *Munich Personal RePEc Archive*, (39007), 1–32.
- Sırım, V. (2013). Türkiye’de Faizsiz Bankacılık Sektörünün Son 10 Yılı ve Beklentiler. *HAK-İŞ Uluslararası Emek ve Toplum Dergisi*, 2(3), 185–200.
- SPK. Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği. Tebliğ No. III-52.1 (2013).
- SPK. Kira Sertifikaları Tebliği. Tebliğ No. III-61.1 (2013).
- Sukmana, R. ve Kholid, M. (2012). Impact of Global Financial Crisis on Islamic and Conventional Stocks in Emerging Market: An Application of ARCH and GARCH Method. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 31(2), 357–370.
- Syed Ali, S. (2008). Islamic Capital Markets: Current State and Developmental Challenges. S. Syed Ali (Ed.), *Islamic Capital Markets: Products, Regulation and Development* (s. 1–19). Jeddah: Islamic Development Bank.

- Tabakoğlu, A. (2008). *İslâm İktisadına Giriş* (2. Baskı.). İstanbul: Dergâh Yayınları.
- Tabakoğlu, A. (2010). Bir İlim Olarak İslâm İktisadı. *İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi*, (16), 11–34.
- Tatiana, N., Igor, K. ve Liliya, S. (2015). Principles and Instruments of Islamic Financial Institutions. *Procedia Economics and Finance*, 24, 479–484.
- TCMB. (2018). Elektronik Veri Dağıtım Sistemi. 4 Mayıs 2018 tarihinde [https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_4/5889/Mevduat, Kalkınma ve Yatırım Bankaları ile Katılım Bankaları Topplulaştırılmış Bilançosu/turkish/bie_pbttop/Çizgi/Aylık](https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_4/5889/Mevduat,Kalkinma%20ve%20Yatirim%20Bankalari%20ile%20Katilim%20Bankalari%20Toplulastirilmis%20Bilançosu/turkish/bie_pbttop/Çizgi/Aylık) adresinden erişildi.
- TDK. (2018). Büyük Türkçe Sözlük. 20 Şubat 2018 tarihinde http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.5b48c520640a43.91515225 adresinden erişildi.
- TEFAS. (2018a). Fon Bazlı İşlem Hacmi Raporu. 4 Temmuz 2018 tarihinde [http://www.tefas.gov.tr/IstatistikRaporlar/FonBazlıIslemHacmi.aspx](http://www.tefas.gov.tr/IstatistikRaporlar/FonBazliIslemHacmi.aspx) adresinden erişildi.
- TEFAS. (2018b). Fon Karşılaştırma. 5 Temmuz 2018 tarihinde <http://www.tefas.gov.tr/FonKarsilastirma.aspx> adresinden erişildi.
- TKBB. (2015). *Türkiye Katılım Bankacılığı Strateji Belgesi 2015 - 2025*. İstanbul.
- TKBB. (2017). Tarihçe. 10 Ekim 2017 tarihinde <http://www.tkbb.org.tr/tarihce> adresinden erişildi.
- TKBB. (2018a). Mukayeseli Tablolar. 5 Nisan 2018 tarihinde <http://www.tkbb.org.tr/mukayeseli-tablolar> adresinden erişildi.
- TKBB. (2018b). Diğer İstatistikler. 6 Mayıs 2018 tarihinde <http://www.tkbb.org.tr/diger-istatistikler> adresinden erişildi.
- TKBB. (2018c). Merkezi Danışma Kurulu. 3 Mayıs 2018 tarihinde <http://www.tkbb.org.tr/merkezi-danisma-kurulu> adresinden erişildi.
- TKBB. Danışma Kurulunun Oluşumu, Görev, Çalışma Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ (2018).
- Toraman, C., İğde, M., Buğan, M. F. ve Kılıç, Y. (2016). Volatility Spillover Effect from Conventional Stock Markets to Islamic Stock Markets. *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 5(4), 2226–3624.
- Treynor, J. L. (1965). How to Rate Management of Investment Funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63–75.
- Treynor, J. L. ve Mazuy, K. K. (1966). Can Mutual Funds Outguess the Market? *Harvard Business Review*, 44(4), 131–136.
- TÜİK. (2018). Temel İstatistikler. 20 Şubat 2018 tarihinde http://tuik.gov.tr/PreIstatistikTablo.do?istab_id=1595 adresinden erişildi.

- Türcan, T. (2010). Şeriat. *Türkiye Diyanet Vakfı İslam Ansiklopedisi* (s. 571–574). Ankara: Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları.
- Turkey Islamic Finance Report 2014*. (2015).
- Türkiye Tarım Kredi Kooperatifleri. (2016). Asya Emeklilikte İlk Adım Atıldı. 18 Ekim 2017 tarihinde <http://www.tarimkredi.org.tr/index.php/tr/haber-arsivi/7497-asya-emeklilikte-ilk-adim-atildi.html> adresinden erişildi.
- UKTI. (2014). *UK Excellence in Islamic Finance*. London.
- Ülev, S. (2016). *Borsa İstanbul Katılım Endeksinin Piyasa Faiz Oranları ile İlişkisi ve Performansının Analizi*. Sakarya Üniversitesi: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Ülev, S. ve Özdemir, M. (2015). Katılım Endeksi ile Piyasa Faiz Oranları Arasındaki Nedensellik İlişkisi. *International Congress on Islamic Economics and Finance* (s. 47–54). Sakarya.
- Usmani, M. M. T. (2002). *An Introduction to Islamic Finance*. The Hague: Kluwer Law International.
- Vinnicombe, T. (2010). AAOIFI Reporting Standards: Measuring Compliance. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 26(1), 55–65.
- Wyrobek, J. ve Stańczyk, Z. (2013). Decoupling Hypothesis and the Financial Crisis. *Financial Assets and Investing*, (3), 25–40.
- Yahşi, F. (2000). Özel Finans Kurumları'nın Mevzuat Serüveni. *Albaraka Türk Bereket Dergisi*, 3(9), 6–7.
- Yakar, S., Kandır, S. Y. ve Önal, Y. B. (2013). Yeni Bir Finansman Aracı Olarak “Sukuk-Kira Sertifikası” ve Vergisel Boyutunun İncelenmesi. *Bankacılar Dergisi*, (84), 72–94.
- Yalçiner, K. (2006). Risk ile Getiri Arasındaki Doğrusallığın İMKB’de Analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (29), 182–189.
- Yanpar, A. (2015). *İslâmi Finans: İlkeler, Araçlar ve Kurumlar*. İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Yardımcıoğlu, M., Ayriçay, Y., Sabuncu, İ. ve Gerekli, İ. (2014). Türkiye’de Sukuk: Kira Sertifikaları. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(1), 199–222.
- Yavuz, A. F. (2015). *Açıklamalı Muâmelatlı İslâm İlmihali: İslâm Fıkhı ve Hukuku*. İstanbul: Çile Yayınları.

- Yayla, İ. E. (2011). Varlığa Dayalı Kira Sertifikaları ve Varlık Kiralama Şirketlerinin Mahiyeti ve Vergi Kanunları Karşısındaki Özellikli Durumları. *Yaklaşım Dergisi*, (226), 1–5.
- Yıldız, B. (2016). Oynaklık Tahmininde Simetrik ve Asimetrik GARCH Modellerinin Kullanılması: Seçilmiş BİST Alt Sektör Endeksleri Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (72), 83–106.
- Yunan, Z. Y. ve Rahmasari, M. (2015). Measurement of Shariah Stock Performance Using Risk Adjusted Performance. *Al-Iqtishad: Journal of Islamic Economics*, 7(1), 127–140.
- Yusof, R. M., Bahlous, M. ve Kassim, S. H. (2010). Ethical Investment and Shari'ah-Compliant Investment Compared: Can Investors Benefit from Diversification. *Savings and Development*, (3), 389–412.
- Yusof, R. M. ve Majid, M. S. A. (2007). Stock Market Volatility Transmission in Malaysia: Islamic versus Conventional Stock Market. *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, 20(2), 17–35.

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1. Araştırma Kapsamında İncelenen Hisse Senedi Endeksleri ve Risksiz Faiz Oranı Göstergeleri.....	39
Tablo 2. İslami Finans Endüstrisinin 2017 Yılı İtibariyle Uygulama Alanları ve Bölgelere Göre Varlık Büyüklükleri (Milyar USD).....	81
Tablo 3. Türkiye İslami Finans Sektörü ve Özel Finans Sektörü Büyüme Oranları 2014-2016	100
Tablo 4. İslami Finans Varlıkları Açısından Ülke Sıralaması – 2016 (Milyon USD)	100
Tablo 5. Katılım Bankalarının Başlıca Finansal Büyüklükleri – 2017 Yılı (Bin TL)	104
Tablo 6. Özel Sektör (Katılım Bankaları) Tarafından Yapılan Sukuk İhraçları – 2010-2017	107
Tablo 7. Hazine Müsteşarlığı Tarafından Yapılan Sukuk İhraçları – 2012-2017	108
Tablo 8. Yatırım Fonu Türlerinin İşlem Hacmi Büyüklükleri – 2018.....	111
Tablo 9. Türkiye’de İslami Finans Alanında Yaşanan Önemli Gelişmeler.....	114
Tablo 10. Dow Jones İslami Piyasa Endeks Ailesi.....	118
Tablo 11. FTSE İslami Endeks Ailesi	121
Tablo 12. FTSE Malezya Borsası Hijrah Şer’i Endeksi İçerisindeki En Büyük On Şirkete İlişkin Bilgiler	122
Tablo 13. MSCI İslami Endeks Ailesi	123
Tablo 14. Katılım 30 Endeksi ve Katılım 50 Endeksi’nde Yer Alan Şirketler	126
Tablo 15. S&P İslami Endeks Ailesi	128
Tablo 16. Endeks Sağlayıcıların Faaliyet Alanı İle İlgili Ölçütleri	131
Tablo 17. Endeks Sağlayıcıların Finansal Ölçütleri	132
Tablo 18. Türkiye’de İşlem Gören İslami Yatırım Fonları	138
Tablo 19. Sukuk, Tahvil ve Hisse Senedi Arasındaki Farklılıklar	141
Tablo 20. Futures ve Forward Sözleşmeleri Arasındaki Farklılıklar.....	151
Tablo 21. Getiri Serilerine Ait Tanımlayıcı İstatistikler.....	184
Tablo 22. Endeksler Arasındaki Korelasyon	187
Tablo 23. Endeks Getiri Serilerine Ait ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları.....	187
Tablo 24. Ortalama Farkları t-testi sonuçları.....	188
Tablo 25. SVFM Regresyon Analizi Sonuçları	189

Tablo 26. Sharpe Oranı ve Treynor Oranı Sonuçları.....	190
Tablo 27. Ortalama Denkleminin Belirlenmesi ve Varsayımsal Testlerin Sonuçları.	191
Tablo 28. ARCH-LM Testi Sonuçları	192
Tablo 29. GARCH (1,1) Modeli ile Oynaklık Tahmini Sonuçları.....	194
Tablo 30. EGARCH (1,1) Modeli ile Oynaklık Tahmini Sonuçları.....	195
Tablo 31. GJR-GARCH (1,1) Modeli ile Oynaklık Tahmini Sonuçları.....	197
Tablo 32. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endeksleri İçin En Uygun Oynaklık Modeli Tahminleri.....	199
Tablo 33. Türkiye İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerine Ait GARCH (1,1) Modeli Oynaklık Tahminleri	201
Tablo 34. A.B.D. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerine Ait GARCH (1,1) Modeli Oynaklık Tahminleri	203
Tablo 35. İngiltere İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerine Ait GARCH (1,1) Modeli Oynaklık Tahminleri	205
Tablo 36. Malezya İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerine Ait GARCH (1,1) Modeli Oynaklık Tahminleri	206
Tablo 37. İslami Hisse Senedi Endekslerine Ait GARCH (1,1) Modeli Oynaklık Tahminleri.....	208
Tablo 38. Türkiye İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerinin EGARCH-M (1,1) Model Tahminleri	210
Tablo 39. A.B.D. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerinin EGARCH-M (1,1) Model Tahminleri	212
Tablo 40. İngiltere İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerinin EGARCH-M (1,1) ve GARCH-M (1,1) Model Tahminleri.....	213
Tablo 41. Malezya İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endekslerinin GJR-GARCH-M (1,1) Model Tahminleri.....	215
Tablo 42. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endeksleri İçin Hong Ortalamada Nedensellik Testi Sonuçları	216
Tablo 43. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endeksleri İçin Hong Varyansta Nedensellik Testi Sonuçları	217
Tablo 44. İslami ve Geleneksel Hisse Senedi Endeksleri İçin Hong Testi Sonuçlarına Ait Özet Bilgiler.....	218

Tablo 45. İslami Hisse Senedi Endeksleri İçin Hong Ortalamada Nedensellik Testi Sonuçları	219
Tablo 46. İslami Hisse Senedi Endeksleri İçin Hong Varyansta Nedensellik Testi Sonuçları	220
Tablo 47. İslami Hisse Senedi Endeksleri İçin Hong Testi Sonuçlarına Ait Özet Bilgiler	221



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. İslam Kuralları	43
Şekil 2. İslami Finans Endüstrisinin 2017 Yılı İtibariyle Uygulama Alanlarının Varlık Büyüklerinin Toplam Varlıklar İçerisindeki Yüzdeleri	82
Şekil 3. İslami Finans Varlıkları Açısından Ülke Sıralaması Grafiği – 2016.....	101
Şekil 4. Katılım Bankalarının Toplam Aktifleri – 2005-2017 (Milyon TL)	105
Şekil 5. Katılım Bankaları ve Tüm Bankacılık Sektörü Aktifleri Büyüme Oranları – 2006-2017	105
Şekil 6. Türkiye’de İhraç Edilen Sukuk Tutarları – 2010-2017	108
Şekil 7. Özel Sektör Sukuk İhraçlarının Büyüme Oranları – 2011-2017	109
Şekil 8. Hazine Sukuk İhraçlarının Büyüme Oranları – 2011-2017.....	110
Şekil 9. Getiri Serilerine Ait Grafikler.....	186

ÖZGEÇMİŞ

Fatih Güçlü, 1987 yılında İstanbul'da doğdu. Orta öğrenimini İstanbul Pertevniyal Lisesi'nde tamamladı. Marmara Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İngilizce İşletme Bölümü'nden 2010 yılında mezun oldu. 2013 yılında Karabük Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı'nda başladığı yüksek lisans eğitimini 2015 yılında tamamladı. 2012 yılında Karabük Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, Muhasebe-Finans Ana Bilim Dalı'nda araştırma görevlisi olarak göreve başladı ve halen bu görevi sürdürmektedir.

Yayımlar:

- Makaleler

Kılıç M., Güçlü F. (2015). BIST'te Yer Alan Şirketlere SPK Tarafından Verilen İdari Para Cezaları Üzerine Bir İnceleme. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 10(1), 167-192.

Güçlü F., Kılıç M. (2014). Sermaye Piyasası Kurulu'nun İdari Para Cezası Uygulamalarının İlgili Mevzuat Açısından İncelenmesi. *Business & Management Studies: An International Journal*, 2(3), 308-320.

- Bildiriler

Güçlü F. (2018). Katılım 30 Endeksinin Zamanla Değişen Beta Riski. *Business & Organization Research Conference*.

Güçlü F., Kılıç M. (2018). İslami Finansın Avrupa ve Türkiye'de Gelişim Süreci. *4th SCF International Conference on Economic and Social Impacts of Globalization and Future of Turkey - EU Relations*.

Kılıç M., Güçlü F. (2016). Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının Belirlenmesi ve Uygulanmasında Etkili Olan Muhasebe Meslek Örgütlerinin Karşılaştırılması. *Scientific Cooperation for the Future in the Social Sciences International Conference*, 704-713.