

**T.C  
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ  
FİNANS ENSTİTÜSÜ  
FİNANS ANABİLİM DALI  
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS YÜKSEK LİSANS  
PROGRAMI**

**SERVET PLANLAMASI VE YÖNETİMİ:  
İSLAMİ VE KLASİK YAKLAŞIMLARIN  
KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ**  
Yüksek Lisans Tezi

**Khalid Mohamed MOHAMUD  
1450Y75108**

**Danışman: Yrd. Doç. Dr. Vahit Ferhan BENLİ**

**İstanbul, Ocak, 2016**

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı Uluslararası Bankacılık ve Finans yüksek lisans programı 1450Y75108 numaralı öğrencisi Khalid Mohamed MOHAMUD "Servet Planlaması Ve Yönetimi: İslami Ve Klasik Yaklaşımların Karşılaştırmalı Analizi" başlıklı tez çalışması jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Adı-Soyadı  
TEZ DANIŞMANI : Yrd.Doç.Dr. Ferhan BENLİ  
JÜRİ ÜYESİ : Doç.Dr. Serkan ÇANKAYA  
JÜRİ ÜYESİ : Yrd. Doç.Dr. Cevdet KIZIL

İmza


İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 07.104/2016 Tarih, 2016/28 sayılı kararı ile onaylanmıştır.

## ÖZET

Ortadoğu ve Müslüman ülkelerinin finans dünyasında karşılaştıkları en dikkate değer gözlemlerden biri, son otuz yıl içerisinde küresel gelişimdeki büyümeye bağlı olarak İslami sermaye piyasalarının varlık yönetimindeki artışta gözlemlenen performans ve kapasitesinin artmasıdır. Bu çalışmanın amacı, İslami servet planlamasının geleneksel modelden nasıl farklılaştığına dair temel anlayışları analiz etmek, İslami varlık planlaması ile geleneksel varlık planlaması arasındaki farkı ortaya koymaktır.

Bu çalışmada şu soruların ele alınmaktadır: Kuran'dan türetilen bilginin İslami varlık yönetimi geleneksel varlık planlaması, yatırım, emeklilik planlaması, yaşam tarzının korunması, tekafülün planlanması, portföy tahsisi, geleneksel hisse senetleri, emtiyanın optimize edilmiş Portföy 'üne ait risk getiri profili ile nasıl kıyaslanabilir?

İslami varlık yönetimi özel bankalarda Müslüman müşteri için tercih sebebi olmaktadır. Bundan dolayı bu çalışmada servet yönetimiyle alakalı yaklaşımlar kullanılmıştır. Saha araştırması olarak J.SAFRA SARASIN Bankası'ndaki gözlemlerden yararlanılmıştır. Bu banka hem islamî hem de geleneksel varlık yönetimi hizmetleri sunan, İsviçre'deki en eski özel bankalardan birisidir.

İslami finans ilkeler ve hedefler bakımından geleneksel modelden farklıdır. Müslüman yatırımcılar için dini prensiplere dayalı, alternatif bir varlık yönetimi sistemi ihtiyacını karşılamıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Servet Planlaması ve Yönetimi, İslami Varlık Yönetimi, Geleneksel Varlık Yönetimi, İslam'da Servetin Oluşumu, Varlık Tahsis Süreci, Portföy Yönetimi ve Yatırım Kararı.

## ABSTRACT

One of the most remarkable phenomenon in the middle east and other muslim countries' financial world in recent years has been the growth of islamic financial institutions with their performance and capacity in rise of Islamic wealth management due to the growth in global development of islamic capital markets in the last thirty years.. In this regard, the study aims to compare how Islamic Wealth Planning differentiates from conventional wealth planning as applied by private bankers in the Western counties.

However, despite the very rapid growth of islamic finance, there has hardly been any rigorous qualitative research investigating wealth planning and management and comparative analysis between Islamic and conventional system. We do this by addressing the following *key questions*; how can we differentiate Islamic wealth creation from conventional using phenomenological model of unity of knowledge derived from the Qur'an? How Islamic Wealth management differs from the Conventional in terms of (Wealth) Asset Allocation and Performance compare between Risk-Return profile of optimized portfolio of islamic and conventional equities and commodities?

We use data collected from different sources of wealth management like books, articles and research papers as well as an observation of J.SAFRA SARASIN Bank as a field research. In Islamic perspective of wealth management suggests requirement of understanding the goals and principles of sharia, and realize the objectives of Islamic law to safeguard the faith, self, intellect, posterity and wealth, other than just fulfilling the legal injunctions..

At the end, there is no fundamental difference between islamic and mainstream financial system. Notwithstanding this fact, Islamic financial system is different from its conventional counterpart in terms of principles and objectives. The Muslim investors are therefore, looking for alternative wealth management system based on Sharia principles

**Keywords:** Wealth Planning and Management, Islamic Wealth Management, Conventional Wealth Management, Wealth creation in Islam, Asset Allocation Process, Portfolio Management, and Investment decision.

# İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY FORMU .....	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
ÖZET .....	i
ABSTRACT .....	iii
TEŞEKKÜR .....	x
KISALTMALAR .....	xi
BİRİNCİ BÖLÜM .....	1
1.1 Problemin Tanımı .....	1
1.2 Araştırmanın Soruları .....	2
1.3 Çalışmanın Amaçları .....	2
1.4 Çalışmanın Önemi .....	2
1.5 Metodoloji .....	3
1.5.1 Araştırma Yaklaşımı .....	3
1.5.2 Saha Araştırması .....	5
1.5.2.2 Kamu Kaynakları Ve Özel Dergiler .....	5
1.6 Çalışmanın Ana Bulguları .....	5
İKİNCİ BÖLÜM .....	7
2. SERVETİN PLANLAMASI VE YÖNETİMİNİN TEORİK TEMELİ .....	7
2.1 Giriş .....	7
2.2 Servet Tanımı .....	8
2.2.1 Gelişme İhtimali Olan Servet .....	8
2.2.2 Orta Düzey Servet .....	9
2.2.3 Yüksek Gelirli Bireyler (HNWI) .....	10
2.2.4 Aşırı yüksek gelirli bireyler (UHNWI) .....	11
2.3 Servet Sahibi Olma Hakkı .....	13
2.4 Servetin bireyler arasında dağıtılması ve küresel servet .....	15
2.5 Servet Biriktirme Yöntemleri .....	17
2.6 Servet Biriktirme Konusuna İslam'ı Yaklaşım .....	20
2.7 Geleneksel Planlamada Servet Planlamasının Unsurları .....	24
2.7.1 Özel Bankacılık Teknolojisi .....	24
2.7.2 Müşteri İlişkileri Yönetimi .....	25
2.7.3 Servet Planlama Araçları .....	26

2.8 Servet Planlaması İşlemi .....	26
2.9 Bölüm Özeti .....	27
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	29
3. SERVET (VARLIK) TAHSİSAT İŞLEMİ .....	29
3.1 Giriş.....	29
3.1.1 Servet Tahsisatı Sürecine Giriş (Hedeflerin Belirlenmesi) .....	30
3.1.2 Yatırımcıların hedeflerinin ve kısıtlarının tanımlanması ve belirlenmesi .....	32
3.1.3 Yatırım Politikası Raporu Oluşturmak.....	32
3.1.4 Sermaye Piyasası Beklentilerinin Oluşturulması .....	34
3.1.5 Stratejik Varlık Tahsisatını Oluşturma.....	35
3.1.6 İcra Aşaması.....	35
3.1.7 Geri Bildirim Aşaması.....	36
3.1.8 Performans Değerlendirmesi.....	36
3.1.9 Gözetleme ve Yeniden Dengeleme .....	37
3.2 Yatırım Hedefleri ve Kısıtları .....	37
3.3 Getiri Hedeflerinin Formüle Edilmesi.....	39
3.4 Risk Hedefinin Belirlenmesi .....	40
3.5 Potansiyel Yatırım Fırsatları belirlenmesi.....	41
3.6 Varlık portföyünün İslam hukukuna Uygunluğu .....	43
3.7 Muhtemel Yatırım Varlığı Sınıfları.....	44
3.8 Bölümün Özeti .....	57
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....	58
4.VARLIK TAHSİSATI STRATEJİLERİ .....	58
4.1 Varlık Tahsisat İşleminde Stratejik Tahsisat.....	58
4.2 Taktiksel Varlık Tahsisatı Stratejileri.....	60
4.3 Varlık Tahsisatı Stratejisi Olarak Sigortalı Varlık Tahsisatı.....	61
4.3.1 Uzman Seçimi .....	63
4.3.2 Fon Seçimi.....	64
4.3.3 Yatırım Hedefleri .....	66
4.3.4 Varlık Sınıflarının Sıralanması.....	67
4.3.5 Tekil Fonların Seçilmesi .....	67
4.4 Getirilerin Ölçüm Yolları (Portföy Performansı Değerlendirmesi) .....	68

4.4.1 Dolar Ağırlıklı Getiriler.....	69
4.4.2 Zincire Bağlı Getiriler .....	69
4.4.3 Yıllık Zaman Ağırlıklı Getiriler .....	71
4.4.4 Basit Nakit Akışına Bağlı Getiriler .....	72
4.4.5 Zaman Ağırlıklı Getiri Yaklaşımı .....	72
4.5 Getirileri Risklere Göre Ayarlama Yolları.....	76
4.5.1 Sharpe Oranı.....	76
4.5.2 Treynor Oranı.....	78
4.5.3 Jensen'in Alfasi veya Getiri Fazlası .....	78
4.5.4 Modigliani-Karesi veya M <sup>2</sup> Ölçümü ve Treynor–Karesi veya T <sup>2</sup> Ölçümü .....	80
4.5.5 Getiri Fazlasının Sistemik Olmayan Riske Oranı (Değerleme Oranı Olarak da Bilinen Enformasyon Oranı).....	81
4.5.6 Aşağı Doğru Sapma veya Kayıp Riski Ölçümü .....	81
4.5.7 Sortino Oranı.....	82
4.5.8 Riske Maruz Değer (VAR).....	83
4.6 Bölümün Özeti .....	85
BEŞİNCİ BÖLÜM:.....	87
5. ANALİZ VE TARTIŞMA .....	87
5.1 İslami Finansal Sistemi ve katılımcıları .....	87
5.2 Konvansiyonel Yatırımlara Karşı Şeriata Uygun Yatırımlar .....	89
5.3 Varlık Tahsisi ve Performans (Optimize Portföy Risk Getiri Profili).....	90
5.4 İslami Varlık Yönetimi Konvansiyonel modelden neden farklıdır? .....	102
5.4.1 İslami Servet Yönetimi modelleri ve amaçları.....	103
5.4.2 Yatırımlar ve Servet Birikimi.....	104
5.4.3 Emekli Planlama ve Şemaları.....	105
5.4.4 Servet ve Yaşam Koruma.....	106
5.4.5 Servet Planlama Sigorta Ve Tekâful Rolü .....	107
5.4.6 Servet aktarılması.....	109
5.5 Kuran'dan elde edilen bilgiyi fenomenolojik model kullanılarak geleneksel modelle İslami servet oluşturma modeliyle nasıl mukayese edilebilir?.....	110
5.5.1 Kur'an fenomenolojik modelin biçimsel tanımı: servet oluşturma.....	111
5.5.2 Piyasa mekanizması ve İslam'da zenginlik yaratma modelleri .....	113

5.5.3 Tevhidi dünya görüşüne göre Servet Değerleme .....	115
5.5.4 Tevhidi dünya görüşüne göre refaha bir bütünleştirici bakış .....	116
5.5.5 Servet oluşturma Kur'an bilginin birliği tam Tevhidi fenomenolojik modeli .....	118
5.6 Servet yönetimi bankalar için önemli bir yatırım kararı süreci midir? Bankalar bu portföyleri nasıl yönetirler? Yapısal İslami servet yönetimindeki temel farklar nelerdir?.....	119
5.6.1 Yatırım Amacı.....	119
5.6.2 Yatırım Felsefesi .....	119
5.6.3 Karar ve Yatırım Süreci .....	120
5.7 İslam hukukunun Uygulandığı Yatırım Teklifleri.....	124
5.7.1 Sektör Bazlı tarama .....	126
5.7.2 Muhasebe Tabanlı tarama .....	126
5.8 Çalışmanın Bulguları.....	126
5.9 SONUÇ .....	127
KAYNAKLAR .....	131
EKLER.....	139



## ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Kuran'dan türetilen bilginin birliğine ilişkin nihai fenomenolojik modeli.....	4
Şekil 2: 2014'Te küresel Varlık Sahiplerinin miktarı .....	9
Şekil 3: Müslüman dünyada kişisel gelir .....	11
Şekil 4: Yetişkin sayısı varlığın dağılımı .....	12
Şekil 5: 2014'Te seçili ülkelerde aşırı yüksek gelirli bireyler.....	13
Şekil 6: 2014'te Küresel Varlık Dağılımının Bölgesel Kompozisyonu .....	15
Şekil 7: Sürekli geri çekilme karşısında varlığın ayakta kalmasına ilişkin etkiler.....	19
Şekil 8: Asya'da özel bankacılıktaki büyüme .....	25
Şekil 9: Servet Planlaması İşlemine Genel Bakış .....	27
Şekil 10: Portföy Yönetimi Süreci .....	31
Şekil 11: Verimli Sınır risk getirisi .....	49
Şekil 12: Verimli Sınırlar .....	50
Şekil 13: İkinci Derece Tahmini Yaklaşım .....	55
Şekil 14: Varlık Tahsisatı Yaklaşımı Asset – Şematik Plan.....	62
Şekil 15: Bütünleştirici Tahvil Seçimi, Grup (veya sektör) Seçimleri ve Varlık Tahsisatı.....	62
Şekil 16: Bir varlık sınıfı portföy Seçimi .....	66
Şekil 17: Her Bir Varlık Sınıfı için Fon Seçimi .....	66
Şekil 18: Aşağı Doğru Standart Sapma.....	82
Şekil 19: Düzeltilmiş Mudharabah Modeli.....	106
Şekil 20: Mudarabah Aile Tekafül Modeli.....	107
Şekil 21: Konvansiyonel Sigorta.....	108
Şekil 22: Mudarabah Modeli Genel Tekafül.....	109
Şekil 23: Kaynaklı gömülü servet kavramları arasındaki İlköğretim dairesel nedenselliği .....	111
Şekil 24: Bilginin birlik Tevhidi fenomenolojik modelinde Sürekli öğrenme süreçleri .....	113
Şekil 25: Refaha öğrenme ilişkilerinin genişletmesi .....	114
Şekil 26: Dairesel nedensellik Sosyal İyi Olma Fonksiyon konunun Simülasyonu.....	118
Şekil 27: Şeriatın Etkisi.....	125

## TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Muhtelif bakış açılarından asli servet anlayışları.....	13
Tablo 2: Risk Alma İstekliliği ile Becerisi Arasındaki İlişki .....	41
Tablo 3: Risk Tolerans Faktör (keyfi olarak atanmış değerlerden belirlenmiş).....	50
Tablo 4: Olası Verimli Kümeler.....	51
Tablo 5: Verimli Kümelerle İlişkili Faydanın Maksimize Edilmesi .....	52
Tablo 6: Portföy A ve B'nin Getiri Zaman Dizileri .....	53
Tablo 7: Getiri Düzeyleri .....	54
Tablo 8: Kümülatif Getiri Olasılığı .....	54
Tablo 9: Fon Seçimi ile Karar Hiyerarşisini Çözme .....	67
Tablo 10: Beş Yıl İçin Kümülatif Getiri .....	70
Tablo 11: Beş Yıllık Dönemde Kümülatif Getiriler.....	71
Tablo 12: Nispi Kümülatif Getiri.....	73
Tablo 13: Dönem Boyunca Toplam Gün Sayısı: 212 gün .....	75
Tablo 14: Değiştirilmiş Dietz Getirisi .....	75
Tablo 15: Portföy varlık tahsisi ve performansı (Konvansiyonel özkaynak: 1996-2003).....	91
Tablo 16: Portföy varlık tahsisi ve performansı (İslami öz kaynak: 1996-2003).....	98
Tablo 17: Portföy varlık tahsisi ve performansı (Konvansiyonel özkaynak: 2004-2012).....	99
Tablo 18: Portföy varlık tahsisi ve performans (İslami özkaynak: 2004-2012).....	99
Tablo 19: Portföy varlık tahsisi ve performansı (Konvansiyonel özkaynak artı emetia: 1996-2003).....	93
Tablo 20: Portföy varlık tahsisi ve performansı (İslami özkaynak artı emtia: 1996-2003).....	100
Tablo 21: Portföy varlık tahsisi ve performansı (Konvansiyonel özkaynak artı emtia: 2004-2012). ...	101
Tablo 22: Portföy varlık tahsisi ve performans (İslami özkaynak artı emetia: 2004-2012).....	101

## TEŞEKKÜR

Geleneksel İslami finans alanındaki engin bilgisinden istifade etme imkanı bulduğum pek değerli hocam Yard. Doç. Dr. Vahit Ferhan BENLİ' ye, İstanbul Ticaret Üniversitesi Bankacılık ve Finans Enstitüsü müdür yardımcısı Doç. Dr. Serkan ÇANKAYA'ya çalışmam süresince kesintisiz destekleri, cömertlikleri ve kıymetli tavsiyelerinden ötürü en derin teşekkürlerimi sunmak isterim. Bu isimlere ek olarak çalışmam boyunca nazik yardımları ve katkılarından dolayı tüm diğer profesörlere, bilhassa Yard. Doç. Hicabı ERSOY ve tezimin yazılması esnasında bilgisayar programı uygulamaları konusunda destek sunduğu için Dr. Ahmed İbrahim Naciye'de, okutmanlara çalışmalarımızda bizleri yalnız bırakmayan diğer tüm hocalarıma ve çalışma arkadaşlarıma teşekkürü bir borç bilirim.

Son olarak yüksek lisans programına devam eden yurtdışındaki arkadaşlarıma çalışmalarım esnasında ortaya koydukları kesintisiz çabaları ve fedakârlıklardan ötürü ayrıca ailemin bu süreçteki maddi manevi desteklerinden dolayı onlara sonsuz şükranlarımı sunuyorum.

## KISALTMALAR

- (TAAC) Taktiksel varlık tahsis komitesi
- (SUC) Evrensel Teminat Komitesi
- (SAA) Stratejik Varlık Tahsisi
- (IWM) İslami Varlık Yönetimi
- (HNWI) Yüksek Gelirli Bireyler
- (UHNWI) Aşırı Yüksek Gelirli Bireyler
- (SAAP) Stratejik varlık tahsis planı
- (IPS) Yatırım Politikası Beyanı
- (TSR) Tevhidi Bağ İlişkileri
- (REITs) Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
- (PASS) Portföy Tahsis Sayı Sistemi
- (MPT) Modern Portföy Teorisi
- (SPM) Sharpe Portföy Modeli
- (MPM) Markowitz Portföy Modeli
- (IEFs) İslami Öz sermaye Fonları
- (AHİ) Analitik Hiyerarşi İşlemi
- (GCC) Gulf Countries Council

# BİRİNCİ BÖLÜM

## 1.1 Problemin Tanımı

Servet planlaması hem finansal planlamayı hem de müşterilerin varlık yönetimini kapsamlı bir şekilde ele almaktadır. Yüksek gelirli bireyler (HNWIs) bankacılık finansal hizmetleri, hukuk, vergi, yatırım yönetimi, emlak konularında uzmanlardan yardım almaktadırlar. Yüksek gelirli bireyler riskli yatırımlardan uzmanlar yardımıyla servetlerini muhafaza edip varlık yönetimi alanında İslam hukuku görüşünü tatbik edilmesini isteyebilirler.

İslami servet yönetimi sektörü zengin müşterilere bu hizmeti sunmaktadır ancak bu hizmet \$100.000 ve üstüne verilmektedir. Singapur'daki Standard Chartered Bank (İslami banka) yöneticisi Vasim Seyfi'ye göre "Eğer; Brunei Malezya, Singapur ve Endonezya ve Ortadoğu (Katar, Kuveyt ve Suudi Arabistan) gibi pazarlardaki yüksek gelirli müşterilere bakarsanız büyük fırsatlar görürsünüz." demiş ve ek olarak şu tespiti yapmıştır: "İnsanlar aşırı varlıklı ve giderek daha fazla İslam hukukuna ihtiyaç duyuyorlar."<sup>1</sup> Körfez İşbirliği Konseyi ülkelerinde servet miktarı artmakta bunun sebebi ise petrol ve doğalgazın bol olmasıdır. Sadece KİK ülkelerindeki toplam özel servet miktarı IMF hesaplamalarına göre 1,5 trilyon dolar tahmin edilmektedir.<sup>2</sup> Bu çalışmanın amacı şunları kapsamaktadır. İslami varlık yönetiminde temel ayırıcı unsur nedir? İslami servet yönetimi geleneksel varlık yönetiminden nasıl ayrışmaktadır? Geleneksel varlık yönetimi varlıklı ve aşırı varlıklı müşterilere odaklanır, o hâlde İslami varlık yönetiminin tüm gelir gruplarındaki insanların ihtiyaçlarına nasıl hizmet etmesi beklenmelidir? İslami varlık yönetiminin önemli bir hedefi de varlığın çocuklara aktarılmasını planlamak ve korumaktır. Bu çalışma İslami ve geleneksel varlık yönetimini kıyaslayarak, nüfusun tamamının varlık yönetimine dair ihtiyaçlarını karşılamak İslami boyutunu değerlendirmeye çalışmaktadır.

---

<sup>1</sup> Omar Farooq, **Islamic Wealth Management and the Pursuit of Positive-Sum Solutions**, 2009. s.5-  
<http://www.irti.org/English/Research/Documents/IES/167.pdf>

<sup>2</sup> International Monetary Fund, **Islamic Finance Fact Sheet**, Ocak 2015. s.16

## 1.2 Araştırmanın Soruları

1. Servet yaratma konusunda Kuran'dan elde edilen bilgi ışığında fenomenolojik modeli kullanarak İslami varlık oluşturma modelini geleneksel modelden nasıl ayırıştırırız?
2. İslami varlık yönetiminin geleneksel modelden hangi konuda ayrışmaktadır? (Varlık birikimi, emeklilik planlaması yaşam standardının korunması için önemli hedefler ve araçlar)
3. İslami varlık yönetiminde ve transferinde tekâfülün rolü nedir?
4. İslami modelin ve geleneksel modelin öz kaynaklarının portföyündeki portföy tahsisi ve performansına ait risk getirisi nasıl ele alınmaktadır?

## 1.3 Çalışmanın Amaçları

Bu çerçevede hedeflediğimiz amaçlar şöyle söylenebilir:

1. Servet yaratma modelini islami perspektiften incelersek, onun geleneksel modelden farkı nedir?
2. Yatırım, varlık birikimi, emeklilik planlaması , yaşam standardının korunması, tekâfülün varlık transferindeki rolünün dini prensiplere uygunluk hangi düzeydedir?
3. Geleneksel ve islami hisseleri birleştiren optimize edilmiş portföylerin risk getiri profilleri ile optimum portföylerin varlık tahsisi arasında nasıl bir ilişki vardır?
4. Geleneksel ve islami modele göre yüksek gelirli bireylerin varlıklarını yöneten özel bankaların yatırım karar süreçlerinin incelenmesini içermektedir.

## 1.4 Çalışmanın Önemi

Geleneksel ve İslami sistemi inceleyen bu çalışmada varlık planlamasının ve yönetim faaliyetlerinin dini prensiplere uygunluğunu ele almaktadır. Böylelikle çalışma uluslararası

varlık yönetim sisteminde yeterli düzeyde İslami varlık yönetimi faaliyetlerinin gerçekleşmesini sağlama noktasında kesinlikle önemli bir katkı sunacaktır.

Bu çalışma İslam hukukuna göre varlık yönetimi için çeşitli seçenekler sunmaktadır. İslami yol geleneksel varlık yöntemine kıyasla daha kapsamlıdır zira o İslam hukuku kuralları temelinde üretimi, korumayı, dağıtımı ve arındırmayı içermektedir. Ayrıca bu çalışma varlık yönetimi sistemine uygun din dışı farklı bir perspektif de sunmayı amaçlamaktadır.

## **1.5 Metodoloji**

### **1.5.1 Araştırma Yaklaşımı**

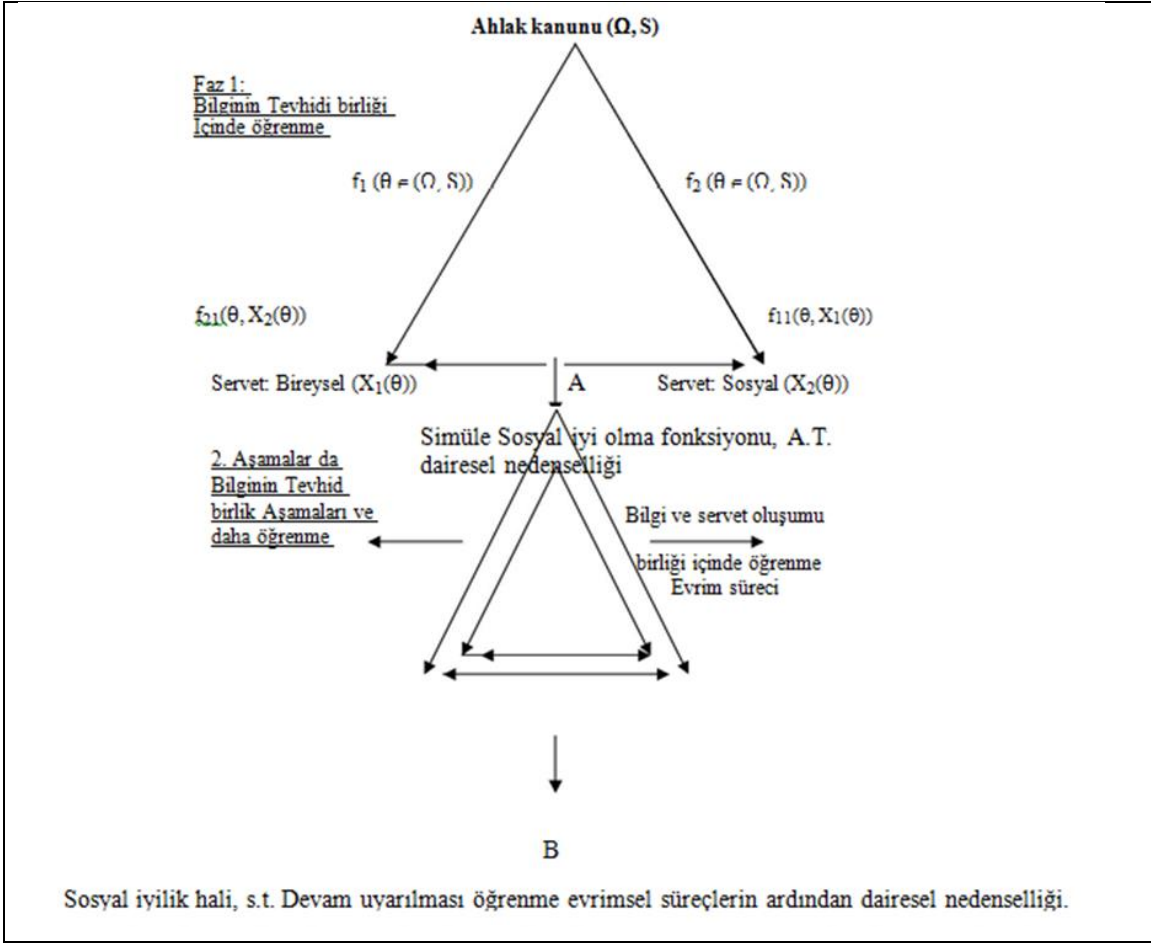
Araştırmanın yapılması esnasında dört tip yaklaşıma başvurulmaktadır: Analitik, Tanımlayıcı, Ampirik ve Keşfedici.<sup>3</sup> Analitik araştırmalar çoğunlukla bir şeyin neden veya nasıl olduğuna dair bir yorum ya da öneri getirme amacıyla açıklayıcı yaklaşımı kullanırlar. Tanımlama araştırması önemli değişkenlerle ilgili olarak bir nüfusun tanımlanmasıyla ilgili konuya ait unsurların veya özelliklerin tanımlanıp sınıflandırılması için kullanılır. Keşfedici araştırma ise teorilerin uygulama ya da prosedürleri anlama ve izah etme amacıyla kullanıldığı fikirler elde etmeye vurgu yapar.<sup>4</sup> Ampirik araştırma dolaylı ve doğrudan gözlem veya deneyim aracılığıyla bilgi elde etme yoludur.

**1.5.1.1 Ampirik Yaklaşımı:** Servet oluşturma konusunda Kuran'dan elde edilen bilginin ışığında nihai fenomenolojik modelin esaslarını oluşturur. Bu yaklaşım aşağıda şekildeki gibi tanımlanabilir:

---

<sup>3</sup> Colin Robson, **How to Do a Research Project: A Guide for Undergraduate Students**, Volume 4, Issue 4, 20.

<sup>4</sup> Macintosh & Scapens, 1990, **The British Accounting Review** s.2207, s.349.



Şekil 1: Kuran'dan türetilen bilginin birliğine ilişkin nihai fenomenolojik modeli

Kaynak: Choudhury, M.A. 2003, "Wealth and Knowledge", Chapter 14 of Explaining the Qur'an, a Socio-Scientific Inquiry, Lewiston, New York: The Edwin Mellen Press.

**1.5.1.2 Analitik Yaklaşımı:** Shape Portföy Modeli (SPM) ve Sharpe Oranı Portföy varlık tahsisi & performansı (geleneksel ve İslami öz sermaye 1996 - 2003,2004-2012 veriler S&P Global BMI' den alınmıştır. BMI, küresel borsa performansını ölçen endeks ölçümüne dayanmaktadır.

**1.5.1.3 Tanımlayıcı Yaklaşımı:** İslami varlık planlaması yatırım ve varlık birikimi, emeklilik planlaması , varlık ve yaşam standardının korunması için önemli hedefler ve araçlar içerir. Tüm bu araştırma tipleri araştırmacılarca yaygın biçimde kullanılmaktadır. Bu nedenle bu çalışmada tüm bu araştırma tipleri ilgili saha çalışması olarak kullanılmıştır. Çalışmanın önemli bir kısmında tanımlayıcı analitik yöntem kullanılmış ve uygulanmıştır.

Bu 2tezde geleneksel varlık yönetimine kıyasla islami varlık yönetimi ile ilgili niteliksel araştırma yöntemine yer verilmiştir.



## **1.5.2 Saha Araştırması**

### **1.5.2.1 Veri**

Bu çalışmanın amacı yüksek gelirli bireylerin yatırım kararı süreçlerini incelemektir. Çalışmada özel bankaların yatırım kararı süreci ve müşterilerin portföy yönetimi hakkında İsviçre'deki Özel J.SAFRA SARASIN Bankasının verileri mevcuttur. Müşterilerin yatırım hedefleri, felsefesi, yatırım tarzı , karar verme ve yatırım süreci, uygulama kılavuzu, risk yönetimi, yatırım politikası özel bankaları dâhil portföy yönetimi ekipleri ve komiteleri ile ilişkiler yer almaktadır.

Aşağıdaki kaynaklar araştırma sürecinde kullanmıştır.

- A. J.Safra Sarasin Makro Öz sermaye, Fon, Kredi ve Strateji Araştırması.
- B. J.Safra Sarasin Bankası Varlık Tahsisi Karnesi.
- C. J. Safra Sarasin Sürdürülebilir Araştırma ve sürdürülebilirlik matrisi.
- D. Aracılar eliyle üçüncü taraf antlaşmaları (Sektör, endüstri ve şirket araştırması).
- E. Dış bilgi sağlayıcıları: Bloomberg, DataStream, Reuters ve MSCI/Benchmark bileşenleri.

### **1.5.2.2 Kamu Kaynakları Ve Özel Dergiler**

Yüksek gelirli müslüman bireylerin İslam hukukuna dayalı tercihleriyle batılı tarzdaki yatırım süreçleri kıyaslanmıştır. Çalışma iki disiplin arasındaki bütünleşme imkânını incelemekte, meseleleri analiz etmekte ve alternatif çözümler sunmaktadır.

## **1.6 Çalışmanın Ana Bulguları**

Bu araştırma İslami servet yönetimi perspektifini belirlemeden önce İslam hukukunun hedef ve ilkelerinin anlamayı gerektirdiğini belirtmektedir. İslami servet oluşturma modellerinin tamamlayıcı sosyoekonomik modellerle servet oluşumunda Qur'anic Phenomenological

Model kapsamlı olarak TSR (Tevhidi Bağ İlişkileri) İşlam hukuku yasında ahlaki bilincin yksek olması gerektiğini belirtir.

Özel varlık ynetimi bankası olan J. Safra Sarasin Bankası'nın yatırım kararları, mslman mşterileri iin İşlam hukukuna uygunluk esas alınmıştır. Banka bu noktada iki yntem kullanmaktadır.

Sektör Bazlı Gzlem: Bazı şletmelerin İşlam hukukunda uygun bulunmayan rün ve hizmetlerinin bulunması bu faaliyetlere yatırım yapılmasını nlemektedir. Bu faaliyetler şu Şekilde sıralanabilir kumar, pornografi ve alkol giibi faaliyetleri rermektedir.

Muhasebe Bazlı Gzlem: bazı şirketler finansal durumlarında makuliyet olrütünü aşmış olabilirler. Bunlar şu Şekilde sıralanabilir: Borcun öz sermayeye oranı, nakit ve uygun olmayan (İşlama göre yasak olan) şletme faaliyetlerinden elde edilen gelirlerin payı gibi parametrelerden oluşmaktadır. Bu sınırlamaların yeterli olmadığından İşlam hukuku Teftiş Kurulu tek tek endekslere, mevcut mala göre uygunluk kararı verir. Terminoloji bakımından İşlami ve klasik finansal sistem arasında temel bir farklılık bulunmamaktadır. Bu gerreğe karşın İşlami finans sistemi ilkeler ve hedefler bakımından geleneksel muadilinden farklılık gstermektedir. Bu nedenle Mslman yatırımcılar dini prensiplere dayalı, alternatif bir varlık ynetimi sistemi arayışındadırlar.

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. SERVETİN PLANLAMASI VE YÖNETİMİNİN TEORİK TEMELİ

#### 2.1 Giriş

Servetin planlaması ve yönetimi nedir? Müşterinin varlığının yönetilmesi ve bu konuda verilecek kapsamlı danışmanlığın parçası olarak portföy yönetimi aynı zamanda finans planlamasını kapsayan bütünleşik finans hizmetlerini içermektedir.

Varlık yönetimi varlığın mevcudiyetini ön varsayar. Bu nedenle tüm nüfusun küçük bir kesimine değil yüksek servet sahiplerine de hitap eder. Varlık yönetimi stratejilerinin etkin bir biçimde devreye sokulması genelde müşterinin yüksek miktarda varlığa sahip olmasını gerektirir. Belirli bir düzeyde zengin müşterilere hizmet veren özel bankacılık olarak da bilinir. Yirminci yüzyılın son yirmi-otuz yılı boyunca bu alana odaklanılarak bu alanlarda profesyonel hizmet sunulmaktadır.

Temelde İslami varlık yönetimi geleneksel sistemden ne ölçüde farklıdır? Yeni İslami finans disiplini öncelikle İslam hukukuna uygunluğa bakmaktadır. İslam hukuku belirli yasaklara uymayı gerektirir (örneğin: *ribâ*: yaygın biçimde genel manada faize eşitlenir. *Gharar*: Aşırı risk ve belirsizlik; *maysir*– kumar; domuz, sarhoş edici içki, pornografi vb. gibi kendi başlarına yasaklı olan şeyler).<sup>5</sup>

İslami varlık yönetimi İslami finansın bir parçası olarak ortaya çıkmıştır. Aynı özellikleri, temel ilkeleri, avantajları ve sınırları paylaşır. Hukuki farklılıklar dışında İslami finans geleneksel finansa dayanır. Buradaki ölçü onun belirli bir mihengi noktası olarak görülen LIBOR türünden faiz temelli araçlara dayanmaması veya içermemesidir. İslami varlık yönetimi de benzer sınırlamalara ve tehditlere maruz kalmaktadır.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup>Alsayed, Nidal, **Shari'ah Parameters of Islamic Derivatives in Islamic Banking and Finance: Shari'ah Objectives vs. Industry Practitioners**, ISRA, May 2009, <http://www.kantakji.com/fiqh/files/finance/n362.pdf>.

<sup>6</sup>M Omar Farooq, **Islamic Wealth Management**, 2009, s.7.

## 2.2 Servet Tanımı

Genel manada varlık ekonomik değer kalemlerinin bolluğu, bu kalemlerin kontrolü veya mülkiyetini ifade eder. Varlık parayı, gayrimenkulü ve kişisel mülkleri içerir. Birçok ülkede varlık sağlık, yiyecek, barınma gibi temel hizmetlere erişimine göre ölçülür. Varlıklı veya zengin bir kişi toplumda ya da referans grubundaki diğer kişilere nispeten önemli bir varlık biriktirmiş kişidir. Bu nedenle varlıklı olmak görecelidir. Bu durum sadece toplumdan topluma değişmekle kalmayıp belirli bir toplum içerisinde kesimler veya bölgelere göre de farklılık arz eder. Bu durumu şu şekilde sınıflandırmak mümkündür:

### 2.2.1 Gelişme İhtimali Olan Servet

Gelişme ihtimali olan varlık dünyanın en geniş kısmını kapsar. Kişi başına \$5.000 ile \$25.000 arasında değişen bir varlıktır. Ağırlıklı olarak Çin, Rusya, Brezilya, Mısır, Endonezya, Filipinler ve Türkiye gibi yoğun nüfuslu ülkeleri içerir. Bu bandı aynı zamanda AB dışındaki birçok geçiş ülkesini de kapsamaktadır. (Arnavutluk, Azerbaycan, Ermenistan, Bosna Hersek, Gürcistan, Kazakistan, Kırgızistan, Makedonya, Moğolistan ve Sırbistan), birçok Latin Amerika ülkesi (Arjantin, Ekvator, El Salvador, Panama, Paraguay, Peru ve Venezüella)<sup>7</sup> takip etmektedir.

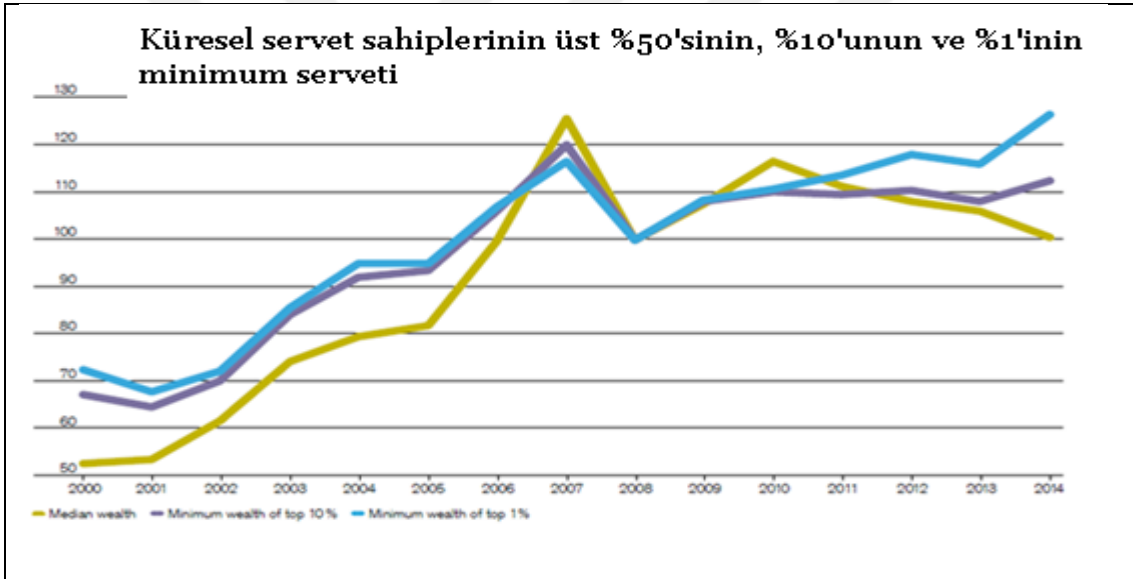
Varlık dayanıklı nesnelere ya da tüm yatırıma dönüştürülmüş, mevcut geçmişe ait net tasarrufların biriktiği bir havuz olarak kabul edilir. Örneğin kişinin eğitimine yatırım yapması varlık teşkil edebilir. Ayrıca eğitim becerileri ve uzmanlık alanlarını geliştirmektedir. Genelde varlık üretimle artar, tüketimle azalmaktadır<sup>8</sup>. Varlık ayrıca artık gelir olarak tarif edilebilir. O, bir ailenin gündelik ve temel ihtiyaçlarının dışında kalan kısmıdır. Gelir ve varlık iki farklı şeydir. Bunlar ilişkilidir ama aynı şey değildir. Varlık zamanın herhangi bir noktasında ekonomik değere ait tüm kalemlerin stok miktarıdır. Ancak gelir bir ay ya da yıl içerisinde varlıkların akışını temsil eder. Başka bir deyişle gelir içeri giren varlıkların miktarı iken varlık

<sup>7</sup>Credit Suisse, **Global wealth report** 2014, s.26

<sup>8</sup> Datuk Dr. Syed Othman Alhabshi, **Wealth Planning and Management**, 2011, s.44

belirli bir sürede biriken varlık miktarıdır.2.2.2 Orta Düzey Servet

Ara varlık grubu \$25.000-\$100.000 ortalama servete sahip ülke grubunu kapsar. Bazı AB ülkeleri (Portekiz ve Slovenya) bu bandın en tepesinde konumlanır, öte yandan AB'ye yeni girenler (Çek Cumhuriyeti, Estonya, Macaristan, Polonya ve Slovakya) alt grupta yer alır. Ara grup aynı zamanda bazı Ortadoğu ülkelerini kapsar (Bahreyn, Umman, Lübnan ve Suudi Arabistan), bunlara Asya'da (Kore, Malezya) ve Latin Amerika'da (Şili, Kolombiya, Kosta Rika, Meksika ve Uruguay) yeni ortaya çıkan önemli piyasalar da dâhildir.



Şekil 2: 2014'Te küresel Varlık Sahiplerinin miktarı

**Kaynak:** James Davies, Rodrigo Lluberas and Anthony Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2014.

Bu şekilde küresel varlığın hane ve bireylere nasıl dağıldığı gösterilmektedir. Bölge ya da ülkeler ele alınmamaktadır. Eldeki hane serveti düzeyine dair veriler ülkedeki varlık dağılım modeline dair bilgiye yer verilmektedir. 2014 tahminine göre borçlar çıkartıldığında zengin dünya insanları arasına girmesi için bir kişinin \$3,650 düzeyinde olması beklenmelidir. Ancak üstteki yüzde onluk zenginler kulübüne üye olmak için \$77,000 gerekmektedir. Yüzde birlik en üst dilime girmek içinse \$798,000 ihtiyaç vardır. Dünya nüfusunun yarısı toplam zenginliğin yüzde birinden daha azına sahiptir. Bu keskin karşıtlık dâhilinde en zenginler

dünya servetinin yüzde 87'sini elinde bulundurmaktadır. En üstteki %1'lik dilim küresel varlıkların %48,2'sine sahiptir.<sup>9</sup>

### 2.2.3 Yüksek Gelirli Bireyler (HNWI)

Bir milyon doların üzerindeki servetlerin yönetimi yeni bir yaklaşımı gerekli kılmaktadır. Yüksek gelir kaynakları verileri hane halkı anketleriyle bağlantılı olduğu için güvenilir değillerdi. Bu sorunu istatistiki verilerle aşıldı. Yüksek gelirli kişilerin 50 milyon dolara kadar olan bir grupta ele alındı. 50 milyon dolar ve üst kısım ise yüksek gelir gurubu olarak belirtilmiştir

Söz konusu bireylerin varlık portföyleri de benzerdir. Finansal varlıklara bakıldığında özellikle uluslararası piyasalarda iş yapan kamu şirketlerindeki öz sermayeleri ele alınırsa şu şekilde bir durum gözlemlenmektedir. 2014 ortasında 35 milyon HNWI bulunmaktadır. Bu grup 1 milyon dolar ile 50 milyon dolar arası servete sahiptir grubun önemli bir bölümü (30.8 milyon) 1-5 milyon aralığındadır. Grubun diğer bir bölümü 5 ila 10 milyon dolar arası 2.5 milyon kişi oluşmaktadır. 1.4 milyonu ise 10-50 milyon dolar aralığında varlığa sahiptir.<sup>10</sup> 2007-2009 arası dönemde Avrupa daha çok HNWI bireyine sahip olma noktasında Kuzey Amerika'yı geçmiştir. Ancak Kuzey Amerika liderliği 2010'da geri almıştır. Şimdi ise aradaki farkı çok aşmıştır. Kuzey Amerika'da bu sayı 15 milyon iken (toplamın %44'ü) Avrupa'da 11.7 milyondur (%34). Hindistan ve Çin ise (Asya-Pasifik ülkeleri hariç) 5.6 milyon üyeye sahiptir (%16). Tahminlerimize göre Çin'de 1.2 milyon HNWI birey vardır ve bu rakam dünya toplamının %3.4'ünü oluşturmaktadır. Geri kalan 925,000 HNWI bireyi (toplamın %2.7'si) Hindistan, Afrika ya da Latin Amerika'dadır.<sup>11</sup>

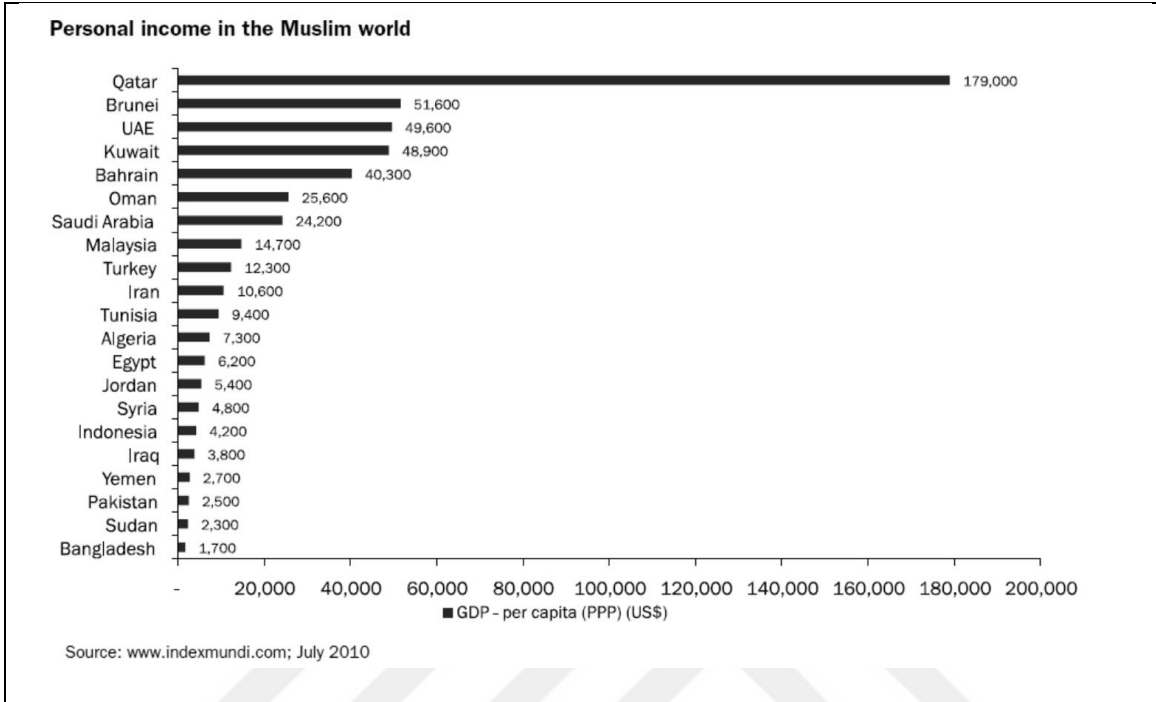
Bu şekilde yüksek gelirli bireylerin artmakta olduğunu görülmektedir. Şeriata uygun varlık yönetimine ihtiyaç duyulmasının nedeni de bundan kaynaklanmaktadır. Katar gibi kimi ülkelere baktığımızda ise servetin epey yüksek olduğu görülmektedir.

---

<sup>9</sup> James Davies, Rodrigo Lluberas and Anthony Sharrock's, Credit Suisse **Global Wealth Report 2014**, s.11.

<sup>10</sup> James Davies, a.g.e, s. 17.

<sup>11</sup> Credit Suisse, **Global wealth report 2014**, s.27



Şekil 3: Müslüman dünyada kişisel gelir

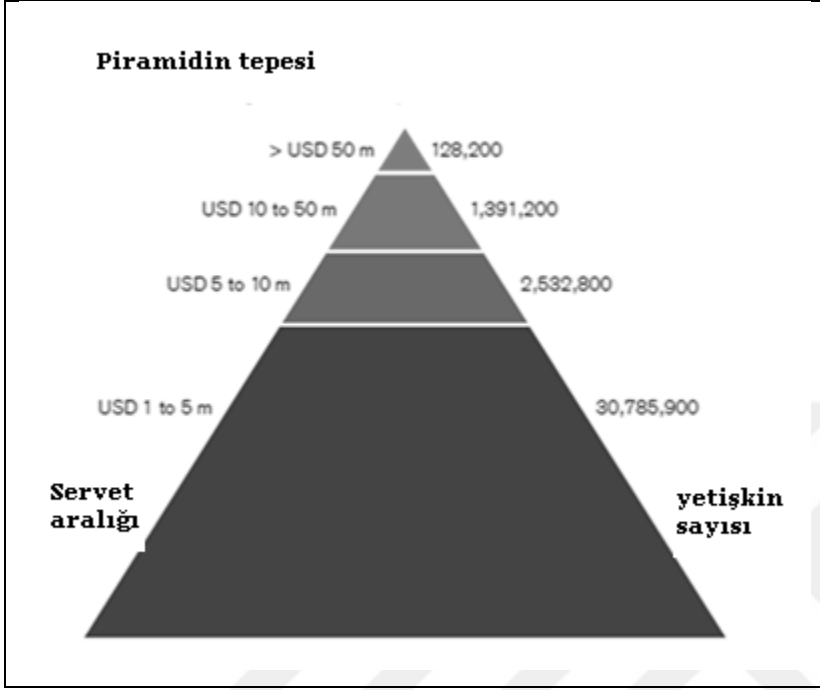
**Kaynak:** Credit Suisse Global Wealth Databook 2014.s.87

Burada ki şekil yetişkinlerdeki servet aralığının artışına paralel belirli bir servet artışının yaşandığını göstermektedir.

#### 2.2.4 Aşırı yüksek gelirli bireyler (UHNWI)

Credit suisse göre dünya genelinde 128.200 UHNW birey bulunmakta ve bu zenginler grubunun servetleri \$50 milyon aşmaktadır.<sup>12</sup> İlgili kesimin 45.200'ü en az \$100 milyon düzeyindedir. 4,300'ü ise \$500 milyon üzerinde varlığa sahiptir

<sup>12</sup>Credit Suisse, **Global wealth report** 2014, s.37



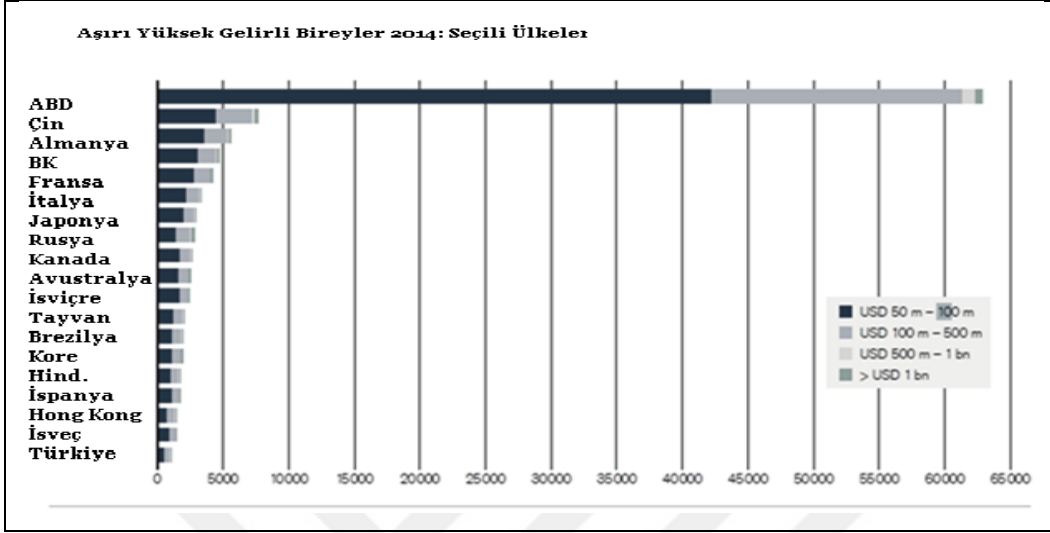
Şekil 4: Yetişkin sayısı varlığın dağılımı

**Kaynak:** Credit Suisse Global Wealth Databook, Switzerland, 2014.s.26

Bölgesel sıralamada Kuzey Amerika hâkim konumdadır. Burada 65,500 UHNW ikamet etmekte iken (%51) Avrupa'daki 31,400 (%24.5), Çin ve Hindistan (Asya-Pasifik hariç) ülkelerinde 16,600'dür (%13). Tekil ülkeler arasında ABD 62,800 UHNW bireyle en üst sıradadır. Bu, toplam grubun %49'una denk gelmektedir. Söz konusu rakam 2013 ortalarına kıyasla 9.500'lük bir artışı göstermiştir. Bu artış 7.600 kişinin (dünya toplamının %6'sı) ikamet ettiği ve ikinci sırada yer alan Çin'deki sayıdan bile fazladır. Birleşik Krallık ikinci en yüksek rakama sahiptir (1,300'den 4,700'e). Almanya (5.500) ile çinden sonra dördüncü sıradadır. Bu ülkelerde ilgili sayıya 550 kişi eklenmiştir. Brezilya (1,900), Kanada (2600) ve Hong Kong'da (1,500). Rusya (2,800) ve Hindistan (1,800) ile ilgili rakamlar neredeyse hiç değişmemiştir.<sup>13</sup>

<sup>13</sup>James Davies, Rodrigo Lluberas and Anthony Shorrocks, Credit Suisse **Global Wealth Report 2014**,p.28





Şekil 5: 2014’Te seçili ülkelerde aşırı yüksek gelirli bireyler

**Kaynak:** : James Davies, Rodrigo Lluberias and Anthony Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2014, s.27

### 2.3 Servet Sahibi Olma Hakkı

Servet her rasyonel insan için esastır. Burada amaç iç rahatlığı ve güvenlik gibi temel ihtiyaçların giderilmesidir. İrrasyonel olan durum sınırsız servet peşinde koşmayı hayatının amacı kabul etmektir.

Tablo 1: Çeşitli Bakış Açılarında Servet Anlayışları

Anlayış	Kapitalizm	İslam	Sosyalizm
Servet/Kaynaklar	Kaynakların kıtlığı	Allah’ın ihsanı ve kıtlık yok	Kaynakların kıtlığı
Mülkiyet	Bireysel özgürlük	Emanet	Emeğin sömürülmesi
Yaşam tarzı hedefleri	Kişisel memnuniyet (ihtiyaçlar ve istekler)	Felah (refah)	İşçiler arasında eşit refah

Kaynak: Wealth planing and management, 2011, s.39

Kapitalist ekonomide “servet” yeterli miktarda biriken parasal değere sahip her şeydir. Servet

sahibi olma hakkı bir kişinin görece gücünü ve statüsünü tayin eder. Tablo 1’de tarif edildiği gibi, ister kapitalizme ister sosyalizme isterse İslam’a dayanana asli anlayışlar fiiliyatta felsefi temalara sahip jenerik anlayışlardır. Bu asli anlayışlar toplandığında bir bütün olarak varlık yönetimi dünyasına ilişkin katkı sunulmuş olunacaktır. İnsanlar bir kaç kuşak aktarılabilen varlıklara sahip olabilirler ama bu varlıklar en geniş manada sahibine ya da topluma belirli bir fayda getirmez. İslam ise Müslümanlara dayanıklı ve cazip varlık elde etme imkânı sunmaktadır. Bu nedenle Müslümanları ailelerinin geçimleri için meşru bir kaynaktan gelir elde etmeye teşvik etmektedir. Öte yandan elde ettikleri servetin kendilerine, ailelerine ve topluma iyi, faydalı ve yararlı olmasını sağlamaktadır.<sup>14</sup> İslami bakış açısından tüm servet nihayetinde Allah’a aittir, insan sadece emanetçidir. Kur’an, yerde gökte ve toprağın altında ne varsa Allah’a aittir<sup>15</sup> buyurmakta ve devamında şunu söyler “[...] Allah’ın sana verdiği servetten onlara da ver.”<sup>16</sup> Bu ayetler de görüldüğü gibi Allah servetin mutlak sahibi olduğunu izah etmektedir. O serveti dilediğine verme konusunda sorgusuz sualsiz hak sahibidir. İnsanın rolü ise emanetçi olarak serveti Allah’ın himayesinde elde tutmaktır. “Biz emaneti, göklere, yere ve dağlara sunduk; onu yüklenmekten kaçındılar, sorumluluğundan korktular. Pek zalim ve cahil olan insan onu yükledi.”<sup>17</sup>

Günümüz âlimlerinden Şeyh Yusuf Karadavi bu ayeti şu şekilde tefsir eder: Allah büyük emaneti yerlere, göklere ve dağlara sunmuş ama onlar kabul etmemiştir. Bu emaneti Allahın yeryüzündeki vekili olarak tayin edilen insana bahşedilmiştir. Bu tayin insanı Allah’a karşı sorumlu tutmuştur. Bunun sonucunda Allah insana ödül ya da ceza verecektir. Bu emanetin nimeti ise Allah tarafından insana zeka, irade gücü ve tercih özgürlüğü verilmiştir.

Servet sahibi olma konusunda ilk hak Allah’a aittir ancak O’nun bizim algıladığımız biçimiyle bir “servete ihtiyacı yoktur. O’nun bize bahşettiği servetten istifade etme koşullarını belirlemiştir. Yukarıda belirtildiği üzere İslam serveti bize emaneten verilmiş bir şey olarak görmektedir, dolayısıyla Müslümanların servetin oluşturma ve harcanma konusunda hesap vereceklerini belirtmiştir. Bu amaçla İslam Müslümanların servetlerini ömürleri boyunca nasıl

---

<sup>14</sup>Al-Zuhayli, Wahbah (2002), **Al-Fiqh al-Islami wa Adillatuh**. Juz. 4, Damsyik: Dar al-Fikr, s.25.

<sup>15</sup>**Qur’an**: 20:6

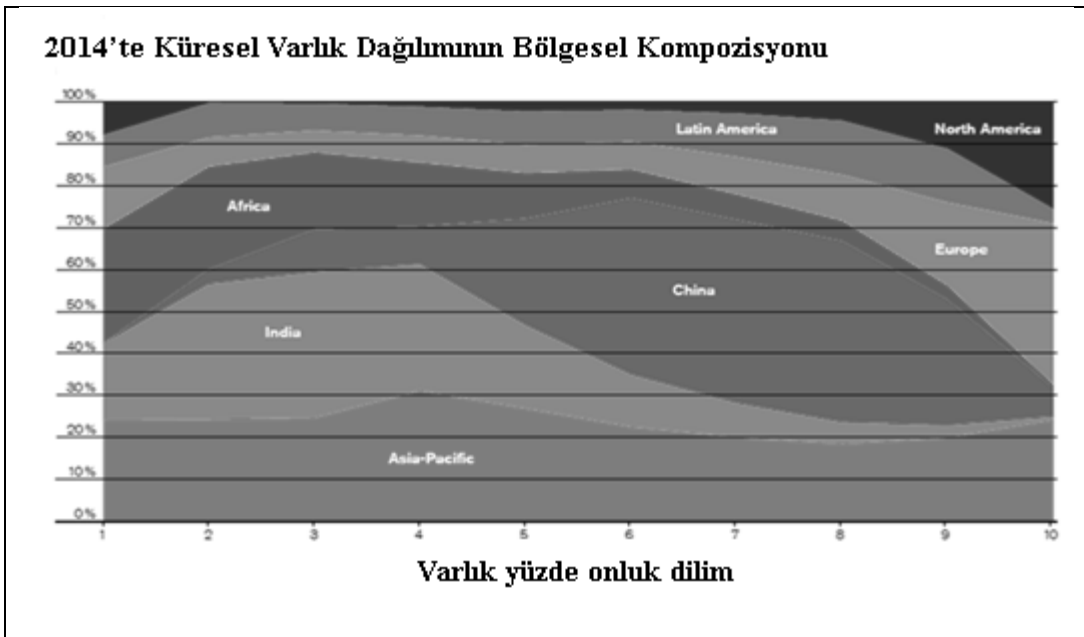
<sup>16</sup>**Qur’an** 24:33

<sup>17</sup> Sheikh Yusuf Al-Qaradawi , **Qur’an**, 33:72

harcayacakları, öldükten sonra nasıl dağıtacakları konusunda bir rehberdir. Ancak bu sayede elde edilen servet kutsal ve bereketli olur. Servet bu bağlamda insana ve başkalarına fayda getiren servettir. Hz. Muhammed'in (sav) ifadesiyle, "veren el alan elden üstündür." Veren el başkalarına fayda sağlayan el iken alan ise fayda temin eden eldir. Bu nedenle İslam'da servet ekonomik sistemin genişlemesi ve gelişmesi için hayati önem arz etmektedir. Müslümanlar zekat vererek (servetin arındırılmasına dair bir yöntem) Allah'a hizmet edebilirler. Hz. Muhammed (sav) "Müslüman servetini fakire, yetime ihtiyaç sahibi bir seyyaha verilmesi hayırlıdır" buyurmuştur. İslam her daim ihtiyacı olanlara zekât ve sadaka vererek Allah'ın lütfunu kazanmanın önemine vurgulamıştır.

#### 2.4 Servetin bireyler arasında dağıtılması ve küresel servet

Aşağıdaki şekil küresel servetin hanelere ve bireylere nasıl dağıtıldığını göstermektedir (bölge ve ülke dağılımına burada yer verilmemektedir). Hane serveti düzeyiyle servetin ülkeler dâhilindeki veriler dağılımı birleştirilmiştir. Bir kişinin credit suisse tahminlerine göre 2014 yılı ortasında borçlar çıkartıldığında zengin dünya bireyleri arasına girmesi için sadece \$3,650 ihtiyacı vardır.



Şekil 6: 2014'te Küresel Varlık Dağılımının Bölgesel Kompozisyonu

Kaynak: Global wealth report Switzerland, 2014, s.12

Ancak üstteki yüzde onluk zenginler kulübüne girebilmesi için \$77,000 gerekmektedir. Yüzde birlik en üst dilime girmek içinse \$798,000 ihtiyacı vardır<sup>18</sup>.

Bu karşıtlıklar dâhilinde en zengin grup dünya servetinin yüzde 87'sini elinde bulundurmaktadır. En üstteki yüzde birlik dilim küresel varlıkların %48.2'sine sahiptir. Credit suisse göre 2000 yılına ait dağıtım göstergelerine bakıldığında küresel ortalama servet (yani üst yarıma ait minimum net servet) 2010'dan bu tarafa her yıl azalmıştır. Bu ortalama servetin hızlı yükselişinin bir sonucudur.

Üst yarımın asgari serveti 2010'den beri çok az değişmiştir. Üst yarıma girmek için \$163,000'a ihtiyaç vardır. Kriz sonrası bu rakam \$635,000 idi. Bu bulgular son yıllarda küresel servet eşitsizliğinin arttığını göstermektedir. Ancak ilgili sonuçlar ayrıca finansal kriz sonucu ters bir eğilimin ortaya çıktığının da delilidir. Ortama servet artışı 2000-2007 arası dönemde üst yüzde birin asgari servetinden daha hızlı yükselmiştir. Bireylerin küresel servetteki %10'luk dilime alınmaları bölgesel servetin yükselmesine imkânı vermektedir. Burada en fazla öne çıkan özellik Çin ile Hindistan arasındaki karşıtlıktır. Çin üst dilimde çok az temsilciye sahipken üst orta kesimde bir %40'lık bir yoğunlaşma sözkonusudur. Çin'in üst orta kesimde oluşu sadece nüfusunun büyüklüğünü ve servetteki ortalama büyümeyi değil ayrıca servet eşitsizliğini de göstermektedir. Bu eşitsizlik gelişmekte olan dünyanın standartlarından yüksek değildir. Genel dünya çerçevesi içerisinde Çin'in konumu son on yıl içerisinde güçlü büyüme rakamları, artan varlık değerleri ve parasının değerlenmesi sonucu sağa doğru kaymıştır. Bugün Çin üst yüzde onluk dilimde ABD ve Japonya hariç tüm diğer ülkelerden daha fazla zenginliğe sahiptir. Bu sayede Fransa, Almanya, İtalya ve Birleşik Krallığı geçerek üçüncü sıraya yükselmiştir. Diğer taraftan bakıldığında ise Hintliler alt katmanda yoğunlaşmaktadır. Dağılımın alt yarısındaki insanların dörtte biri Hintliler oluşturmaktadır. Ancak aşırı servet eşitsizliği ve yoğun nüfusla birlikte Hindistan da üst kesimde önemli bir orana sahiptir.

---

<sup>18</sup>James Davies, Rodrigoluberas and Anthonyshorrocks, credit Suisse, **global Wealth Databook**, 2014, s.13

Latin Amerikalılar ise küresel servet spektrumuna dağılmış durumdadır. Asya-Pasifik bölgesi (Çin ve Hindistan hariç) hâlen küresel gidişatı taklit etmektedir. Hong Kong, Japonya ve Singapur gibi yüksek gelirli Asya ülkelerine mensup kişiler, üst kısımda yoğunlaşmıştır. Bu kişilerin yarısı üst %10'luk dilimdedir. Diğer taraftan Bangladeş, Endonezya, Pakistan ve Vietnam gibi alt gelirli ülkelere mensup kişilerde ise servet dağılımı aşağı çekme yönündedir.<sup>19</sup>

Asya-Pasifik grubundan yüksek gelirli ülkeler çıkartıldığında geri kalan ülkelerdeki servet modeli Hindistan'dakine benzemektedir. Her iki bölgesel gruplama alt yarımın dörtte birine katkı sunmaktadır. Afrika ise spektrumun altında yoğunlaşmaktadır. Afrikalıların yarısı alt yüzde yirmilik dilim içerisinde. Aynı zamanda Afrika'daki ülkelerde servet eşitsizliği farkı o kadar yüksektir ki bazı kişiler alt dilime girerken bazıları üst %1'lik dilim içerisinde.

Kuzey Amerika ve Avrupa en üst grupta yer almaktadır. Üstteki %10'luk dilimin %64'ü bu ülkeleri göstermektedir. Avrupa ise tek başına üst %10'luk onluk dilime mensup üyelerin %38'ine sahiptir. Bu da büyük ölçüde son on yıl içerisinde Euro'nun dolar karşısında değer kazanmasının bir sonucudur.

## 2.5 Servet Biriktirme Yöntemleri

Servet Biriktirme birçok geleneksel profesyonel varlık plancısı ve yöneticisi tarafından varlık yönetiminin en önemli işlevi olarak görülür. Buradaki temel amaç, bir kişinin hayatı dâhilinde yüzleştiği finansal ihtiyaçları ve belirlediği hedefleri en kısa sürede karşılamak için gereken toplam sermayeyi biriktirmektir.<sup>20</sup>

Servet birikimi; birikmiş servet ve tasarruflar için maksimum getiri oranını elde etmek anlamına gelir. Yatırıma dönüştürülmüş sermayenin korunması böylelikle her koşulda

---

<sup>19</sup>credit suisse, **Global Wealth Databook**, 2014, s.36

<sup>20</sup> Dalton and Fisher 2012, **Personal Financial Planning: Theory and Practice**, s.47.

kaybolmaması için geliştirilen bir yatırım stratejisidir. Daha genel manada servet birikimi değerli nesnelere toplanması ve biriktirilmesini ifade eder. Bu da servetteki artışa ya da servet oluşturmaya denk düşer.

Servet biriktirmedeki başarı varlık tahsis stratejilerine dayanır. Burada amaç riski minimize edip getirileri maksimize etmektir. Bu, portföyü farklı ve ilişkisiz varlık sınıflarına ayırmakla mümkündür.

Servet birikiminin asıl amacı birikmiş servetin korunmasıdır. Sermaye artışı gerçekleştirmek yerine tüm koşullarda birikmiş servetin korunmasını sağlanmalıdır. Yüksek gelirli bireylerin büyük bir bölümü bu korumayı sağlamıştır.

Ne kadar çok ana sermayeden kaybedilirse hedeflenen birikimi elde etmek için o kadar çok yatırım getirisine ihtiyaç duyacağımızdır. Yüksek yatırım getirisi aynı zamanda daha yüksek düzeyde risk almak anlamına gelmektedir. Bu nedenle mevcut birikmiş servetteki dikkatsiz bir kayıp biriktirme işini daha da güçleştirecektir. Bundan dolayı birçok varlık plancısı sermaye artışından çok sermayenin korunması için servet yaratmayı asıl hedef belirler. Ancak bu, sermayemizi güvence altına alacak sabit vadeli mevduatlara tüm birikmiş servetimizi yatırmak anlamına gelmemelidir bunların yanında diğer faktörlerin de dikkate alınması gerekir.

Alım gücünün kaybolmasına karşın servet birikiminde ciddi bir sorun olmaktadır. Enflasyon ve paranın zaman değeri de aynı zamanda dikkate alınmalıdır. Enflasyon birikmiş servetin mevcut değerini sadece aşındırıp küçültmekle kalmaz aynı zamanda servetin getirisini de azaltır, böylelikle net getirileri de düşürmektedir.<sup>21</sup> Öz sermaye gibi enflasyondan etkilenen yatırımlar ana sermaye kaybında en büyük riski taşımaktadırlar.

Her ne kadar servet birikimi çoğunlukla yatırımla ifade edilse de reel sermaye malların servete eşit olmakla beraber, o aynı zamanda soyut üretim araçlarına yapılan reel yatırımı ya da

---

<sup>21</sup>Suze Ormon, **The Road to Wealth : A Comprehensive Guide to Your Money**, 2003, ss.25-27.

varlıklara dönük finansal yatırımı da ifade etmektedir. İkamet amaçlı gayrimenkuller üretken olmayan fiziki varlıklara dönük yatırımlar ya da “insan sermayesi birikimi” de buna dâhildir. İnsan sermayesi potansiyel işgücü becerilerini artırmak amacıyla elde edilen yeni eğitim ve öğretimi içermektedir.



Şekil 7: Sürekli geri çekilme karşısında varlığın ayakta kalmasına ilişkin etkiler  
Kaynak: Varlık Planlaması ve Yönetimi,2011, s.13.

Kimi uzmanlara göre varlık, çalışmadığımızda hayatta kalmamızı sağlayan şeydir.<sup>22</sup> Emekli olduğumuzda ya da çalışmadığımızda önemli olan net servettir, gelir değildir. Asıl soru ise belirli bir miktar servetin ne kadar süre varlığını koruyacağıdır. Hazır Paranın tüketimiyle alakalı bir araştırmaya göre para tüketim oranları %3 ile %8 arasındadır. Servetin ne kadar süre varlığını koruyacağı meselesi para tüketim oranının tüm varlıklarda kaç kez geçerli olduğuna bağlıdır. Örneğin %100'den bir yılda %3'lük bir para tüketimi varlığın 33.3 yıl yaşamasını sağlamaktadır; %4'te bu süre 25 yıldır. %8'de 12.5 yıl vb. Bu durum sermayedeki her türden büyümeyi ya da getiriye göz ardı edilmektedir.

Tasarruf servet birikimine önemli katkı sağlamaktadır. Servet birikiminin üç ana yolu vardır.

- Ne kadar çok tasarruf edersek o kadar çok birikir.  
Bu basit manada ne kadar çok tasarruf edersek o kadar çok kaynağa yatırım

<sup>22</sup>David Bach, **The Finish Rich Workbook: Creating a Personalized Plan for a Richer Future**, 2003, s.19

yapmamız gerektiğini, birikim hedefine ulaşmak için varlıklarımızın o denli büyüyeceğini ifade etmektedir.

- Ne kadar çok tasarruf edersek o kadar az harcarız.  
Kendimizi daha fazla tasarruf etmeye zorladığımızda daha az harcamak zorunda kalırız. Böylelikle harcamalarımızı kontrol eder, kendimize başka imkanlar oluştururuz.
- Ne kadar çok tasarruf edersek o kadar çok yatırım oranına ihtiyaç duyarız.  
Esasında ne kadar çok tasarruf yaparsak varlık yatırımlarımız o ölçüde artmaktadır.

## 2.6 Servet Biriktirme Konusuna İslam’i Yaklaşım

Kimi âlimler servet yaratmanın uygun bir ifade olmadığını düşünmektedirler. İnsan sadece Allah’ın yarattıklarını başka bir şey üretmek için kullanabilir. İnsanın hiçlikten bir şey yaratma kapasitesi yoktur. Örnek olarak insan bir canlıyı klonlayabilir ama hiçlikten bir hayat yaratamaz. Bu anlayış üzerinden “servet yaratma” yerine” servet üretme” ifadesini kullanmak uygun görülmüştür.

“Servet biriktirme” kavramında anlamsal olarak bir sorun yoktur. Bu kavram bir kişiye ait servetin mevcut olana daha fazla servet eklenmesi suretiyle artırılması anlamına gelir. Harcamak yerine biriktirme niyetliyle istifleme yamak uygun değildir. Zira istifleme servetin ekonomi içerisinde dolaşmasına mani olacak ve ekonominin büyümesini engelleyecektir. Harcama servetin ekonomi içinde dolaşmasını sağlayarak, daha fazla servetin üretilmesine olanak sağlamaktadır.

Servet biriktirmeyle ilgili olarak Kur’an şunları söyler: “Altın ve gümüşü biriktirenler ve Allah yolunda harcamayanlara cehennem azabı vardır. Cehennem ateşiyle yandıkları gün alınları, böğürleri ve sırtları dağlanacaktır. Onlara ‘bu, kendiniz için biriktirdiğinizdir, biriktirdiğinizi tadın’ denilecektir.”<sup>23</sup> Bu ayet serveti biriktirenleri ve Allah yolunda harcamayanları açık bir

---

<sup>23</sup> Qur’an, 9:35.



dille uyarmaktadır. Bu ayette asıl vurgulanmak istenen servet biriktrime eylemi değil servetin Allah yolunda harcanmamasıdır.

Allah yolunda harcamak aynı zamanda kendine, akrabasına, komşularına ve başkalarına harcama yapmayı da içerir. Bu harcamanın olmaması istiflemeye işaret etmektedir. Servetin ekonomi içerisinde dolaşmaması ekonomiye yavaşlatmaktadır. İstiflenmiş servetten zekât alınmasının da sebebi budur.

Ayrıca Kur'an başkalarının haklarını gasp ederek biriktirilen serveti de bu ayetle uyarmaktadır. Kur'an bu hususta şöyle buyurmaktadır: “Yetimlerin mallarını haksız yere yiyenler, kesinlikle karınlarına sadece bir ateş yerler ve yarın çılgın bir ateşe yaslanırlar.”<sup>24</sup> Ayrıca şu ayeti aktarmak gerekir: “Onlar ki hem kıskanır, cimrilik ederler, hem de herkese cimrilik tavsiye ederler ve Allah'ın kendilerine lütfundan verdiği nimeti gizlerler. Biz kâfirlere alçaltıcı bir azap hazırladık.”<sup>25</sup>

Yukarıda kastedilen şey, İslam'ın özel mülkiyete karşı olduğundan değildir. Servet sahibi olmak güç ve özgürlük sahibi olmaktır. Hayvanların mülk sahibi olma imkanı yoktur. Başka bir deyişle İslam özel mülkiyet hakkına sadece izin vermekle kalmaz aynı zamanda bu hakkı desteklemektedir.

Adalet, tüm insanlara çalışma ve hukuki araçlarla servet elde etme imkânı vermeyi amaçlar. Çok çalıştığını ve verimli olduğunu kanıtladığında bir insan başarıyı hak eder. Bu anlamda Kur'an şunu söylemektedir: “İyiliğin ödülü iyilik değil midir?”<sup>26</sup>. Bu ayet bize iyiliğin ödüllendirilmesi, ödülün de iyilik olması gerektiğini söylemektedir.

İslam'a göre bir insan sınırsız kadar servet edinebilir, bunu hukuki araçlarla yapmalı ve yine hukuki yollardan harcayıp yatırıma dönüştürmelidir. Bu da insanın servet elde ederken yasadışı yollara itibar etmemesi gerektiği göstermektedir.

---

<sup>24</sup> Qur'an, 4:10

<sup>25</sup> Qur'an, 4:37.

<sup>26</sup> Qur'an, 55: 60

İnsan başkalarının haklarına el koymamalı, gasp etmemelidir. Kur'an bize kanunsuz yollardan servet biriktirmek yerine Allah'ın lütfunu kazanmaya daha fazla önem vermeyi öğretir. Bu anlamda Kur'an şöyle buyurmaktadır: De ki, "Allah'ın ihsanı ile ve rahmetiyle, yalnızca bunlarla sevinç duysunlar. Bu, onların biriktirip durduklarından daha hayırlıdır."<sup>27</sup> Servet biriktirmede Allah'ın lütfuna mazhar olmak, servetin kendisinden daha hayırlıdır. İnsanın ne kadar serveti olursa olsun, Allah'ın lütfundan uzak isek bize bu en büyük kayıp olur.

Harcama yoluyla servet üretme İslam'ın yoğun biçimde teşvik ettiği bir husustur. Kuran'da ve Hadis'te buna dönük çok sayıda ifadeye rastlamak mümkündür: "Allah'ın sana muhafaza etmen için verdiği serveti müsrife verme. Onları o servetle besleyip giydir, onlara kibar konuş." İslam'da servet atıl tutulmamalı, yatırıma dönüşmelidir. Örneğin altın atıl tutulursa o altın karşılığında zekât verilmelidir. Bir hadiste Peygamber efendimiz şöyle buyurmaktadır. "Atıl bir toprağı kim işlerse o ona aittir."<sup>28</sup>. Kanuni yollardan servet oluşturma ve üretmeye çalışan Müslüman'a örnek bir şahsiyet Abdurrahman bin Avf'tır. O cebinde tek kuruş yokken eşlerine öldüğünde 80.000 dinar (bugünkü karşılığı 5,6 milyon dolar) bırakmıştır. Bu da İslam'ın servet elde etmeyi yasaklamadığını kanıtlar. Ayrıca Avf'ın bir tarlasını 40.000 dinara (2,8 milyon dolara) sattığı, eline geçen parayı da Benuzenhra kabilesinden fakir Müslüman akrabalarına dağıttığı, bir kısmını da Peygamber'in eşlerine verdiği de söylenmektedir.

Bildirildiğine göre Avf 700 deveden oluşan bir kervanı bağışlamıştır. Ölmeden önce 50.000 dinar (4,2 milyon dolar) miras bırakmıştır. Bunun Allah yolunda harcanmasını vasiyet etmiştir. Küçük bir kısmı hayır işlerine ayrılmış, zekâtını vermiştir. Şu Hadiste peygamber efendimiz; "hakiki ve dürüst bir tüccar ahiret gününde peygamberlerin, hakikat ehlinin ve şehitlerin safında olacaktır." (Buhari)<sup>29</sup> buyurmaktadır. İslam sadece kişisel mülkiyet elde etme hakkını korumakla kalmaz aynı zamanda bu servetin korunup miras bırakılması ile ilgili kanunları belirler. Bu yolla İslam onlara güven aşılıp hayatlarını idame etmesini söylemektedir. İslam'ın kişisel mülkiyet hakkını düzeltmesi ekonomiye ve bütün olarak millete de fayda sağlar. Özel sektör kamu sektörüne göre daha fazla servet üretmektedir. Zira şahsi teşebbüsler

---

<sup>27</sup>. Qur'an, 10:58

<sup>28</sup> Sahih Al Bukhari, Volume 4, Book51, No.11

<sup>29</sup>Sahih Al Bukhari, a.g.e, s. 12.

özel sektörde genel manada insanları daha fazla verimli ve üretken kılar, bu kamu sektöründe ise tam tersidir.

Kur'an şöyle buyurmaktadır: “Ey inananlar! Cuma günü namaz için çağrıldığı zaman, Allah'ı anmaya koşun, alışverişi bırakın. Eğer bilerseniz, bu sizin için daha hayırlıdır. Namaz kılındıktan sonra yeryüzüne dağılın ve Allah'ın lütfundan nasibinizi arayın. Allah'ı çok anın ki kurtuluşa eresiniz.” (62:9-10)<sup>30</sup> Yukarıdaki Cuma Suresi'ne ait ayetlerin de açık bir biçimde gösterdiği üzere Müslümanlar Cuma namazlarını kıldıktan sonra helal yollardan nasiplerini aramalıdır. İslam' göre servet kesinlikle dürüst bir şekilde biriktirilmelidir. Müslüman din görevlileri ve âlimlere servet temini yasak değildir. Ancak onların sıradan Müslüman'a kıyasla daha makul bir düzeyde iş tutması gerekir. Bu onların Allah'a olan imanlarının derecesini ve dini lider olarak iyi örnek teşkil etme rollerini gösterir. Bu nedenle genel tutuma göre İslam'ın servet elde etmeyi teşvik etmediği tespiti tümüyle yanlıştır.

Bu nedenle servet sadece dolaşıma sokulmakla kalmamalı aynı zaman en geniş biçimde dolaşımda olmalıdır. Allah servetin zenginler arasında dolaşmasını yasaklar. Bu, küçük bir zengin grubunun daha da zengin olmasını, toplumun ekseriyetinin duraksayıp daha da fakirleşmesiyle sonuçlanır. Başka bir deyişle servetin dolaşımı, yani harcanması işlemi, mümkün olduğu ölçüde çok sayıda kapsayacak şekilde genişlemelidir. Servetin zenginler eliyle dolaşım araçlarından biri cömert tüketimdir. Allah'ın manastır sistemini yasaklamasının ve iyi yiyeceklerin, güzel kıyafetlerin, geniş evlerin alabilenlerce teminine izin vermesinin sebebi budur. Tam da bu sebeple güzelleşme amaçlı uygun ve makul süsler mübah kabul edilmiştir. Ama ne yazık ki birçok Müslüman zengin olunmaması dair yanlış bir algıya kapılmaktadır. Bunun sebebi aşağıdaki hususların yanlış anlaşılmasıdır:

- Servetin Müslüman'ın Allah'a imanını zayıflatacağına dair genel inanışların olması.
- Birçok zenginin cennete giremeyeceğine dair uyarıların halk arasında yanlış inancın bulunması.

---

<sup>30</sup> **Quran Surah Al-Jumu'ah, 62:9-10**

Allah'a iman konusunda inançlı kimi Müslümanlar servet üretimi konusunda herhangi bir model ihtiyaç duymamaktadırlar. Daha az bilgili Müslümanlarsa bu türden uyarıları servet üretimini teşvik etmeyen uyarılar olarak görüp yanlış yorumlamaktadırlar.

## **2.7 Geleneksel Planlamada Servet Planlamasının Unsurları**

Servet planlaması üç ana unsurdan oluşur: özel bankacılık teknolojisi, müşteri ilişkileri yönetimi ve finansal planlama araçları.

### **2.7.1 Özel Bankacılık Teknolojisi**

Servet planlamasının kritik noktası toplama teknolojisidir. Bu teknoloji dağınık kaynaklardan gelen finans bilgilerini tek erişilebilir bir kaynaktaki bir araya getirir. Sağlam bir planlama platformu ile birleştiğinde bu teknoloji varlık planlama danışmanlarına, müşterilerinin mallarına dair her şeyi içeren görüşe sahip olma imkânı verir. Daha da önemlisi danışman; senaryoları, planları, raporları ve nakit akışı analizleri oluşturmak için gerekli verileri manipüle imkânı bulmaktadır. Özel bankacılık ve varlık yönetiminde genel eğilim, yönetici ile müşteri arasındaki ilişkiye odaklanmaktadır.<sup>31</sup> Bu ilişkiyi destekleyen teknoloji konusunda çok az bilgi bulunmaktadır. Yüksek gelirli kişilerde son dönemdeki resesyona karşı büyüyen bu grupta yapılan son anketlerde müşteri memnuniyeti düzeylerine odaklanılmaktadır. Bankalar zaman zaman her bir HNWI'nin en fazla kârı elde etmesine dönük ihtiyaçlarını dengeleyememektedir. Bu nedenle müşteri ihtiyaçları bireysel bazda ele alınmakta ve bu sayede yüksek performans düzeylerine ulaşılmaktadır. Dünyadaki zengin yatırımcılar daha fazlasını talep ettikçe bankalar da ilişki yönetimi danışmanlığı ve yatırım modelleme alanında en son teknolojiyi mantıklı bir biçimde uygulamak suretiyle tekrar yatırım yapma ihtiyacı duymaktadırlar. Bu nedenle raporlama, muhasebe ve portföy yönetimi için gerekli destek sistemlerinin de sürece dâhil edilmesi gerekir.

---

<sup>31</sup>RBC Capgemini, **World Wealth Report**, 2013, s.19



Şekil 8: Asya'da özel bankacılıktaki büyüme

**Kaynak:** RBC Capgemini 2013 World Wealth Report, s.17

### 2.7.2 Müşteri İlişkileri Yönetimi

Müşteri İlişkileri Yönetimi (CRM) özel bankacılık alanında moda hâline gelen bir sözcüktür. Yapılan anketlere göre HNWI'ların taleplerin derece derece arttığı gözlemlenmektedir. Yüksek riskli ve alternatif yatırım araçlarını kullanmaları sürekli belirsizlik oluşturmaktadır. Bu insanların yüksek riskli(yüksek getirili) yatırımlara dönüş yapmaları doymak bilmez bir noktaya ulaştırmaktadır. Bankaların müşterilerine verdikleri tüm bu hizmetleri karşılabilir bir bedelle vermeleri gerekmektedir. CRM geniş bir alanda interaktif sese cevap veren hizmet edinimini içerir. Ayrıca müşterinin tercihlerini karşılamaya yönelik tutumları bulunmaktadır. CRM müşteriler için daha geniş tercih imkânı sunduğu fon süpermarketlerinin ve varlık partallarının giderek artan kullanımınıdır.

Buradan şu sonuca varılabilir; CRM çözümleri sayesinde müşterilere ulaşma ve daha kaliteli hizmet sunma noktasında verimlilik artmıştır. İdari iş yükü azalmış, verilerin tanımlanması kolaylaşmıştır. CRM'in finansal yükü sürecin bankaya olan maliyetidir. Bu nedenle burada ki amaç, kârlı olan müşteriler için kâr oranını yükseltme, kârlı olmayan müşterilerle ilişkileri yeniden tanımlama ve önceden tanımlanmış ölçütleri karşılayan yeni müşterileri etkilemek için pazarlama stratejisine karar verir.

### 2.7.3 Servet Planlama Araçları

Bire bir danışmanlığa dayalı varlık planlaması her zaman varlık planlamasının ana öğretisi olmuştur. Ancak bir programın müşterinin gelecekteki servetinin büyümeye katkı sunacak şekilde inşa edilebileceğine dair görüşler hâlâ emekleme aşamasındadır.

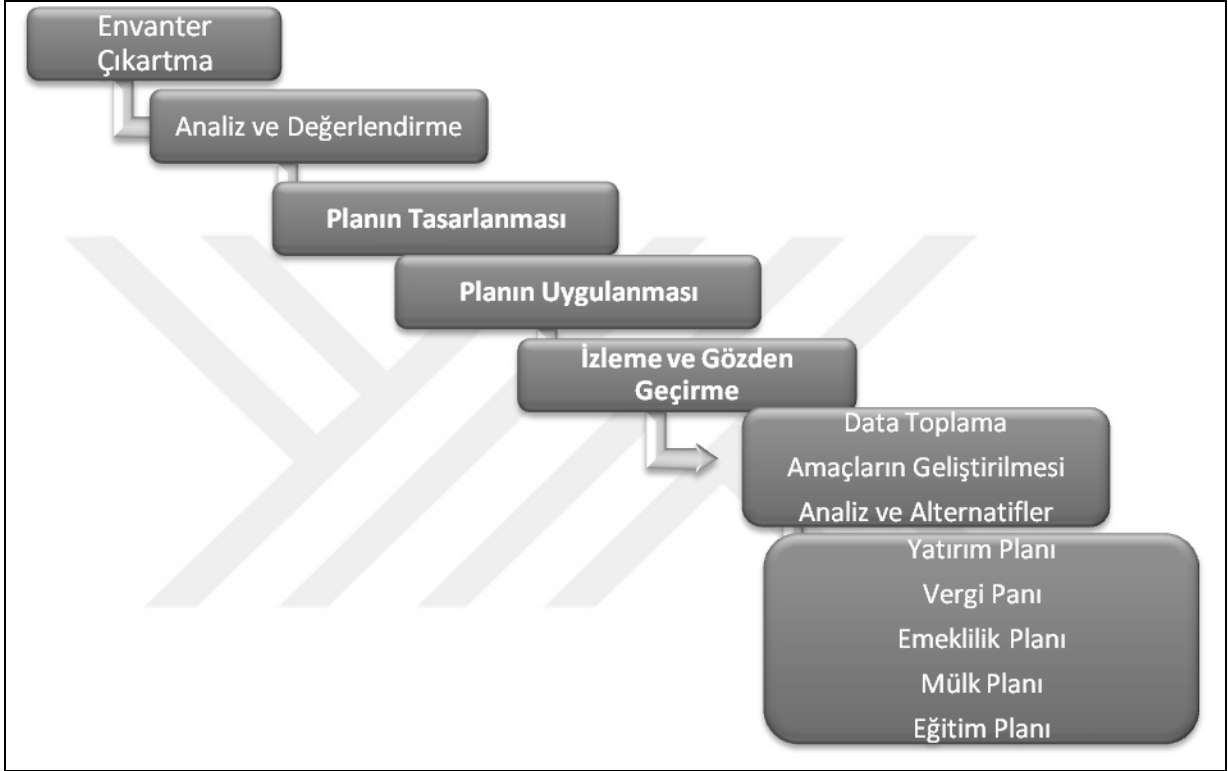
Yaşlanan bir nüfusun varlık hedeflerinin yönetilmesi için tasarlanmış araçlar daha elzem bir hâle gelmiştir. Bunun birçok sebebi mevcuttur. Zengin yatırımcıların sayısı artmakta ve danışmanlık hizmetine ihtiyaç duyulmaktadır. Servet yaratıcılarının bu grubu şüphesiz ki en önemli kesimi oluşturmaktadır. Bunlarda genel eğilim daha aktif olma yönündedir. Bu noktada daha gelişmiş ve geniş finans aracı kullanılmaktadır. Ancak birçok durumda eldeki ürünler kısa dönemlidir ve acil yatırım getirilerine odaklanma eğilimindedir. Buna ek olarak Malezya gibi kimi ülkelerde hükümetin emeklilik programlarını yeniden örgütlemesi yatırımcıları kendi emeklilik sistemleri için daha fazla sorumluluk almaya itmiş, eğitime ve sağlığa eğilmeye mecbur etmiştir. Uzun dönemdeki planlamadaki güçlük, piyasalardaki dalgalanma ve yatırım tarzlarındaki değişiklik, demografilerindeki birleşik faktörlerle birlikte yüksek kaliteli finans araçları veya enstrümanlarının İslam hukukuna uygunluğuna dönük taleplerin nasıl karşılanacağı ile ilgilidir.

### 2.8 Servet Planlaması İşlemi

Servet planlama işlemi bir kişinin finansal hedeflerine ulaşabilmesi için tasarlanmış bir planın kurulması, yürütülmesi ve izlenmesi noktasında kullanılan bir tekniktir. Birçok varlık planlaması uzmanı şu beş aşamalı işlemi tavsiye etmektedir:

1. Envanter çıkartma;
2. Analiz ve değerlendirme;
3. Planın tasarlanması;
4. Uygulama
5. İzleme ve gözden geçirme.

Her ne kadar yukarıdaki beş aşamalı işlem çok iyi gibi görünse de bir tutarsızlık mevcuttur. Ek olarak diğer husus da varlık planlama işlemine varlık planlaması uzmanı açısından bakılmasıdır. İlgili hususa İslami açıdan da bakmak gerekmektedir.<sup>32</sup>



Şekil 9: Servet Planlaması İşlemine Genel Bakış

Kaynak: “Portföy Yönetimi Süreci ve Yatırım Politikası Beyanı” CFA III. Düzey Aday Okuma Kitabı 2.30-32.

## 2.9 Bölüm Özeti

Yukarıda belirttiğimiz üzere, varlık ekonomik değere sahip kalemlerin bolluğudur ya da bu türden kalemlerin kontrolü veya mülkiyetidir. Varlık parayı, gayrimenkulü ve kişisel mülkleri kapsayabilir. Bu tespitlere göre bu bölümde varlığı gelişme ihtimali olan, orta düzeyli, yüksek ve en yüksek gelirli bireyler olarak bölümlendirdik. Bireyler dünya genelinde yüzdelik dilimlerine göre ele alındı.

<sup>32</sup>Affandi, M (2001), **Islam and Wealth: The balance approach to Wealth Creation, Accumulation and Distribution**, Pelanduk Publications, Selangor, s.67

Ayrıca İslami varlık yönetimi anlayışı analiz edildi. Bu anlayışın esas olarak İslam hukukuna uygunluğa odaklandığını görülmüştür. Şeriata uygunluğun kanuni manada belirli yasaklara bağlı kalmayı ifade ettiğini belirtilmiştir (örneğin: *ribâ*: yaygın biçimde genel manada faize eşitlenir. *Gharar*: Aşırı risk ve belirsizlik; *maysir*– kumar; domuz, sarhoş edici içki, pornografi vb. gibi kendi başlarına yasaklı olan şeyler) . Bir kısım Müslüman ülkelerdeki yüksek gelirli bireylerde artış olsa da çalışma şeriata uygun varlık yönetiminin bir gereklilik olduğunu ortaya koymaktadır. Aynı zamanda özel bankacılık teknolojisi, müşteri ilişkileri yönetimi, varlık yönetimi ile varlık planlama araçları ve gerekli araçları tartışılmıştır.

Bu anlamda bölge veya ülkelerin bireyler arasında küresel servetin nasıl dağıtıldığını görülmüştür. Hane düzeyinde ülkelere göre toplanan servet düzeylerine ilişkin verilerimizi ülkelerdeki varlık dağılım modellerine dair bilgilerle bütünleştirdik.

Bir diğer önemli husus kimi akademisyenlerin servet yaratma ifadesini uygun bulmadıklarını gözlemledik. Bunun nedeni tek hakiki yaratıcının Yüce Allah olmasıdır. Her şeyi hiçlikten yaratan O'dur. İnsan sadece Allah'ın yarattıklarını başka bir şey üretmek için kullanır. İnsanın hiçlikten bir şey yaratma becerisi yoktur.

Bu bölümü varlık planlaması işlemi ile sona erdirildi. Bu işlem bir kişinin finansal hedeflerine ulaşabilmesi için tasarlanmış bir planın kurulması, yürütülmesi ve izlenmesi noktasında kullanılan bir tekniktir. Birçok varlık planlaması ve yönetimi uzmanı şu beş aşamalı işlemi önermektedir: Envanter çıkartma; Analiz ve değerlendirme; Planın tasarlanması; Uygulama; İzleme ve gözden geçirme olarak sıralayabiliriz.



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. SERVET (VARLIK) TAHSİSAT İŞLEMİ

#### 3.1 Giriş

Servet tahsisatı finansal planlamanın çok önemli bir bileşenidir. Bu tahsisat bir müşterinin finansal hedeflerine ulaşabilmesi için ona ait varlıkların muhtelif yatırım formları içine yerleştirme yöntemi ile ilgilidir. Finans planlamacısı müşterisinin varlığının nasıl tahsis edilmesi gerektiği konusunda tavsiyelerde bulunmadan önce ilk olarak müşterisinin elinde ne tür varlıklar olduğunu, finansal hedeflerini, zamansal ufkunu, likidite, vergi, çocuklarının eğitimi vb. gibi konularla ilgili ihtiyaçlarını tespit etmek zorundadır. İkinci olarak planlamacı aynı zamanda piyasada mevcut olan farklı tipte yatırım araçlarından, her bir aracın potansiyelinden ve onlarla ilişkili risklerden haberdar olmalı, böylelikle sonuçta ne tür bir getiri elde edileceğini tahmin edebilmelidir.

Yukarıdaki ifadelerden anlaşılacağı üzere varlık tahsisatı iki ana bileşeni içermektedir. İlk bileşen Yatırım Politikası Raporu (YPR), ikincisi de portföy yönetimi işlemidir. YPY müşterinin kazanç hedeflerini ve ilgili zaman tercihi üzerinden sahip olduğu risk toleransını, likidite ihtiyaçları, vergi mülhazaları, düzenleme ihtiyaçları ve özgül/İslam hukuku'ku koşulları gibi uygulanabilir sınırlamalarla birlikte belirleyen yazılı bir belgedir. Diğer yandan bir portföy yönetimi işlemi müşterinin hedeflerine ulaşmak için yeterli bir portföy temin etmek ve oluşturmak amacıyla tutarlı bir biçimde atılan bütünleşik bir dizi adımı ifade etmektedir.<sup>33</sup>

Dolayısıyla bu bölümün amacı, hem geleneksel hem de İslam Hukuku'na uygun servet tahsisatı işlemine dair net bir anlayış ortaya koymaktır. Bu amaca ulaşmak için bizim bu bölümü aşağıda belirtildiği şekliyle, dört (4) alt başlığa ayırmamız gerekir:

- (1) Müşterinin hedeflerinin belirlenmesi;

---

<sup>33</sup>John L. Maginn, Donald L. Tuttle, Dennis W. McLeavey, Jerald E. Pinto. 2005. “**The Portfolio Management Process and The Investment Policy Statement.**” CFALevel III Candidate Readings Book 2. s. 4-30.

- (2) Potansiyel yatırım fırsatlarının tanımlanması;
- (3) Risklerin ve sınırların tanımlanması
- (4) Potansiyel yatırım kanalları.

Servet tahsisatı finansal planlamada önemli bir işlemdir ama insanlar onun dinamik ve süreklilik arz eden bir işlem olduğunu unutmaya eğilimindedir. Watson Wyatt'e göre, Britanyalıların yarısına yakını belirlenmiş katkı planlarına dâhil etmiş bir danışmanlık şirketi varlık tahsisatı yöntemini hiç değiştirmemiş ve birkaç yıldır müşterilerinin üçte birinden tek bir eleştiri bile almamıştır.

### **3.1.1 Servet Tahsisatı Sürecine Giriş (Hedeflerin Belirlenmesi)**

Bir servet plancısı yatırımcısına hedeflerin belirlenmesi noktasında yardım etmeden önce portföy yönetimi işlemine dönük kapsamlı bir araştırmaya sahip olmalı, aynı zamanda finansın temel ilkelerini bilmelidir. Modern portföy yönetimi geçici yaklaşımlara dayanmayacak kadar karmaşık bir iştir. Portföy yönetiminin tarihsel kökleri 1952'ye, Nobel Ödüllü Harry Markowitz'in ve sonrasında onu takip eden araştırmacıların Modern Portföy Teorisi'ni (MPT) oluşturmasına kadar gitmektedir. Bu teori risklerin verimli kullanımı üzerine kurulu rasyonel portföy tercihleri ile ilgilidir. Modern portföy teorisi yatırım/servet yönetimi endüstrisinde önemli bir rol oynamıştır. *İlk olarak* uygulamacılar yatırım hedeflerine ulaşmak için portföy perspektifinin önemini kabul eden disiplinleri bir araya getirmeye başlamışlardır.<sup>34</sup>

*İkinci olarak*, MPT'ye dönük araştırmalar portföy yönetimindeki niceliksel yöntemlerin kullanımının ve bilgisinin yaygınlaşmasına katkı sağlamıştır.

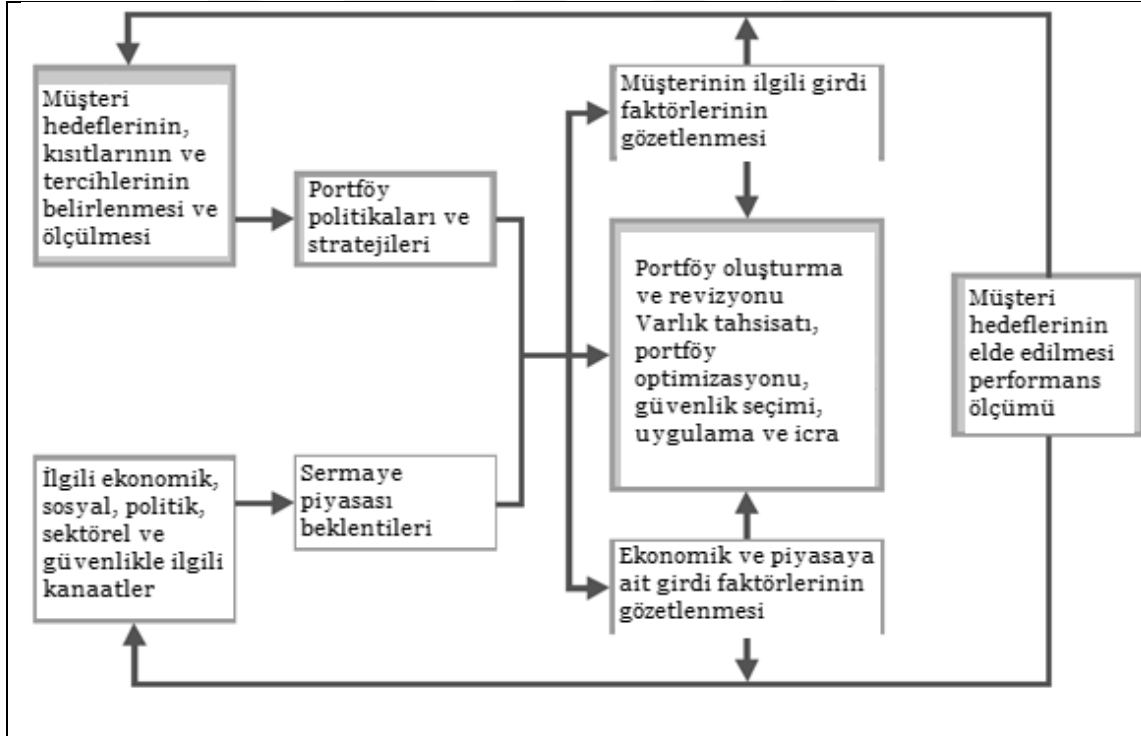
1983 tarihinde Yatırım Portföylerinin Yönetilmesi: Dinamik İşlem isimli çalışma kaleme alınmıştır. Portföy yönetimine dair işleme dayalı görüş dinamik ve esnek bir anlayıştır. Bu anlayış ister hisse senedi, bonolar, gayrimenkul, isterse de tahsil edilebilir kalemler olsun, her türden portföy işlevinin doğru bir tanımını vermektedir. Ayrıca yediemin şirketi, yatırım danışmanlık şirketi, sigorta şirketi ve menkul kıymetler fonu gibi örgüt tiplerinden ayrıca

---

<sup>34</sup> Christian S. Pedersen, Ted Rudholm-Alfvén. 2003, Selecting a risk-adjusted **Shareholder Performance Measure**, Journal of Asset Management. Oct 2003. s.152.

kişisel emeklilik, bağış, vakıf, sigorta, banka gibi müşteri yönelimlerinden oluşmaktadır. Portföy yönetimi süreklilik arz eden, sistematik ve kapalı bir çevrime sahip, geri bildirim, gözetlemeyi ve ayarlamayı içeren bir işlemdir<sup>35</sup>. Bu işlemi gerçekleştirenlerin isteğine bağlı olarak gevşek veya disiplinli, niceliksel veya niteliksel, basit veya karmaşık olabilmektedir.

Portföy yönetimi işlemi yatırım varlıklarının uygun bileşkesini oluşturmak ve muhafaza etmek için tutarlı bir tarzda atılan bir dizi birleşik adımı ifade eder. Bu da, o İslami finans plancısının işlemin İslam Hukuku'na uygun olmasını, işlemde elde edilen tüm kazançların/gelirlerin helal olmasını sağlama sorumluluğudur.



Şekil 10: Portföy Yönetimi Süreci

Kaynak: “The Portfolio Management Process and The Investment Policy Statement.” CFA Level III Candidate Readings Book 2. s. 4-30.

Diğer her türden iş süreci gibi, portföy yönetim işlemi de planlama, icra ve geri bildirim olarak üç ayrı unsurdan oluşmaktadır (Şekil 10).

<sup>35</sup> Datuk alhabsi, **Islamic wealth planning and management**,s.302

Planlama adımı Şekil 10'da en soldaki kutularda sunulmaktadır. Üstteki iki kutu yatırımcıyla ilişkili girdi faktörleri aktarırken, alttaki iki kutu da ekonomik piyasayla ilgili girdi faktörlerini sunmaktadır.

### **3.1.2 Yatırımcıların hedeflerinin ve kısıtlarının tanımlanması ve belirlenmesi**

İlk alt adım yatırım hedeflerinin belirlenmesidir. Yatırım hedeflerindeki temel unsurlar kazanç ihtiyaçları ve risk tolerans düzeyleridir. Yatırım hedefleri elde edilmesi istenen yatırım sonuçlarıdır. Bunların yatırımcı için uygun olması gerekir. Ayrıca gerçekçi olmalıdır. Hedeflerin makul düzeyde tespit edilmemesi hedefleri aşağıya çekebilir. Büyüme, gelir, makul kazanç oranı gibi kelimeler farklı insanlara farklı şeyler ifade etmektedir. Bu, özellikle yatırım yapan taraf tekil yatırımcılardan oluşan bir havuza dönüşürse ve portföyden faydalanan birden fazla kişi varsa bilhassa zorlaşmaktadır. Kabul edilmelidir ki bu hedeflere ulaşma görevini üstlenmiş kişi eğer yatırımcıdan farklı biriyse hedeflerin öznelliğine bağlı olarak kendi takdir yetkisini kullanmaya ihtiyaç duyacaktır.<sup>36</sup> Burada dikkat edilmesi gereken çelişkili veya karşılıklı olarak birbirini dışlayıcı hedefler belirlememektir.

Tekil yatırımcılar için kazanç ihtiyaçlarını belirleyen ana faktörler yatırımcının yaşamsal çevrim aşaması ve tekil yatırımcıların risk tolerans düzeyidir. Benzer risk tolerans düzeyleri karşısında bireyler ve kurumlar hâlâ farklı koşullara dayanan farklı portföyler seçmektedirler. Bu koşullar birer kısıt olarak kullanılmaktadır. Basit manada bu kısıtlar belirli yatırımların kısmi ya da tüm avantajını elde etme becerisindeki sınırlardır. Örneğin Müslümanlar riba, kumar (maisir), belirsizlik (gharar), ahlâk dışı, sömürücü ve haram gıdalara ve içeceklere yatırım yapmamalıdır. Kısıtlar hem likide ihtiyaçları, zaman tercihi ve özgül müşteri koşulları gibi (müşterinin durumuna ve/veya tercihlerine bağlı olarak) içsel vergi meseleleri , hukuki ve mevzuata ilişkin ihtiyaçlar gibi dışsal olabilir.

### **3.1.3 Yatırım Politikası Raporu Oluşturmak**

Hedefler ve kısıtlar birlikte yatırım politikasını belirler. Bu politika tüm yatırım karar alma

---

<sup>36</sup> James W. Bronson, Matthew H. Scanlan, Jan R. Squires. 2005. “**Managing Individual Investor Portfolios.**” CFA Level III Candidate Readings Book 2. s.31-110.

süreçleri için ana süreçtir. Dahası yatırım politikası raporu aynı zamanda raporlama ihtiyaçları, göstergelerin yeniden dengelenmesi, yatırım iletişiminin sıklığı, müdür ücretleri, yatırım stratejisi veya müdürün yatırım tarzı, saflaştırma yöntemi, eylemi ve zaman çerçevesi gibi meseleleri kapsar. Bir yatırım İslam hukukuna uygun olmalıdır.<sup>37</sup>. Bu tip yatırım politikası raporu aşağıdaki unsurları içerir:

1. Kısa müşteri tanımı;
2. Hedefler, amaçlar, sınırlamalar ve sorumluluklarla ilgili amaç;
3. Yediemin görevleri, İslam hukukuna uygunluk, saflaştırma, iletişim, operasyonel verimlilik ve hesap verebilirlik ile ilgili olarak (müşteri, her türden yatırım komitesi, her türden Şeriat danışmanı, yatırım müdürü ve yediemin gibi) dâhil olan tarafların görevlerinin ve yatırım sorumluluklarının tanımlanması;
4. Yatırım amaçları, hedefleri ve kısıtları raporu;
5. Şeriata uygunluk, yatırım performansı ve IPS'ye ait gözden geçirme takvimi;
6. Stratejik varlık tahsisatını geliştirmede dikkate alınması gereken varlık tahsisatı kanaatleri,
7. Geri bildirim üzerinden portföy ayarlamaları için göstergelerin yeniden dengelenmesi.

Yatırım politikası tercih edilen risk getiri profili, likidite ihtiyaçları, gelir üretimi ve vergi stratejisini yansıtan bir yatırım politikası olarak uygulanır. Sonuçta ortaya riskli ve güvenli varlıklar arasında bir dizi portföy tercihi çıkmaktadır. Varlık tipleri arasında kaynakların tahsisine varlık tahsisatı kararı denmekte ve bu en temel yatırım kararı olmaktadır. Pratikte stratejik varlık tahsisatını içeren yatırım varlık raporunu görmektedir.

Varlık sınıfları belirlenir belirlenmez belirli menkul değerler arasında tercih yapılabilir. En geniş manda İslami servet plancısı pasif, aktif ve yarı aktif yatırım stratejilerin anlaşılması noktasında katkıda bulunmalıdır.<sup>38</sup>.

---

<sup>37</sup>Susan Trammell. 2005. "Islamic Finance." CFA Magazine. Mart-Nisan 2005, ss.17-23.

<sup>38</sup> Datuk alhabsi , a.g.e, s. 31.

Pasif yatırım yaklaşımında portföy beklentilerdeki değişimlere tepki vermemektedir. Örneğin Malezya’da listelenen İslam hukukuna uygun şirketleri İslam hukukuna göre endekslenen bir portföy holdingi menkul değer yatırım değeriyle ilgili beklentilerdeki değişimlere değil, endeks bileşimindeki değişime bağlı olarak listeye ekleyebilir ya da oradan çıkartabilir. Endeksleme belirlenen menkul değerler endeksi üzerinden elde edilen getirileri yinelemek için belirlenen bir menkul değerler portföyünü elinde bulundurmaya ifade eder. Bu yatırım yapmaya dönük ortak bir pasif yaklaşımıdır. Sabit bir İslami tahvillerin tutulmasını ifade eden katı bir alma ve tutma stratejisi ikinci tip pasif yatırım işlemidir.

Diğer bir taraftan aktif yatırım yaklaşımı ise değişen beklentilere verilen tepkilere dayanır. Aktif müdürler performanslarını değerlendirmek için bir röper ya da kıyaslama portföyü belirler. Elde tutma işlemleri pozitif alfa veya pozitif yönde, riske göre ayarlanmış fazla getiriler üretmek için belirlenmiş ölçüye göre farklılık arz eder. Yarı aktif, risk kontrollü aktif veya genişletilmiş endeks yaklaşımı beklenti verilerindeki değişimleri kontrollü bir biçimde kullanır. Örneğin endeks eğilim stratejisi İslam hukuku Endeksini yakından izlemek için kullanılmaktadır

Bu momentte varlık tahsisatı kararı yapılmış olabilir ve piyasa zamanlama teknikleri bu düzeyde devreye girebilir. Düşük düzeyli portföy müdürleri bir sonraki aşamada devreye girer ve tahvil seçimlerini yaparak karar alır. Varlık tahsisatı karar aşaması altında yatırımcılar tahvil seçimine dönük benimseyeceği yaklaşımın aktif mi yoksa pasif mi olacağına karar vermek zorunda kalacaklardır.

#### **3.1.4 Sermaye Piyasası Beklentilerinin Oluşturulması**

Bu alt adım sermaye ve/veya İslami sermaye piyasası beklentilerinin oluşumunu içerir. Muhtelif varlık sınıfları için uzun vadeli risk ve getiri özelliklerine ilişkin tahminler beklenen getirilerin verili düzeyleri için riski minimize eden veya risk düzeyleri için beklenen getiriyi maksimize eden portföyleri seçmek için gerekli formu oluşturmaktadır.<sup>39</sup>

---

<sup>39</sup> Roger G. Ibbotson, Paul D. Kaplan. 2000. “Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?” Financial Analysts Journal. Jan/Feb 2000, s. 26.

### 3.1.5 Stratejik Varlık Tahsisatını Oluşturma

Planlama sürecinin son alt adımı stratejik varlık tahsisatının oluşturulmasıdır. YPR ve sermaye piyasası beklentileri bir risk kontrol mekanizması olarak maksimum ve minimum helal varlık sınıfına dair değerlerin veya stratejik varlık tahsisatı hedeflerinin belirlenmesi için birleştirilir.<sup>40</sup> Varlık tahsisatına ait risk/getiri özellikleri tek veya birden fazla dönemde gerçekteşebilir. Standart sapma analizi muhtelif karmaşıklıklar vergi sonrası tahsisatı, likidite kısıtları ve zaman tercihi kısıtlarını içerdęi noktada bir başlangıç noktasıdır. Esasında zaman tercihi meseleleri ileride uzun vadeli bir portföy tercihi İslam hukukuna uygun mu değil mi türünden meselelere yol açacaktır.

### 3.1.6 İcra Aşaması

İcra aşaması varlık tahsisatı göstergeleri dâhilinde bir portföyü inşa ve revize edildiği aşamadır. İcra aşamasında yatırım stratejileri bir portföy oluşturma ile ilgili beklentilerle bütünleştirilir( portföy seçimi/bileşimi); portföy kararları portföy müdürleri tarafından alınıp ticaret bölümü veya müdürler eliyle tatbik edilir (portföy uygulaması). Portföy yatırımının koşulları, İslam hukukuna uygunluk veya sermaye piyasası beklentilerinde ki değişikliğe göre revize edilmektedir.

Portföy optimizasyonu getiri elde etme ve risk hedeflerine ulaşmak için varlıkları verimli bir biçimde birleştirmek amacıyla niceliksel araçlar kullanır. Bu aşamada stratejilerin beklentilerle bütünleştirilmesi önemlidir ve ayrıca bu stratejiler çoğunlukla varlık tahsisatını belirlemek için bir araç olarak kullanılır.

İslami servet plancısı ve/veya portföy müdürlerinin görevleri portföy uygulamasını kapsayacak ölçüde genişletilemez ama yinede eşit bir ağırlığa sahiptir. Plancı olumsuz icranın yol açtığı icra maliyetlerini anlamak zorundadır. Kötü yönetilen işlem maliyetleri fon performansını azaltabilir, böylelikle bir yatırımcının sahip olabileceği her türden avantajını ortadan kaldırabilir.

---

<sup>40</sup> Roger G. Ibbotson, Paul D. Kaplan , a.g.e, s. 23

İşlem maliyetleri tüm ticaret maliyetlerini içerir. Bu ticaret maliyetleri ise açık işlem maliyetlerini, örtük işlem maliyetlerini ve kayıp fırsatı maliyetlerini kapsar. Açık işlem maliyetleri komisyonculara ödenen komisyonu, değiş tokuşlara ve vergilere ödenen ücretleri içerir. Örtük işlem maliyetleri alım-satım fiyatları ve büyük ticari işlemlerin fiyat etkilerini içerir. Kayıp ticari fırsatların İslam hukukuna göre maliyetleri ise uygunluk belgesinin geç alınmasından kaynaklanır, sonuçta satın alma işlemi daha düşük fiyata gerçekleşmemektedir.

### **3.1.7 Geri Bildirim Aşaması**

Yatırım hedefleri ve kısıtları değişmese bile, yatırımın kendisi dinamik bir süreçtir. Belirli varlık sınıfları arasında oluşan farklı getiri oranlarının nedeni portföy bileşimindeki değişimdir. Yatırım kısıtlarındaki ve yatırım metodolojisinin etkililiğindeki her türden değişime dair değerlendirme dönem dönem gerçekleştirilir, gerektiğinde revize edilmektedir. Geri bildirim aşaması iki bileşenden oluşur: performans değerlendirmesi, gözetleme ve yeniden dengeleme işlemlerinden oluşmaktadır. Bu kavramları şu şekilde açıklayabiliriz.

### **3.1.8 Performans Değerlendirmesi**

Yatırım performansı dönemsel olarak değerlendirilmeli, bu değerlendirme müdürün becerisini incelemek ve yatırım hedeflerine ulaşmaya dönük ilerleme sürecini anlamak için yapılmalıdır. Performans değerlendirmesi performans ölçümü, performansı nitelendirme ve performansı değerlendirme gibi alt aşamaları içermektedir.

Performans ölçümü portföy için getiri oranlarının hesaplanmasıdır.

Performans nitelendirme portföyün neden o şekilde icra edildiğinin analizini ve hangi oranda getirinin oluşacağına dair faktörlerin belirlenmesini içerir.<sup>41</sup> Performans değerlendirme ise müdürün portföyün bir ölçüte göre nasıl icra edildiğine bakarak hareket ettiğine veya onun iyi bir iş çıkartıp çıkartmadığına ilişkin değerlendirmedir.<sup>42</sup> Performans değerlendirmesinde servet müdürü şu tip sorular sormalıdır: Alınan kararlar ne tür sonuçlarına yol açmıştır? Bu kararlar

---

<sup>41</sup> Waggle, Doug, Moon Gisung. 2005, **Expected Returns, Correlations, and Optimal Asset Allocations**, Financial Services Review. Fall 2005. s.253.

<sup>42</sup>Rusell L. Olson 1999. **The Independent Fiduciary**. John Wiley & Sons, Inc.s.17



için ne tür gerekçeler dile getirilmiştir? Olağan koşullarda bir portföyün mutlak getirisi stratejik varlık tahsisatı kararına, piyasa zamanlamasına ve teminat seçimine atfedilebilir. Ayrıca müdüre ilişkin değerlendirmede devam eden bir işlem olarak ölçütün kendisi de gözden geçirilmelidir.

### **3.1.9 Gözetleme ve Yeniden Dengeleme**

Gözetleme ve yeniden dengeleme eldeki yatırım fırsatlarıyla yüzleşme sürecini yönetmek için geri bildirimleri kullanan bir eylem türüdür. Bu sayede müşterinin mevcut hedefleri tatmin edilmeyi sürdürür.

Özetle portföy yönetimi yatırım hedeflerinin ve kısıtlarının tanımlanıp belirlendiği, yatırım stratejilerinin geliştirildiği, portföy bileşimine detaylı olarak karar verildiği, portföy kararlarının portföy müdürlerince alınıp borsa simsarlarınca uygulandığı bir süreçtir.

### **3.2 Yatırım Hedefleri ve Kısıtları**

Getiri ve risk madalyonunun iki yüzüdür ve karşılıklı olarak birbirine bağımlıdır. Hangi hedefle işe başlanacağıyla ilgili tercih genel manada keyfidir.

Getiri hedefleri kendi içinde birer amacı olmayan belirli finansal hedeflerdir ama bunlar yatırımcıların uzun vadeli hedeflere ulaşmalarını sağlamaktadır. Yatırımcıların uzun vadeli hedefleri dört kategoriye ayrılabilir:

1. Özel hedefler örneğin yeni bir ev almak (çocukları üniversiteye göndermek için gerekli aktif kaynak oluşturmak).
2. Mevcut geliri artırma,
3. Servet biriktirme ve finansal teminat elde etme,
4. Emeklilik yıllarında fon sağlama.

Kesin hedeflere farklı yatırımcılar veya yatırım müdürlerince farklı şartlarda ulaşılmaya çalışılabilir de bunlar temelde dört ana tipten oluşur:

- Anaparanın İstikrarı

Burada ki amaç fonun ilk değerinin korunmasınasağlamaktır. Kimi yatırımcılar hiçbir zararı telafi edemezler. Bunun nedeni ise yatırımcının belirli pozitif getiri oranı elde etmek için statüye ihtiyaç duyan bir kurum olması ya da yatırımcının riske yönelik tutumudur.

- Gelir

Bu hedef anaparanın değerinde nadiren görülen bir düşüşe özel olarak mani olmamakla birlikte esas olarak getirilerin makul ölçüde güvenilir veya stabil akışına odaklanmaktadır. Anapara değerindeki geçici düşüşler bilhassa vadesinde nominal değerine geri döndüklerinde pazarlanabilir sabit gelirlili teminatlarla kabul edilen düşüşlerdir.

- Gelirdeki Artış

Her bir dönemde belirli bir nominal getiri elde etmek enflasyon getirilerindeki nominal toplamın değerini geçtiği için beklenen bir durum değildir. Buna alternatif olarak uzun vadeli bir hedef koyup gelir artışı sağlamaktır. Bu sayede reel bir getiri oranı elde edilir. Bu hedef programın ilk kısmında belirli ödemelerden bir miktar fedakârlık yapmayı gerektirebilir, bu sayede elde tutulan tutar yeniden yatırıma dönüştürüldüğünde ödeme programı üzerinden nominal ödemenin yıllık ödeme düzeyini geçmesine imkân veren bir artış oranı sağlayabilir. Bu hedef, genelde en az enflasyon oranına denk bir gelir artışı oranına ulaşmak olarak belirtilmektedir.<sup>43</sup>

- Sermaye Değerlenmesi

Bazı yatırımcılar yatırımlarından geçici gelir akışına ihtiyaç duymamaktadırlar. Bu tür yatırımcılar zaman içinde yatırımlarının değerinin arttığını görmek isterler. Onların yatırımları harcama için dönemsel ihtiyaçlarının üzerinde ve ötesinde duran kaynakları temsil eder. Vadesi gelmiş toptan getirilere karşı, kazanılan dönemsel gelir için yargı yetkileri dâhilinde farklı vergi muameleleri mevcut olabilir, bu noktada vergi politikaları önemli hâle gelmektedir.<sup>44</sup>

---

<sup>43</sup> James H. Wilson, William G. Droms. 1999, **Don't put all your eggs in one basket**, Journal of Accountancy. Jan 1999. s.24.

<sup>44</sup>Hakan Saraoglu, Miranda Lam Detzler. 2002, **A Sensible Mutual Fund Selection Model**, FinancialAnalysts Journal.May/June 2002, ss.60-72.

### 3.3 Getiri Hedeflerinin Formüle Edilmesi

Getiri hedeflerinin formüle edilmesinde servet plançısının aşağıdaki soruları ele alması gerekir:

- Getiri nasıl ölçülür? Olağan ölçüm, toplam getiri fiyat değerlenmesinden elde edilen getiri toplamı ve yatırım gelirinden elde edilen getiriyle hesaplanmaktadır. Getiri yıllık %8 veya İslam hukuku endeksi getirisi artı yıllık %3 gibi ölçüte nispetle elde edilen getiri mutlak bir tutar olarak ifade edilebilir. Nominal getiriler yani enflasyona ayarlanmamış getiriler enflasyona ayarlanmış getiriler olarak da bilinen reel getirilerden ayrıştırılmalıdır. Ayrıca vergi öncesi getirileri de vergi sonrası getirilerinden ayrıştırılmalıdır.
- Yatırımcı yüksek getiri istediğini belirtiyor ise ? Burada ifade edilmiş olan, istenen getiridir. Bu getiri gerçekçi olabilir ya da olmayabilir. Yaygın görüldüğü biçimiyle bir yatırımcı ortalama getiriden yüksek getiriye sahip olabilir. Bu getiri yüksek sonuç veren servet hedefi veya tüketim isteğinin karşılanmasıyla ilgilidir. Servet plançısı sermaye piyasası beklentilerine nispetle istenen makullük ve risk alabilme becerisine karşı daha fazla getiri için duyulan isteği sürekli değerlendirmek zorundadır.
- Yatırımcı ortalama ne kadarlık getiri elde etmek istiyor? Bu özünde ihtiyaç duyulan getiridir. Burada ihtiyaçlar isteklerden daha zordur zira yatırımcıların en azından ortalama düzeyde bu getirileri elde etmeleri gerekir. Örneğin yıllık \$200.000 bir harcama ve \$1.000.000 dolarlık bir sermaye tabanı yıllık ihtiyaç duyulan yüzde onluk getiri oranını ifade eder. Eğer enflasyon yıllık %2 ve yatırım dışı gelir enflasyon oranında artıyorsa o vakit ihtiyaç duyulan getiri oranı yüzde 12 olacaktır.
- Getiri hedefi nasıl belirlenir? Getiri hedefi ihtiyaç duyulan getiriyi, istenen getiriyi ve risk hedefini ölçülebilir yıllık toplam getiri oranıyla birleştirir. Finans plançuları getiri hedefinin risk hedefi ile tutarlı olması gerektiğini tespit etmelidirler. Örneğin yüksek bir getiri hedefi yüksek bir risk hedefiyle ilişkili olarak çok yüksek bir risk oranıyla varlık tahsisatı yapılmasını öngörebilir.

Servet plançısı beklenen getirinin portföyün fonlamayı amaçladığı veya ihtiyaç duyduğu

borçlara veya servet oluşturma hedeflerini karşılamak için yeterli gördüğü oranı iyi belirlemek zorundadır. Bunun dışında yatırım geliri oranı yatırımcılar için yatırımdan elde edilen gelir harcama ihtiyaçlarını karşılayacak düzeyde olmalıdır. Diğer yandan iyi planlanmış bir getiri hedefi risk toleransı ile tutarlı değilse tasarrufları artırmaya veya servet hedeflerini değiştirmeye yönelik ayarlama yapılması gerekebilir.

### 3.4 Risk Hedefinin Belirlenmesi

Getiriler yatırımın risk düzeyi ile orantılı olduğundan risk hedefini formüle ederken aşağıdaki hususlar ele alınmalıdır.

- Riski nasıl ölçülür? Riskin ölçülmesi veya niceliksel eştirilmesi kolay bir iş değildir çünkü risk çeşitli risk konseptleri mutlak veya göreceli bir ilişki içerisinde ölçülebilir. Modern portföy teorisi sapmayı kullanmaktadır. Sapma çoğunlukla riskin ölçüsü olarak getirinin değişkenliğine atfedilir. Ancak ekonominin belirli sektörlerinde riske maruz kalma veya diğer risk faktörleri olabilir. Bunun dışında Riske Maruz Değer (RMD) gibi aşağı doğru risk konseptleri bilhassa tekil müşteriler için önem arz etmektedir.
- Yatırımcının risk alma durumu nedir? Olağan koşullarda tekil ve kurumsal yatırımcılar arasında farklılık arz etmekle birlikte bireyler ile ilgili olarak o müşterilerin davranışsal ve kişisel faktörlerini içerir.
- Yatırımcının risk alma düzeyi nedir? Olağan koşullarda risk alma durumu pratik veya finansal sınırlara göre farklılık arz eder. Örneğin eğer servet düzeyleri muhtemel en kötü kısa vadeli kayıp senaryoları uzun vadeli servet hedefleri veya yükümlülüklerine nispeten yüksekse o vakit daha fazla risk alınabilir.
- Yatırımcı ne kadar risk üstlenebilir? Risk toleransı hem risk alabilme kapasitesi hem de beceri işlevidir. Çoğunlukla bir servet plancısı risk alma kapasitesi ve becerisini her ikisini de yansıtan durumu risk toleransına dönüştürmelidir. Ancak genelde yaygın olarak görülen durum, risk alabilme becerisinin arttırılmasıdır. Bu tip durumlarda risk toleransının belirlenmesi çelişkinin çözülmesine dayanır. Bu iki risk arasındaki ilişki Tablo 1’de gösterilmektedir.

- Belirli risk hedef veya hedefleri nelerdir? Belirli risk hedefi ile risk toleransı arasındaki fark belirlilik düzeyidir. Örneğin bir kişinin “ortalamadan daha düşük risk toleransına sahip olmasına” ilişkin ifade belirli risk hedefine uygun olarak herhangi bir yıldaki zararın “portföy değerinin yüzdesini aşmaması” gerektiğine ilişkin ifadeye dönüştürülebilir.

Tablo 2: Risk Alma İstekliliği ile Becerisi Arasındaki İlişki

Risk Alma İstekliliği	Risk Alma Becerisi	
	Düşük	Yüksek
Düşük	Düşük Risk Toleransı	Çelişki Çözümü/Eğitim Gerekli
Yüksek	Çelişki Çözümü/Eğitim Gerekli	Düşük Risk Toleransı

**Kaynak:** Keith C. Brown. 2003. “Investment Analysis And Portfolio Management.” Thomson Learning

Ancak temel kural olarak anaparanın güvenliğine ihtiyaç duyan yatırımcılar daha güvenli araçlara yatırım yapacaklardır. Sermayenin değerlenmesini isteyenlerse yatırım yapacakları araçların çeşitliliğinden istifade edeceklerdir, buna uzun vadede daha fazla getiri sağlayan daha yüksek riskte portföylere yatırım yapmak da dâhil edilebilir.<sup>45</sup>

### 3.5 Potansiyel Yatırım Fırsatları belirlenmesi

Müşteri için Yatırım Politikası Raporu hazırladıktan sonra servet plancısı ve/veya müdür varlık tahsisatın oluşturmak zorundadır. Bu işlemlerin dayandığı temel öncül çeşitlendirme ilkesidir. Çeşitlendirmeden elde edilecek faydalar iyi belgelendirilmiş ve farklı varlıklara yapılan yatırımlardan elde edilen getiriler arasındaki korelasyonun birlik katsayısından daha az olması ilkesine dayanır.

Yatırımcılar potansiyel yatırım kanallarını varlık sınıflarına ayırarak portföy oluşturma

<sup>45</sup>James W. Bronson, Matthew H. Scanlan, Jan R. Squires, **Managing Individual Investor Portfolios**, ss. 31-110

işlemine başlayabilirler. En genel manada varlık sınıfları finansal varlıklar ve reel varlıklar olarak ayrıştırılabilir. Reel varlıklar insanî servete katkı sunan fiziksel varlıklardır. Bunlar doğrudan gelir üretmek için kullanılır. Toprağı, binaları, makineleri, insan becerilerini ve bilgiyi içermektedir. Bireylerin ve firmaların bilançosunda reel varlıklar sadece aktif tarafında görünmektedir.

Finansal varlıklarsa bilançonun hem aktif hem de pasif tarafında görünürler. Bunlar sıradan bir iş yapma sürecinde oluşturulan ve tüketilen unsurlardır. Servet plancısı müşterilerine genel yatırım yapılabilen piyasalar (GYP) ile ilgili bir tahmin üzerinden belirli yatırım politikaları önerebilirler. Örneğin Şekil 9 2004 sonunda ABD doları cinsinden ifade edilmiş GYP bileşimine ait tahmini göstermektedir. Bu dünya genelinde sermaye piyasası beklentilerini değerlendirmek için bir finansal plancının kullandığı temel piyasa tahminini temsil eder.

Sermaye piyasası beklentileri, beklenen getiriler, değişkenlik ve korelasyonları dâhil, varlık sınırlarına getirilerin belkentinin sonraki süreçte dağıtılmasına ilişkin beklentilerdir. Sermaye piyasası beklentileri kısa veya uzun vadeli olabilir. Uzun vadeli sermaye piyasası beklentilerini müşterisinin getiri/risk hedefleri ve kısıtları ile birleştirmek üzere servet plancısı uygun stratejik varlık tahsisatı planını (SVTP) formüle etme imkânı bulur. Eğer beklentiler gerçekleşirse stratejik varlık tahsisatı planı müşterisinin getiri hedeflerine kabul edilebilir bir risk düzeyinde ulaşır.

Sermaye piyasası beklentileri her zaman tarihsel getirilerle alakalı olarak tartışılmaktadır. Ancak bir servet plancısı tarihsel verileri sermaye piyasası beklentilerini formüle etmek için kullanırken gelecekteki gelirin geçmişe ait ortalama bir performans ortaya koyacağına farkında olmalıdır. Bu nedenle planlayıcı mevcut sermaye piyasası koşullarını daha iyi yansıtmak için tarihsel performansını değerlendirmelidir. Her ne kadar tarihsel veriler basit ve yaygın biçimde kabul edilse de belirli sınırlamalara sahiptir: (1) ortalama getirilere ilişkin tahminlerin doğru olması (2) mevcut ortamla ekonomik açıdan ilgisiz olan verileri içermeme riski.

Mevcut piyasa verileri beklenen getiri ve değişkenlikle ilgili sermaye piyasası beklentilerine dair ikinci bir perspektif sunabilir. . Öz sermaye piyasası beklenen getiriler ile mevcut uzun vadeli devlet tahvilinin vadesine ait ürün; risk primi, sabit büyüme, kâr payı iskonto model gibi iskonto edilmiş nakit akışı modeli temelinde hesaplanabilir.

### 3.6 Varlık portföyünün İslam hukukuna Uygunluğu

Diğer yatırımcılar gibi Müslüman yatırımcılar da portföyelerine İslam hukukuna uygun varlıklar, hisse senetleri ve gayri menkul eklemek isteyebilir.

İslam hukukuna uygun kabul edilmeyecek faaliyetlerden elde edilmiş kar, haram olarak tanımlanır. Haram olan iş faaliyetleri şu türden ürünlerin imalatını veya pazarlanmasını içerir: alkol, kumar veya oyun faaliyetleri, faiz temelli finans ürünleri, domuz ve pornografi.<sup>46</sup>

İslam hukuku âlimleri iş faaliyetlerinin ana kazanç kaynağı olup olmadığını belirlemek için bir dizi kanaate başvurmuşlardır. %5 kuralına göre ana iş faaliyeti şirket kazancının veya brüt gelirin yüzde beşinden fazla olmasıdır. Örneğin eğer patlayıcıların satışı kimya imalatçısının gelirinin %5'inden azsa patlayıcılar ana iş faaliyeti olamamaktadır, dolayısıyla bu şirketin hisselerine yatırım yapmak genelde kabul gören bir durumdur. Kısmen daha katı bir kurala göre ise ana iş faaliyeti için standart %10'dur; bu da islam hukukunda ki riba yani faizle ilgili İslami yasağa da tatbik edilir. Eğer bir şirketin faiz temelli kârları veya mülkleri belirli sınırları aşmışsa o vakit şirkete yatırım yasaklanır. Bunlar hoş görülebilir sınırlar içerisinde kabul edilse bile kazançların bu şirketlerden saflaştırılması gerekir.

İslam hukukunda riba miktar ya da süredeki artış olarak tarif edilir. Bu riba, değiş tokuştan edilen her şeyin değeriyle ilgilidir: satış, alış, takas veya kredi yoluyla değiş tokuş edilen döviz, mal, eşya veya diğer her şey.

İslam hukukuna göre riba yasaktır çünkü yıkıcı ve sömürücüdür. Başka bir değişle bu paradan

---

<sup>46</sup>Mohamad Nabil Mohamad Shukri, Huzairi Mohd Mansor, Razli Ramli, Ahmad Tarmidzi Al-Muttaqi Mahmood, Muhammad Hadi Abdullah.2005, **Joint Tenancy with The Right Of Survivorship and Shariah: A Brief Discussion**, Islamic Finance Bulletin. Rating Agency Malaysia. Mart 2005, ss.1-7.

para kazanmaktır. İslam hukuku faizli sermaye ortaklığı, kredi ticaret yoluyla yatırım yapmanın veya çalışma üzerinden para elde etmenin karşıtıdır.

Riba miktarını ölçmek ve yatırıma izin verilip verilmediğini değerlendirmek için farklı modeller oranlar kullanılır. Nispeten daha yaygın kullanılan oranları şunları içermektedir:

- Şirketin likidite miktarını ölçmek için kullanılan oranlar;
- Şirketin faiz gelirini ölçmek için kullanılan oranlar;
- Şirketin şirket borcu üzerinden ne kadar faiz ödediğini değerlendirmede kullanılan oranlar.<sup>47</sup>

Şirketler yatırımlarını ekonomik yönden düzenli, istikrarlı ve kendileri güvende hissettikleri ülkelere yatırım yaptıklarında ribadan (faizden) elde edilen geliri tanımlamak nispeten daha kolay olmaktadır.<sup>48</sup> İslami bankaların genel kabulüne göre eğer bir yatırımın geliri riba üretmişse o yatırım gelirlerini faizden arındırmak için bir yardım kuruluşuna bağışlanabilir.<sup>49</sup>

### 3.7 Muhtemel Yatırım Varlığı Sınıfları

Portföy müdürünün amacı yatırımcının tanımladığı hedefler ve kısıtlara uygun olarak seçilen portföy riski düzeyine orantılı en yüksek getirileri elde etmektir. Bu gelir belirli tahvil gruplarının veya özel tahvillerin yatırılacağı her bir varlık sınıfı içindeki ve ona yönelik yatırılacak varlık portföyüne dair kararlara yol açar. varlık sınıfları, sadece bunlar olmamakla birlikte, şu hususları içerir:

- ❖ Nakit/nakde benzer varlıklar;
- ❖ Tahviller;
- ❖ Adi hisse senetleri;
- ❖ Yabancı hisse senetleri;

<sup>47</sup> Don. Phillips, Joan Lee, **Differentiating Tactical Asset Allocation From Market Timing**, Financial Analysts Journal. Mar/Apr 1989, s.14

<sup>48</sup> Don. Phillips, Joan Lee, a.g.e, s. 15

<sup>49</sup>Huzairi Mohd Mansor, Razli Ramli, Ahmad Tarmidzi Al-Muttaqi Mahmood, Muhammad Hadi Abdullah, Hasleenda Onn. 2005, **Short-Selling, Securities Borrowing and Lending: Shariah Perspective Part 1**, Islamic Finance Bulletin, Rating Agency Malaysia. June 2005, ss.1-4.



- ❖ Gayrimenkul/Gayrimenkul yatırım fonu
- ❖ Kıymetli madenler ve alternatif yatırımlar.

Yatırıma dönüştürülebilir varlık tipleri en basit düzeyde ayrıştırılabilir. Bunlar nakit (nakde yakın finansal varlıklar), öz sermaye ve sabit geliri içermektedir. Bu portföy yabancı hisse senedini, gayrimenkulü ve kıymetli madenler veya alternatif yatırımlarından oluşabilir. Bu, yatırımcının finans planının kapsamını daha kapsayıcı bir düzeye doğru genişletmek istemesine bağlıdır.

Mark Kritzman'a göre bir varlık sınıfı:

- Takip hatasında görüldüğü üzere diğer varlık sınıflarından bağımsız olmalıdır.
- Varlık sınıfı içinde üst varlık seçimi olmaksızın bir portföyün beklenen faydasını artırmalıdır.
- Kendi içinde homojen olmalıdır.
- Yatırıma dönüştürülebilir yani yatırımcının yatırım portföyüne ait anlamlı bir oranı olmalıdır.

Ancak bu ölçütler bir varlık sınıfı akışkanının tanımınıymış gibi görünmektedir. Koruma fonları çoğunlukla sanayideki uygulamacılar tarafından bir varlık sınıfı olarak sınıflandırılırlar ama yukarıdaki ölçütleri karşılayamazlar. İkinci olarak varlık sınıflarının homojen olmasına dair gereklilik uzun vadeli tahvillerle kısa vadeli tahviller arasındaki iç varlık sınıfı korelasyonu yokluğu gözlemlendiğinde yapılan testlerden geçemez. Bunlar farklı varlık sınıfları gibi kategorize edilir. Son olarak gayrimenkul yatırım fonu gibi araçlarla ilgili arz ve talepteki iç istikrarsızlık bazen gelir araçları gibi bazen de hisseler gibi davranmalarına yol açar. Buradaki özel mesele dinamik bir piyasada karar sürecine dönük statik girdilerin kullanılmasıdır.

Varlık sınıfı beklenen getirileri, getirilerin standart sapması ve korelasyonun katsayıları zaman içerisinde stabil kalmamaktadır. ABD ile ilgili olarak  $-0,55$ 'lik ortalama tahvil fiyatı-hisse fiyatı korelasyon katsayısı ile kıyaslandığında bu katsayı 2002'nin ikinci çeyreğinde  $94$ 'e yaklaşmış 1. Ölçütün ihlalinde tehlikeye sebep olmuştur. Bu nedenle varlık tahsisatı işlemine

girmek için gereken girdilerin ölçülmesi zorluk hâline gelmiştir.<sup>50</sup>

Güvenlik eksiğinden dolayı verilere ulaşılması zorlaşmaktadır. Bu bilhassa risk sermayesi, koruma fonları, emtia kaynakları vb. gibi alternatif yatırım durumunda oluşmaktadır. Elimizdeki veriler eksik olmakla birlikte yaklaşık 15 yıllık veriler bulunmaktadır. Verilerin doğrulukları da tartışmalıdır. Birçok özel sermaye yatırımları veya koruma fonları varlığını sürdürmemiş, raporları veri dizileri ile birleştirilmemiştir. Fon müdürleri özellikle sermayeyi toplayanlar getirilerini rapor etme yolunu tercih etmezler bu nedenle ilgili fonlar genel verilere yansıtılmamaktadır. Özel sermaye veya gayrimenkul yatırımları verimli bir yoldan fiyatlandırılmaz yada yanlış fiyatlandırılır. Bu nedenle varlık sınıfındaki fiyatları likidite eksikliğini ve bu varlıkların riskini doğru biçimde yansıtmaz. Yanlış fiyatlandırma bu varlık sınıflarının değişkenliğini sistematik olarak yetersiz değerlendirilmesine sebep olur.<sup>51</sup>

Varlık tahsisatı modelleri geleneksel yatırımları analiz etmek için dağıtım getirisi performansından yararlanmaktadır. Ancak alternatif varlık getirileri benzer dağıtım modelini sergilememektedir. Bunlar geniş ölçekli olay risklerine tabidir. Bu riskler beklenenden daha sık fiyat dalgalanmalarına sebep olmaktadır. Alternatif yatırımlar aynı zamanda parçalanabilir ve küresel sermaye piyasalarıyla bütün olarak birleştirilebilir. Birçoğu köken itibarıyla bölgesel olmakla birlikte yetersiz likiditeden mahrumdur, bu nedenle fiyatlandırma yapılarında bir likidite primine ihtiyaç duyulmaktadır.

Çok fazla varlık sınıfı içeren önerilerden uzak durulmalıdır, bu varlıklar hayali getiriler vaad eden yüzdeler içermektedir.<sup>52</sup>

Asya Krizi dönemi öncesi fiyatların yükseldiği piyasa birçok insanı varlık sınıfı çeşitliliğinden vazgeçebileceğine dair bir yanılsamaya sevk etmiştir. Bu da Malezyalı yatırımcıyı son yıllarda aşırı kayıplara açık hâle getirmiştir.

---

<sup>50</sup>International Centre For Education In Islamic Finance, **İslamic Wealth Management Book**, 2011, s.98

<sup>51</sup>Inceif, a.g.e, s. 118

<sup>52</sup>Michelle McCarthy, **Risk Budgeting: A New Approach to Investing**, Risk Waters Group Ltd, 2000, ss.103-130.

İlkesel olarak tahvil seçim süreci beklenen getirilere dair öngörüyü, standart sapmaları, tüm eldeki tahviller için ortak değişkeni içerir. Bu da verimli bir kümenin üretilmesini mümkün kılar. Yatırımcının risk-getiri tercihi böylelikle belirlenebilir (kayıtsızlık eğrisi çizilir ve bu eğrinin verimlilik kümesi üzerindeki teğet noktası belirlenir, bu nokta optimal portföyü gösterir)<sup>53</sup>. Gelişmiş veri tanımlama ve hesaplama becerisinin doğuşu beklenen getirilerin, standart sapmaların ve ortak değişkenin hesaplanmasını mümkün kılmıştır, ancak Malezya gibi bazı ülkelerde birçok hisse senetlerinin ve ana piyasa endekslerinin kısa süreli değiş tokuş hikâyesi (<20 yıl) bu yaklaşımın güvenilirliğini azaltmıştır. Buna ek olarak yatırımcının kayıtsızlık eğrisi güvenilirliği sorgulanabilir güvenilirlik prosedürü hariç gözlemlenebilir değildir. Aralarında önerilen tasarıma ait anketler bulunabilir, bunlardan biri William Sharpe'in çığır açıcı kitabı "Varlık Tahsisatı Araçları"nda görülmektedir. Uzun zamandır Amerika Mali Müşavirler Enstitüsü kişisel finans planlaması şubesi yatırım tavsiyesi sunma konusunda üyelerine yardımcı olmak için Pratik Yardım No 1 içinde yayınlanan Portföy Tahsisatı Sayı Sistemi (PTSS) anketini kullanmıştır (Şekil 12). *William Sharpe* 1987'de Varlık tahsisatı uygulaması için önerilen sistematik stratejiler kümesini önermiş ve bu küme 1990'da genişletilmiştir. Karar aşaması olarak aşağıda detaylandırılan bütünleşik yaklaşımdır.<sup>54</sup>

- ❖ yatırım varlıkları, borçları ve net değeri değerlendirin.
- ❖ yatırımcının risk toleransı işlevini belirleyin.
- ❖ yukarıdaki bilgileri kullanarak risk tolerans düzeylerini hesaplamak ve Yatırım Politikası Raporu oluşturmak için tolerans işlevini kullanın.
- ❖ Eldeki varlık sınıflarını tanımlayın ve sermaye piyasası koşulları değerlendirin.
- ❖ Varlık sınıflarıyla ilişkili getiriler, riskler ve korelasyonlar için tahmin prosedürlerini belirleyin.
- ❖ Verimli bir küme oluşturmak için eldeki varlık sınıflarıyla ilişkili getirileri, riskleri ve korelasyonları tahmin edin.
- ❖ Optimal bir portföy seçmek için yukarıdaki aşamalardan elde edilen bilgileri bir

<sup>53</sup> Michelle McCarthy, a.g.e, ss.103-130.

<sup>54</sup>Zvi Bodie, **Applying Financial Engineering to Wealth Management**, 2003 Investment Counseling for Private Clients V. AIMR 2003, ss.3-8.

araya getirin. Getirileri Değerlendirin;

- ❖ Yeterince zaman geçtikten sonra portföy performansını değerlendirin.
- ❖ Beklentilerle kıyaslayın.
- ❖ Sapmanın nedenlerini değerlendirin.
- ❖ B1'de olduğu gibi sermaye piyasası koşullarıyla sapmaları ilişkilendirin ve A1'de olduğu gibi getirilerin yatırımcı varlıkları, borçları ve net değer etkisini değerlendirin, A1 ve B1 üzerinden yeni bir sürece başlayın

Optimal portföyün belirlendiği tarz genelde üç aşamalıdır.

- a. Danışman maksimize etmek amacıyla, yatırımcıya özel ileriye dönük portföyler ve belirli risk yaklaşımı bilgileriyle ilgili girdilere ihtiyaç duyan bir işlev seçer.
- b. Bilgisayar optimizasyon algoritması yanında tarihsel zaman dizisi verileri kullanılır.  
İleriye dönük bir portföy kümesi üretmek için,
- c. Bir portföy tahsisat kararına ulaşmak için yatırımcıdan girdiler alınır.

Müşterinin hedefleri karşısında bir portföyün uygunluğunu değerlendirirken yukarıda tekrarlanan işlem müşterinin elinde bulundurduğu uygun portföyü belirlemek bir süreç olabilmektedir.

Yatırım ufku getirilerin değişkenliğinin karşısında, bir varlık portföyü için beklenen getiri oranı finansal hedeflere ulaşılmasına makul ölçülerde izin verip vermediğine karar verme noktasında önemli bir rol oynamaktadır. Finans danışmanı her türden varlık veya bir portföy için getirilerin değişkenliğinin zamanın ötesine geçmesiyle ilgili fikrin sıklıkla teşvik edildiğinin bilincinde olmalıdır (zaman çeşitlemesi faydaları vardır)<sup>55</sup>. Her ne kadar bir yatırım süresinin ilk yıllarında olumsuz sonuç alınmış olunsada, servet düzeyi finansal hedeflerinin getirilerin değişkenliği, zamanın ötesine taşsa da büyümeyecektir.

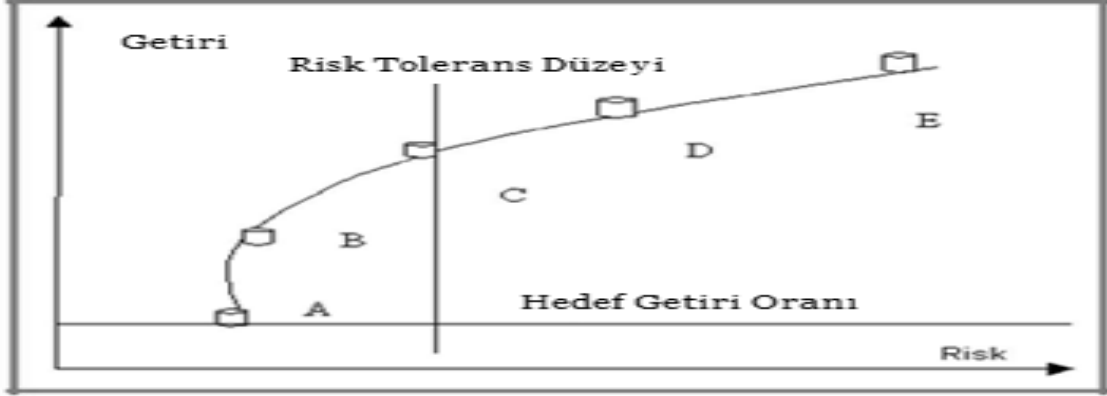
Getirilerin istatistiksel dağılımının hesaplanmasında olumsuz sonuçlara ulaşma riskine dikkat edilmelidir. Daha net risk belirlemeleri ya da en kötü senaryo sonuçlarına göre değerlendirerek

---

<sup>55</sup>Frank J. Travers, **Investment Manager Analysis: a comprehensive guide to portfolio**, ss.107-122

ileriye dönük portföy değerlendirmesini zorlaştıracaktır.

İkinci olarak makul riskler ve getiriler için düzeylerini belirleyerek, değerlendirme için ileriye dönük portföyün bir kısmının elimine edilmesine izin verir.

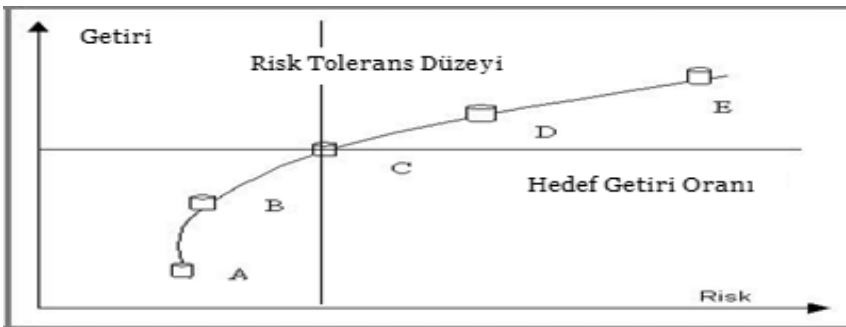


Şekil 11: Verimli Sınır risk-getiri

Kaynak: Applying Financial Engineering to Wealth Management.” Investment Counseling for Private Clients V. AIMR 2003

Şekil 11’de ilk turdaki seçimde A, B, C, D ve E kabul hepsi edilir. Toplantı değerlendirmesi sonrasında asgari getiri ölçütleri yatırımcı tarafından belirlenmektedir.

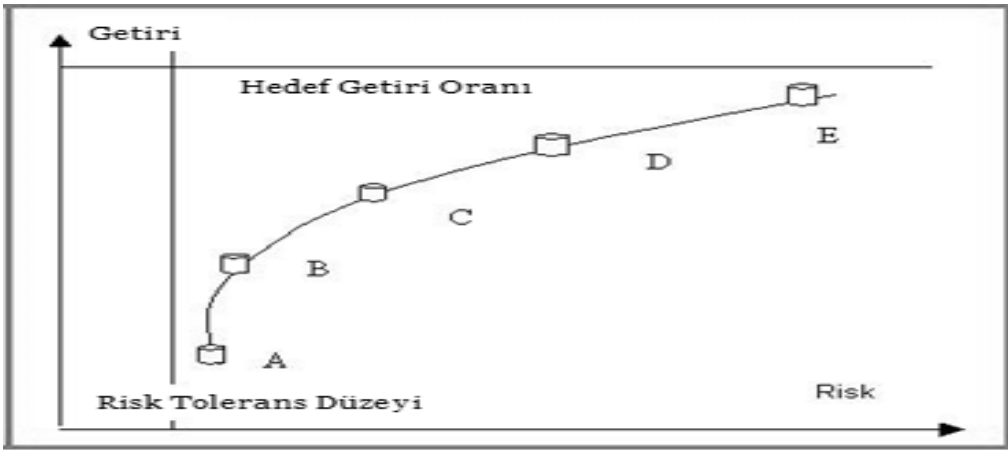
İkinci tur elemelerde portföyler D ve E risklerinden dolayı elimine edilirler, bunlar maksimum risk tolerans düzeyinin sağındadır. Sadece A, B, C portföyleri kabul edilir görülmüştür, ancak C kabul edilir risk düzeylerinde en yüksek getiriler sunsa da hangi portföyün önerileceği öznel bir meseledir.



Şekil 11: Verimli Sınır risk getirisi

**Kaynak:** Applying Financial Engineering to Wealth Management.” Investment Counseling for Private Clients V. AIMR 2003.

Şekil 12’de muğlaklık yoktur. Riskli nitelikleri sebebiyle elimine edilirler, bunlar maksimum risk tolerans düzeyinin sağındadır. Portföy A ve B kabul edilir risk özellikleri gösterip risk tolerans eşiklerinin altında olsa da ve gerekli düzeyin altında getiriler önerse de kabul edilemez olarak görülmüştür. Portföy C minimum getiri ve maksimum kabul edilir risk kriterini karşılayan tek portföydür.



Şekil 12: Verimli Sınırlar

**Kaynak:** Applying Financial Engineering to Wealth Management.” Investment Counseling for Private Clients V. AIMR 2003.

Şekil 13’te tüm portföyler maksimum tolerans ve minimum getiri kriterlerini karşılamadığı için hiçbir portföy uygulanabilir verimli bir küme olarak önerilememektedir.<sup>56</sup> Bu noktada yatırım müdürü uygulanabilir hedefler kümesinin hangisi olduğuna ilişkin yatırımcıyı yönlendirmesi ve onunla görüşmesi gerekmektedir. Yatırımcının uzun vadeli hedef ihtiyaçları ya daha düşük düzeye göre revize etmesi ya da yatırımcıların risk tolerans düzeyini daha yüksek düzeye göre revize etmesi gerekir.

Tablo 3: Risk Tolerans Faktörü

Yatırımcı	Risk Tolerans Sayısı

<sup>56</sup> Zvi Bodie, **Applying Financial Engineering to Wealth Management**, s. 3-8.

Johan	1 (aşırı derecede riskten kaçınma)
Mariam	50 (daha fazla riskin etkisi altında)

**Kaynak:** Portfolio construction, management, & protection.” 2nd edition Cincinnati, Ohio, South Western College. s.71

Risk tolerans işlevinin tanımlanmasına ilişkin nesnel bir yöntemdir. Önceki bölümde belirtilen anketleri kullanmak gibi yaklaşımlar bir miktar katkı sunmakta ve her risk getiri düzeyinin kolayca tanımlanamadığı durumlarla ilişkili fayda düzeyi gibi kaynaklar temin edilmektedir. Bir diğer yaklaşım ise ilk olarak risk tolerans faktörünü her bir yatırımcıya tayin etmek (örneğin bir yatırımcının riskleri ne kadar fazla tolere edebildiğine ilişkin puan) ardından beklenen getiri yüzdesinden ceza indirimi gerçekleştirmek ve getirilerin standart sapmasıyla ölçüldüğü biçimiyle risk düzeyi üzerinden daha fazla risk cezası belirlenmektedir (örneğin bu, standart sapmayı yukarıdaki risk faktörüne bölerek yapılır).

Sonuç işlevi  $\mu = \alpha - \gamma \delta^2$  formuna aittir.  $\mu$  fayda düzeyini,  $\alpha$  beklenen getiriyi,  $\gamma$  risk tolerans faktörünü ve  $\delta^2$  varyans veya standart sapmasını veya diğer risk ölçümünü temsil etmektedir.

Risk tolerans düzeyi yüksekse ceza değeri küçüktür ve aynı şekilde getiri düzeyi üzerinden alınan ceza da düşük olmaktadır. Cezadan daha az olan getiri fayda düzeyi olarak alınır. İşlenen örnek varsayımsal yatırımcılar Johan ve Mariam için aşağıda sunulmaktadır:

Tablo 4: Olası Verimli Kümeler

Portföy	Portföy	Beklenen getiri	Standart Sapması	Getiri
	Bonolar	Öz sermaye		
Portföy A	%70	%30	%6	%5

Portföy B	%50	%50	%8	%15
Portfolio C	%30	%70	%10	%20

**Kaynak:** Portfolio construction, management, & protection." 2nd edition Cincinnati, Ohio, South Western College. s.74.

Tablo 5: Verimli Kümelerle İlişkili Faydanın Maksimize Edilmesi

Portföy	Getiri	Johan		Mariam	
		Risk Cezası	Fayda Düzeyi	Risk Cezası	Fayda Düzeyi
Portföy A	%6	= 5/1 = %5	= 6.0 - 5.0 = 1.0	= 5/50 = %0.1	= 6.0 - 0.1 = 5.9
Portföy B	%8	= 8/1 = %8	= 8.0 - 8.0 = 0.0	= 15/50 = %0.3	= 8.0 - 0.3 = 7.7
Portföy C	%10	=10/1=%10.0	= 10.0 - 10.0 = 0.0	= 20/50 = %0.4	= 10.0 - 0.4 = 9.6

**Kaynak:** Portfolio construction, management, & protection." 2nd edition Cincinnati, Ohio, South Western College. s.7

Yukarıdaki örneklerde görüldüğü üzere verimli küme Johan için Portföy A, Mariam için Portföy C olacak şekilde fayda düzeyini maksimize etmektedir.

Nicelikselleştirme beklenen getirinin, standart getiri sapmasının türetilmesinde katkı sunabilir. Bilimsel açıdan geçerli bir tarzda risk tolerans bilgilerine dair bu yazılımı kullanmak bilimsel bir tarzda  $\gamma$  değerini tayin etmek zordur. Ayrıca yatırımcı faydasını belirlemeye dönük en iyi yaklaşım ortalama-varyans kriteridir. Rabin ve Thaler'a (2001) <sup>57</sup> göre riskten kaçınma katsayıları  $(1 + \gamma)$  insanlar tutarlı bir riskten kaçınma katsayısı sergilediğinden anlamsızdır.

<sup>57</sup>Rabin, Matthew, Richard H. Thaler, **Anomalies: Risk Aversion.** Journal of Economic Perspectives, 2001, ss. 219-232.



Portföylerin teorik açıdan muhtemel seçenekler içinden elimine edilmesine dayalı ikinci yaklaşım istenen sonuca en fazla yaklaşan faktörler grubunu seçmektir. Bu işleme tahmini yaklaşım belirleme işlemi denilir. Aşağıda basit bir örnek ele alınmaktadır:

İlk adım hâkim portföylerin, yani tüm diğer olası seçeneklere risk veya getiri özelliklerini üstün kılan portföyleri tanımlamaktır. Örneğin tüm diğer seçeneklere nispeten alınan verilerin bir risk düzeyi için beklenen getirilerin en yüksek değerini temin eden bir portföy baskın portföydür. Alternatif olarak verilen bir getiri düzeyine ait portföyler için en düşük risk düzeyini sunan bir portföy de baskın portföydür.

İşlem birinci dereceden tahmini yaklaşımın belirlenmesini içerir. Yatırım portföyü için bu Tablo 6’de dikkate alınan portföylerin getirilerine ait zaman dizilerini öncelikli olarak tabloyla göstermek anlamına gelmektedir.

Tablo 6: Portföy A ve B’nin Getiri Zaman Dizileri

Yıl	Getiriler	
	Portföy A	Portföy B
1995	%29.1	%90.3%
1996	%49.5	%10.7%
1997	%-2.7	%11.6%
1998	%-1.1	%20.2%
1999	%79.5%	%0.7
2000	%19.9%	%-9.0
2001	%-20.1%	%-8.9
2002	%19.1%	%40.9
2003	%38.0%	%41.8
2004	%-10.3%	%1.6

**Kaynak:** *Portfolio construction, management, & protection.*” 2nd edition Cincinnati, Ohio, South Western College. s.71

Tablo 7: Getiri Düzeyleri

Gözlem (Getiri Düzeni)	Getiri	
	PortföyA	Portföy B
1	%-20.1	%-9.0
2	%-10.3	%-8.9
3	%-2.7	%0.7
4	%-1.1	%1.6
5	%19.1	%10.7
6	%19.9	%11.6
7	%29.1	%20.2
8	%38.0	%40.9
9	%49.5	%41.8
10	%79.4	%90.3
<b>Ortalama</b>	%20.1	%20.0

Kaynak: Portfolio construction, management, & protection.” 2nd edition Cincinnati, Ohio, South Western College. s.78

Sonrasında getirilerin kümülatif olasılığını gösteren bir tablo oluşturulur (Tablo 8) ardından birinci derece tahmini yaklaşımı elde etmek amacıyla her bir portföy için getiri düzeylerini gösterir:

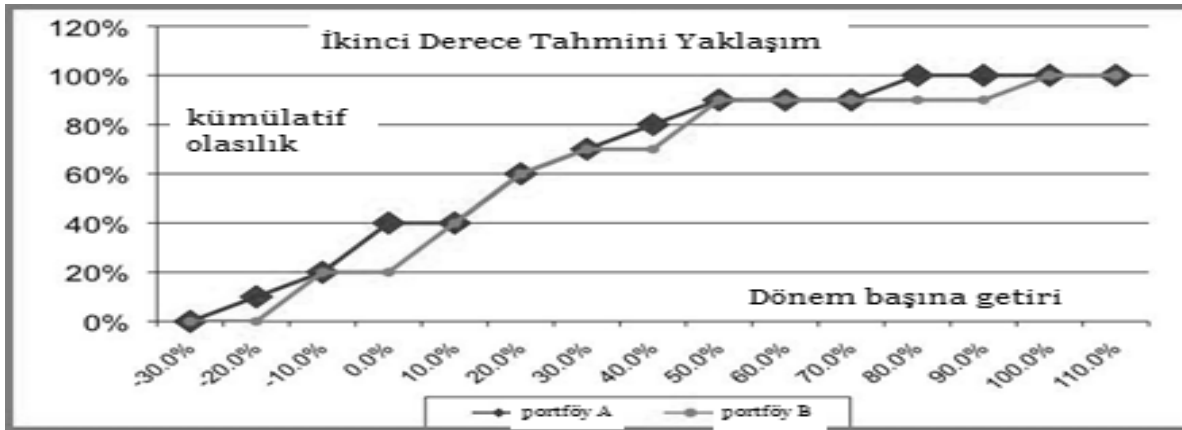
Tablo 8: Kümülatif Getiri Olasılığı

Getiri	Kümülatif Olasılık	
	PortföyA	PortföyB
<%-30.0	0.0	0.0
<%-20.0	10.0	0.0
<%-10.0	20.0	20.0

<%0.0	40.0	20.0
<%10.0	40.0	40.0
<%20.0	60.0	60.0
<%30.0	70.0	70.0
<%40.0	80.0	70.0
<%50.0	90.0	90.0
<%60.0	90.0	90.0
<%70.0	90.0	90.0
<%80.0	100.0	90.0
<b>Getiri</b>	<b>Kümülatif Olasılık</b>	
	<b>PortföyA</b>	<b>PortföyB</b>
<b>%90.0</b>	%100.0	%90.0
<b>%100.0</b>	%100.0	%100.0
<b>%110.0</b>	%100.0	%100.0

Kaynak: İslami Servet Planlama Kitabı, s. 273

Belirli düzeyde gelirler ya da düşük düzeyler elde etmeyle ilgili kümülatif olasılık tablosu, ikinci derece tahmini yaklaşım belirlemek için getiri düzeylerinin aralıklarına göre işaretlenmiştir. Bu yaklaşım iki çizgi arasında çakışan alanlar söz konusu ise baskınlığa karar vermek için gereklidir.



Şekil 13: İkinci Derece Tahmini Yaklaşım

**Kaynak:** Strategic asset allocation process for fund managers 2013, s. 15.

Yukarıdaki örnekte bu adım gerekli değildir zira Portföy B için kümülatif getiri olasılığını temsil eden çizgi her zaman Portföy için denk düşen çizginin sağına düşmektedir.

- A. Bu nedenle portföy için her bir kümülatif olasılık düzeyi ile bağlantılı daha yüksek bir getiri vardır.
- B. Dolayısıyla bu net bir şekilde baskın portföydür. Eğer diğer yandan iki çizginin birbirini kestiği kimi kısımlar vardır, buralarsa Portföy B için çizginin belirli kısımları Portföy A'nın sağındadır, bazıları da solundadır, dolayısıyla çizgilerin arasındaki toplam alanda Portföy B'nin sağında negatif bir değer oluşur, pozitif bir değer belirlemek için solda bir alan mevcuttur. Alanlar toplanır, eğer net değer pozitif ise portföy B hâlâ ikinci derece tahmini yaklaşımı geçerlidir. Yukarıdaki örnekte iki çizgi arasındaki alan Portföy B için çizginin soluna düşmekte, bu nedenle pozitif bir değer verir ve portföy B baskındır.

Yukarıdaki örnekten de anlaşılacağı üzere tahmini yaklaşıma dayalı portföy seçimini en yüksek beklentili getiriler sunan portföylerin seçilmesi ile sonuçlanmamaktadır. Yukarıdaki örnekte olduğu gibi %20,1'lik Portföy A'nın ortalaması (beklenen getiri) Portföy B'den az daha fazladır ama Portföy B hâlâ ikinci derece tahmini yaklaşım sergilediğinden dolayı seçilmektedir.

Bazı otoritelere göre servetin enflasyona göre büyüme oranını maksimize etmek daha doğru bir yol olabilir. Bir yatırımcının risk-servet faydasını belirlemeli (CRRA veya Servetin Sabit Nispi Riskten Kaçınma Faydası yaklaşımı) gelirini maksimize etmelidir. Burada bilimsel açıdan farklı ölçeklenmiş riskleri değerlendiren anketler aracılığıyla her türden fayda işlevi kümesini uygulamak güçtür. Ayrıca ortalama-varyans yaklaşımı ile riski dağıtmak gerekir. hedef getiri oranı seçilmiş portföyden gelen gelirin yetmeme olasılığını minimize ederek portföyü belirlemektedir. Yatırıma uygun ölçütler belirlerken yine de belirli sorunlarla karşılaşılabilir.

### 3.8 Bölümün Özeti

Bu bölümde daha çok yatırım hedefine, risk ve getiriye odaklanıldı, belirli, ölçülebilir sonuçlar ve kısıtlamalardan, özel yatırımlardan nasıl faydalanacağından bahsedildi. Genel kabule göre kısıtlamalar hem içsel hem de dışsaldır. Yatırım politikası raporu müşterinin aldığı tüm yatırım kararlarına hükmetmektedir.

Servet tahsisatı müşterinin uzun vadeli hedef ve kısıtlamalarını karşılayan yatırım yapılan eldeki varlık sınıflarını etkilemektedir. Sermaye piyasası beklentileri ve riski ile getiri özellikleri; pasif, yarı aktif ve aktif yatırım yaklaşımından oluşmaktadır. Burada performans değerlendirmesine ait üç madde değerlendirildi bunlar; performans ölçümü, nitelendirmesi, değerlemesinden oluşmaktadır. Sonunda da varlık sınıfı ve değerlendirilmiş getirilerin İslam hukukuna uygunluğu ile karşılaştırıldı.

Müslüman yatırımcılar da hisse senetleri, karşılıklı/birim emanet fonları, İslami kriterlere uygun tahviller ve gayrimenkul aramaktadırlar. Bunları portföylerine ekleyerek helal yoldan kazanç aramaktadırlar.

İslam hukukunda işletme faaliyetleri sonucu helal olmayan yollardan kazanç elde etmesi sonucu elde edilen kazancı haram olarak tanımlamaktadır. Haram kazanç genelde şu türden işletme faaliyetlerini içermektedir; alkol, kumar (veya oyun faaliyetleri), faize dayanan finans ürünleri, domuz eti satımı ve pornografik içerikli ürünleri içermektedir. Ayrıca çevreye zarar veren insan yaşamını ve doğasını bozan ürünlerin üretimi ve satımı yoluyla elde edilen kar da haram olarak sayılmaktadır. Bu türden yapılan faaliyetlere katılım Müslüman yatırımcı için uygun değildir.

Riba miktarını ölçmek ve yatırıma izin verilip verilmeyeceğini öğrenmek için farklı modeller/oranlar kullanılmaktadır. Nispeten daha yaygın kullanılan oranlar şunlardır: Bir şirketin likidite miktarını ölçmek için kullanılan oranlar; faiz gelirini ölçmek için kullanılan oranlar; ve borcu üzerinden ne kadar faiz ödediğini değerlendirmede kullanılan oranlardan oluşmaktadır.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### 4.VARLIK TAHSİSATI STRATEJİLERİ

#### 4.1 Varlık Tahsisat İşleminde Stratejik Tahsisat

Varlık tahsisatı yaklaşımında uzun vadeli varlık portföyü belirlenip yatırım yapılır. Yapılan yatırım uzun dönemli belirlenip zaman içinde değişiklik çok tercih edilmemelidir. Bu amaca ulaşmak için uzun vadeli ortalama getiriler, varlık sınıfları için getirilerin değişkenliği ve varlık sınıfları arasındaki ortak değişkesi belirlenir. İleride oluşacak sermaye piyasası getirileri, riskler ve ortak değişke gibi tahmin araçları kullanılmaktadır. Portföy uzmanı tahminleri planlama sırasında yatırımcının ihtiyaçlarını yönelik kararlar almalıdır. Planlama prosedürleri sabit karışık varlık tahsisatına göre yapılmalıdır, buna sadece varlık sınıfları arasındaki farklı oranlarda getirilerin etkilerine karşı riski azaltmak amacıyla dengeleyici politika izlenmelidir<sup>58</sup>.

Birçok fon uzmanı sermaye piyasası koşullarında değişimleri başarıyla öngörerek yatırımcıya daha fazla katkı sağlamaktadırlar. Eğer piyasaların seyri olumluysa yatırımcı uygun biçimde icra edilen stratejik varlık tahsisatını daha iyi anlamak için varlık tahsisatı stratejilerine dair bir beklenti içine girmektedir. Bazı fon uzmanları ancak varlık bileşimini hedeften yüzde beş saptığında genel kurala başvururlar.<sup>59</sup> Diğerleri ise bütünleşik bir yaklaşıma nispetle belirli bir yüzde den meydana gelen standart sapmadan daha fazlasını yeniden dengeleme olarak kullanır. Yatırım politikasını veya portföyü değiştirmeye izin veren bir geri bildirim çevrimi mevcut değildir. Bu türden bir yeniden dengeleme çeyrekten, yarımdan veya başka aralıklardan daha fazla frekanslara da tabidir. Yeniden dengelemenin maliyeti ana meseledir. Bu, nispeten akışkan varlıklar için bile geçerlidir. Bunların mülkler gibi akışkan olmayan

---

<sup>58</sup> Eric H. Sorensen, Keith L. Miller, Vele Samak., **Allocating between active and passive management**, Financial Analysts Journal. Sep/Oct 1998, s.18.

<sup>59</sup>Waggle, Doug, Moon Gisung, **Expected returns, correlations, and optimal asset allocations**, Financial Services Review, Fall 2005. s.253.

varlıkları içerdiği noktada eklenmiş veri ve işlem maliyetleriyle birlikte yeniden dengelemenin amacını akılda tutarak ekonomik açıdan nasıl gerçekleştirileceği belli değildir.

Kısa dönemde küçük düzeltmeler yapılabilir ancak uzun vadeli planlama yatırımcı için uzun vadeli yatırımlar dikkate alınmaktadır. Varlık tahsisatı bileşimi bir küme dâhilindeki bir portföyün, hesaplanmış uzun vadeli getiriler, getirilerin standart sapması ve uzun vadeli getirilerin ortak değişkesi halihazırda portföy riskini sistematik (çeşitlendirilemeyen) riske indirmişdir. Yatırımcı eliyle seçilmiş portföy bileşimi risk tolerans düzeyleri karşısında verimli küme dâhilinde optimal portföyü temsil eder. Bu, yatırımcının üstelindiği risk ile getiri (fırsat) arasındaki temel değişimi içermektedir.<sup>60</sup>

Stratejik varlık tahsisatı bütünleşik varlık tahsisatı modeliyle aynıdır. Bir gözleme göre ABD’de birçok büyük emeklilik fonları için çalışan portföy uzmanları bu stratejiyi benimsemekte, bu yaklaşımla tutarlı biçimde üç yıl hatta daha fazla süreli kısa vadeli aralıklar izlendiğinde varlık karışımlarının maddi olarak değiştiği gözlenir.

Stratejik varlık tahsisatı stratejisine ters olarak taktik varlık tahsisatı stratejisi daha aktif varlık yönetimi yaklaşımını benimser, varlık sınıfı karışımına düzenli ayarlanarak, sermaye piyasası koşullarında değişimlerden kademeli getiri elde etmeye çalışır.

İki varlıklı sınıf portföyünde eğer hisse senetlerinden tahvillerden daha iyi olması bekleniyorsa hisse senetlerindeki portföyün oranı tahvillere göre nispeten artacaktır. Bu sürece varlık sınıfı değerlendirilmesi denir.<sup>61</sup> Varlık sınıfı değerlendirilmesi yaklaşan dönemde beklenen değişimler ile mevcut sermaye piyasası koşulları karşısında her bir varlık sınıfını elinde bulundurmanın erdemini içerir. Buradaki güçlük hangi varlık sınıfının yaklaşan dönemde en iyi icra edileceğini doğru tahmin etmektedir. etkin biçimde karılmamış varlıklar masrafa yol açar ve fon müdürünü piyasa hilesi suçlamalarına açık hâle getirir.

Yatırımcı risk toleransı ve yatırımcıya özel bilgiler stratejik tahsisat yaklaşımını dâhilinde değişmemiş kabul edilir. Kesintisiz bir geri bildirim çevrimi yatırımcı tercihlerinin yatırım

---

<sup>60</sup> William Jahnke. 2003, **Active asset allocation**, Journal of Financial Planning, Jan 2003. s.38.

<sup>61</sup> William Jahnke, a.g.e, s.39

politikasındaki revizyonlara ihtiyaç duyan değişimlere maruz kalır. Pratik manada taktiksel varlık tahsisatı bütünleşik varlık tahsisatı ile aynıdır.

## 4.2 Taktiksel Varlık Tahsisatı Stratejileri

Taktiksel varlık tahsisatı stratejisi kendilerini tekrarlayan piyasa çevrimlerine dayanır. Bu nedenle eğer sermaye piyasası koşulları uzun vadeli ortalamasından uzaksa bunlar uzun vadeli ortalamalarına nihayetinde geri intikal etmelidir. Bu, piyasaların ortalamaya dönmeyle ilgili bir eğilime sahip olduğunu ifade eder. Mevcut piyasa koşullarında tahvil fiyatları öz sermayeye (fiyat-kazanç oranları yüksektir) kıyasla ucuzdur (faiz oranları yüksektir). Varlık sınıfı karışımı tahviller için bir ölçüttür ve fazlası dâhilinde tahsisata doğru kayacaktır (ekonomik koşulların zayıflayacağı beklentisi üzerinden faiz oranları daha da düşer) ve tahsisat öz sermaye bakımından belirli bir ölçütten mahrum olacaktır (burada beklenti, hisse fiyatlarının ekonomik koşullar zayıfladıkça düşecektir).<sup>62</sup> Varlık fiyatları en fazla ilgi gördüğü noktada en düşük olacağından ve en fazla arandığında en yüksek seyrettiğinden bu türden bir yaklaşım doğası gereği aykırı bir yaklaşımdır.

Varlık karışımındaki değişim frekansı kredi marjları, öz sermaye riski primi veya ürün eğrisi eğimi, varlık fiyatlarındaki genel değişkenlik derecesi ve makroekonomik görüşteki değişimler üzerinden ölçüldüğünde her bir varlık sınıfındaki tahvillerin yüksek veya düşük değerlemesine tabi olacaktır.

Varlık sınıfı değerlemesini uygulamak için fon müdürünün:

1. Portföy olağan karışımını (ölçüt karışımını) yatırımcıyla ortaklaşa tespit etmesi gerekir. Örneğin %40 tahvil ve %60 öz sermaye.
2. Her bir varlık sınıfı üzerinden olağan karışımından yaşanan sapmalar için tolerans sınırları belirleyen olağan sıra ve karışım sırası tespit etmelidir. Örneğin tahvillerin bir

---

<sup>62</sup>James D. MacBeth, David C. Emanuel, **Tactical asset allocation: Pros and cons**, Financial Analysts Journal., Nov/Dec 1993. s.30.



kısımının yüzde on düşünce en az yüzde on artması sağlanır. Yüzde onluk salınlı bileşen böylelikle belirlenir.

Eğer sermaye piyasası koşullarının “olağan” olması bekleniyorsa olağan karışım benimsenir. Eğer sermaye piyasası koşulları öz sermayeden yana olması bekleniyorsa öz sermayeye yatırılmış portföyün oranının yüzde yetmiş artması sağlanır ve tahvilin ilgili kısmı yüzde otuza düşer.

Burada asıl eleştiri piyasaların verimli olduğunu söyleyen fikirle uyuşmaz. Piyasalar verimli olmasa bile geniş ölçekli varlık değiştiren uygulamalar maliyetler için indirim yapıldıktan sonra kârlı olabilir. Birçok birim güven fonu müdürü yatırımcıların taktiksel varlık tahsisatını dolaylı olarak belirli bir biçimde icra etmesini sağlar, burada farklı varlık tahsisatı ölçütleri ile tasarlanmış fonlar arasındaki her yıla düşen serbest değiştirme sayısına imkân verilir.<sup>63</sup>

### **4.3 Varlık Tahsisatı Stratejisi Olarak Sigortalı Varlık Tahsisatı**

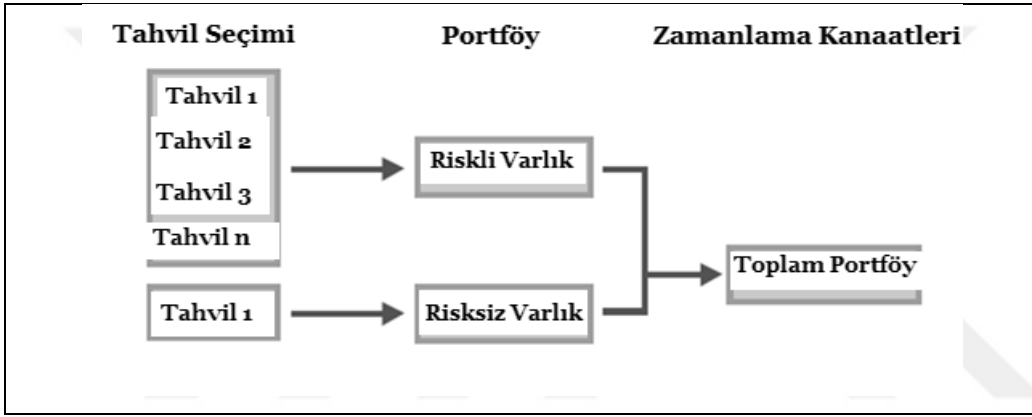
Bu reaktif varlık stratejisidir. Bazen sabit oran stratejisi olarak da bilinir, zira strateji yatırımcı serveti ve net değer değişimleri harekete geçtiği noktada varlık karışımında değişimleri talep eder. Taktiksel varlık tahsisatı stratejileri gibi o da varlık karışımının aktif yönetimini görmek ister.

Ancak burada öncül şudur: sermaye piyasası koşulları, riskler ve getiriler değişmez ya da önemli değildir. Bunun yerine yatırımcıların hedefleri kısıtlamaları yatırımcının serveti/net değeri ile birlikte değişir. Öz sermaye değerlemesi döneminde yatırımcının serveti borsa endekslerindeki artışla birlikte artar. Artan servet yatırımcının riskle başa çıkma becerisini artırır. Bu, portföydeki riskli varlıkların oranında belirli bir artışı talep eder. Bu sadece öz sermayeye yatırılan orandaki artışı değil ayrıca hazine bonoları için tahsisattaki denk düşen düşüşler ve tahvilleri ifade eder.

---

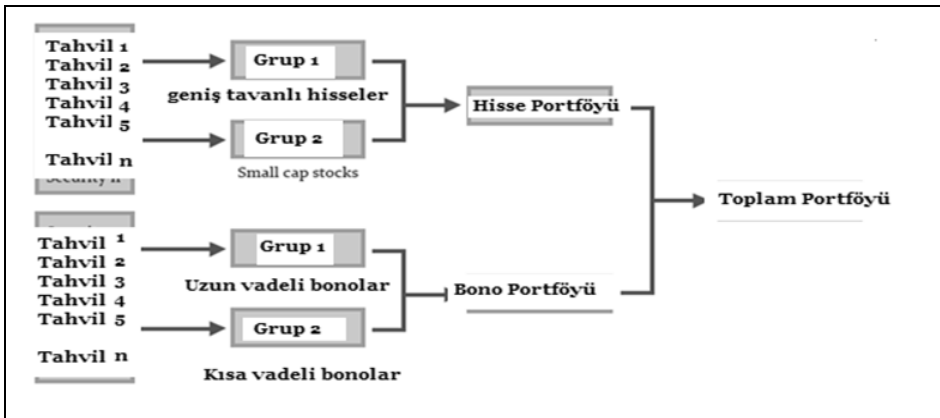
<sup>63</sup> Michael C. Ehrhardt, John M. Wachowicz, Jr, **Tactical Asset Allocation (TAA): A Tool for the Individual Investor**, Review of Business, Winter 1990, .s.9.

Uzun vadeli durumlarda kısa satışların bileşimi, yineleme çabaları dâhilinde dinamik finansal koruma teknikleri ile ilişkili olarak, portföy koruması (sigorta) konusunda belirli sonuçlar ortaya çıkacaktır. Bu, sigortalı portföy elde etme konusunda yaygın bir yöntemdir. Borsa düştükçe kısa vadeli daha geniş satış durumlarına geçilir. Sonuçta sigortalı varlık tahsisat stratejisi altında varlık karışımına dönük ayarlamalar yapılır. Bu çaba, taktiksel varlık tahsisatı stratejisinin talep ettiği karşıt varlık karışımında değişimler talep eder.<sup>64</sup>



Şekil 14: Varlık Tahsisatı Yaklaşımı Asset – Şematik Plan

**Kaynak:** Wealth Planning and Management s. 112



Şekil 15: Bütünleştirici Tahvil Seçimi, Grup (veya sektör) Seçimleri ve Varlık Tahsisatı

**Kaynak:** a.g.e., s.189

Bu iki rakam tahvil seçim işlemi izah etmektedir, ilki risk altındaki toplam tahvil seçimini,

<sup>64</sup> Gregory Kenneth. 1989. "Asset Allocation Options for CPA-Planners." Journal of Accountancy. Sep 1989. s.96.

ikincisi uzun ve kısa vadeli bono ve hisseleri içeren bono portföyü ve hisse portföyü olarak iki portföyü izah etmektedir.<sup>65</sup>

#### 4.3.1 Uzman Seçimi

Plancı müşterinin yatırım politikası raporunu ve varlık tahsisatını geliştirdikten sonra fonları ve/veya uzmanı seçme konusunda müşteriye yardım etmek zorundadır. Burada ilk olarak fon uzmanların seçildiği noktada ortaya çıkan meselelere bakacağız.

Fon uzmanlarının sayısı çok olmasa da dünya genelinde düz manada binlerce uzman vardır, dolayısıyla fon uzmanı seçmek gerçekten zor bir iştir. Seçim kriterlerinin bazıları şunlardır:

1. Yatırım yaklaşımı: uzmanın yatırım yaklaşımını varsayımlar ve ilkenin desteklemesinin bir anlamı var mıdır?
2. Beklenen getiri. Beklenen getiri dışında finans plancısı aynı zamanda geçmiş performansına da bakmalıdır. Geçerli bir ölçüte nispetle sürekli güçlü olan on yıllık bir performans kararsız bir performanstan çok daha iyi bir öngörülebilirlik vermelidir.
3. Müşterinin portföyünün değişkenliği üzerinde beklenen etki.
4. Likidite. Bu gelecekte hesabın nakde nasıl çevrilebileceği ile ilgilidir.
5. Hukuki meseleler.
6. Güven uzmanın seçimi uygun mudur? uzmana güvenilebilir mi?

Tipik bir ücret yapısı hesabın üç ayda bir ödenen piyasa değerinin yüzdesine dayanır. Servet planlayıcıları bilmeliler ki daha yüksek ücret ödemek müşterilere daha iyi uzun vadeli performans sağlamaz. Bazı planlayıcılar/müşteriler performans ücretlerinden yanadırlar. Bu ücretler birden fazla içeriğe sahip olabilir. Örneğin bir uzman piyasa değerinin %0,5'i kadarlık sabit bir yıllık ücrete ek olarak belirli bir ölçütü aşacak şekilde bir önceki yılın getirisinin yüzde 10'u kadar para alabilir. Burada tavan değer müdürün bir yılda kazanacağı maksimum yüzdendir ve normalde en yüksek başarı düzeyini de içerir. Bu fon uzmanı birinci yılda performans ücreti için kalifiye olmaması durumunda onun 2. yıl içerisinde belirli bir

---

<sup>65</sup> Gregory Kenneth. 1989, **Asset Allocation Options for CPA-Planners**, Journal of Accountancy, Sep 1989. s.96.

performans ücreti elde etmeye başlamazdan önce birinci yıldaki düşüğe denk ertesi yıl içindeki getiri fazlasını elde etmelidir. Böylesi bir yüksek başarı düzeyi başka bir şekilde daha işler. Eğer uzman herhangi bir yıl maksimum performans ücretinden fazla kazanırsa fazla ikinci yıla taşınabilir. Aksi takdirde uzman yıllık maksimuma ulaştığı noktada değer ekleme teşvikinden mahrum kalır.

Performans ücretlerindeki bir güçlük de idari karmaşıklığıdır. Yani bir plancı ücretleri kapsamlı bir biçimde denetlemek zorunda kalabilir ki bu oldukça karmaşık bir iştir.

#### **4.3.2 Fon Seçimi**

Birim güven/karşılıklı fonlar çeşitlenme, bölünürlük, düşük işlem masrafları, kayıt tutma ve tekil yatırımcı için profesyonel yönetim sağlar. Bu özellikler yatırımcılar arasında birim güven/karşılıklı fonların popülaritesinin devreye girmesini sağlar. Bu fonların çoğalması doğru fonları seçmeyi birçok yatırımcı için güç hâle getirir, oysa performans istatistiği ve fon vasıfları, harcama oranları, iş hacmi artık kolayca temin edilebilmektedir. Ancak tekil bir yatırımcı eldeki büyük miktarlardaki veriyi analiz etmek için nadiren zamana veya uzmanlığa sahiptir, bu nedenle profesyonel finansal danışmanının yardımına bel bağlar. Finansal planlama işlemi yatırımcının riskten kaçınması, yatırım ufku, yatırım deneyimi, vergi statüsü ve finansal statünün yerini belirlemek için bir anket doldurması ile başlar. Bu bilgiler üzerinden finansal danışman varlık-tahsisat stratejisi önerir ve her bir varlık sınıfı için özel fonlar (veya hisseler ve bonolar) önerir. Finansal planıcının fonların seçimini benimseyebilir diyen yapısal bir yaklaşım analitik hiyerarşi işlemidir. (AHİ). AHİ modeli şu tarz bir ayrık bir özgüllüğe sahiptir.

Birincisi, bu model her bir bireyin özgül yatırım hedefleri ve kısıtlamalarına dayanan bireyler için sıralanmış karşılıklı fonlara sistematik bir yaklaşım sağlar.

İkincisi, AHİ yatırımcıyı tutarsız tercih belirlemelerinden alıkoyar. Fon seçimi birden fazla parametre içerir (örneğin yatırım hedefleri, vergi verimliliği, risk ve harcama oranlarını içerebilir) ve bu nedenle kararlar dâhilinde tutarlılığı zorlamak seçim yöntemi

yapılandırılmamışsa zordur.

Üçüncüsü, bu yaklaşım yatırımcılardan elde edilmesi gereken teknik girdinin miktarını minimize eder. Finans plançıları bilmelidirler ki AHİ ile MPT yaklaşımları arasındaki önemli ayrıma göre AHİ’de yatırımcının tercihlerine, MPT’de bireylerin risk ve getiri ile ilgili iki boyutlu tercihlerine odaklanır.<sup>66</sup>

AHİ metodolojisi aşağıdaki dört ana aşamadan meydana gelir:

1. Hiyerarşik yapının geliştirilmesi:
  - Misyon
  - Seçim kriterleri
  - Alternatifler
2. Her bir seçim kriterinin misyona kıyasla sahip olduğu nispi önem.
3. Her bir kriter üzerinden alternatiflerin sıralanması.
4. Her bir alternatifin misyona yaptığı katkının sıralanması.

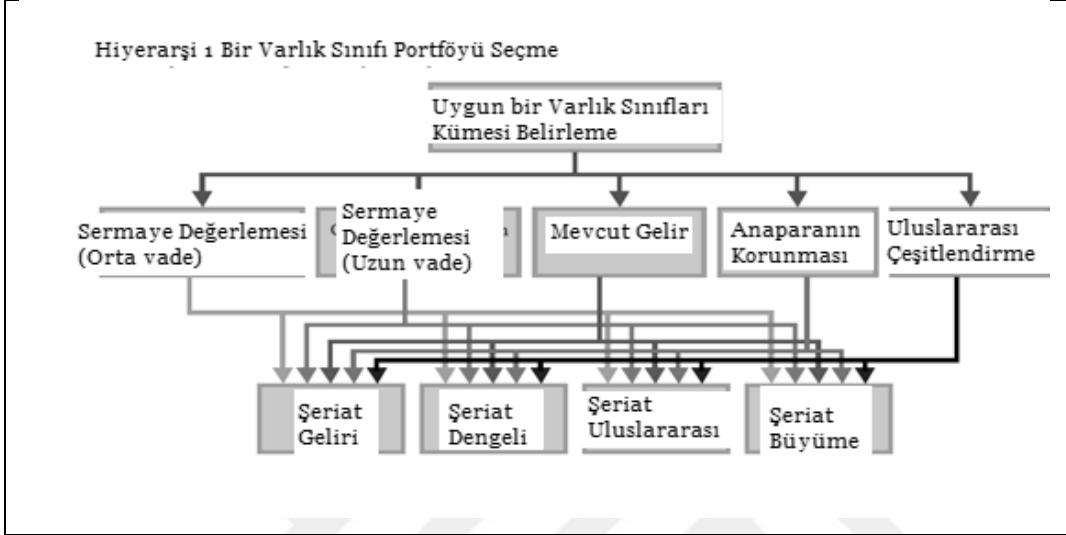
AHİ çerçevesinde ilk adım hiyerarşik bir yapıdaki problemi sunmaktır. Şekil 16 fon seçimi problemindeki iki hiyerarşiyi vermektedir. Her bir hiyerarşi üç düzeyden oluşmaktadır: hiyerarşi misyonu (en üstte), seçim kriterleri ve eldeki alternatifler. İlk hiyerarşide misyon bir yatırımcı için uygun varlık-tahsisat önerisini elde etmektir. Seçim kriterleri yatırımcının yatırım hedefleri ve kısıtlamalarıdır, ayrıca alternatifler varlık sınıflarıdır. İkinci hiyerarşide misyon her bir varlık sınıfı içindeki uygun karşılıklı fonu elde etmektir; Şekil 1 “büyüme ve gelir” sınıfı örneğini kullanır.

Seçim kriterleri fonların yapısal ve operasyonel özelliklerine dayanır ve alternatifler her bir varlık sınıfında var olan fonlardır. Şekil 15’teki hiyerarşik yapının amacı AHİ çerçevesini göstermek için basitleştirilmiş bir model sunmaktır; ek hedefler ve kısıtları dâhil edilecek şekilde kolayca değiştirilebilir. Bu her bir hiyerarşinin sunduğu sorunu çözme sürecini özetler.

---

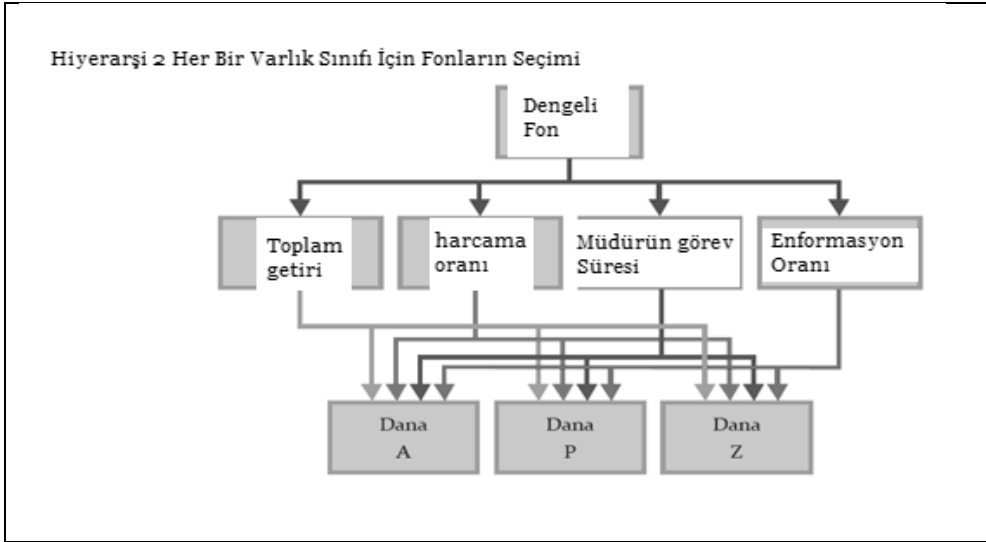
<sup>66</sup> Christian S. Pedersen, Ted Rudholm-Alfvén, **Selecting a risk-adjusted shareholder performance measure**, Journal of Asset Management, Oct 2003, s.152.

## Fon Seçimi için Karar Hiyerarşileri



Şekil 16: Bir varlık sınıfı portföy Seçimi

**Kaynak:** Mindel, Norbert M. and Sarah E. Sleight (2010), Wealth Management in the New Economy, John Wiley & Sons, Inc.



Şekil 17: Her Bir Varlık Sınıfı için Fon Seçimi

**Kaynak:** Mindel, Norbert M. and Sarah E. Sleight (2010), Wealth Management in the New Economy, John Wiley & Sons, Inc.

### 4.3.3 Yatırım Hedefleri

Fon seçimi için karar süreci yatırımcının yatırım hedefleri ve kısıtlamaları ile başlar. Yatırımcı AHİ’de kullanılan ölçekte belirtildiği üzere, ikili bir kıyaslama ölçeğine başvurarak yatırım hedeflerinin nispi önemini değerlendirir.

#### 4.3.4 Varlık Sınıflarının Sıralanması

Karşılıklı fon seçim modelinin ilk hiyerarşisi için karar alternatifleri varlık sınıflarıdır. Yatırım hedeflerinin nispi önemi ve her varlık sınıfının her bir hedefe katkısının gücü belirlenince bunlar yatırımcı için uygun varlık-tahsisat ağırlıklarını elde etmek için birleştirilir.

#### 4.3.5 Tekil Fonların Seçilmesi

Varlık sınıflarının nispi önemi belirlenince bir sonraki adım ikinci hiyerarşiyi yani her bir sınıftaki tekil fonların değerlendirilmesini içerir.<sup>67</sup> Tablo 8’deki hiyerarşi büyüme ve gelir varlık sınıfındaki tekil karşılıklı fonların sıralamasını gösterir. İkinci hiyerarşinin en üstündeki misyon büyüme ve gelir fonlarına ait sıralamayı elde etmektir. Seçim kriterleri, ikinci hiyerarşi düzeyi yapısal ve operasyonel özelliklere sahip fonlara dayanır. Üçüncü düzey, yani eldeki alternatiflerin hepsi büyüme ve gelir varlık sınıfındaki veri tabanından elde edilen karşılıklı fonlardır.

Tablo 9: Fon Seçimi ile Karar Hiyerarşisini Çözme

<b>Fon seçimi kriterleri</b>	<p>Finans plancısı ikili kıyaslama üzerinden fon seçimi kriterlerinin nispi önemini belirler.</p> <p>Finans plançısının cevabının tutarlılığı test edilir</p> <p>Eğer tutarsızlık gözlemlenirse finans plancısı tutarlılık elde edilene dek cevaplarını gözden geçirebilir.</p>
------------------------------	---

<sup>67</sup> Ton van Welie, Ronald Janssen, Monique Hoogstrate. 2004. “An Integral Approach to Determining Asset Allocations” Journal of Financial Planning. Jan 2004. s.50

	Finans planıcısının cevapları fon seçim kriterleri için nispi önem ağırlıklarına dönüştürülür
<b>Her bir kritere göre fon performansı</b>	Ampirik veriler normalleştirilmiş, varlık sınıflarının nispi gücünü temsil eden performans puanları elde etmek için kullanılır
<b>Fonların sıralanması</b>	Yatırım hedeflerinin nispi önem ağırlıkları ve varlık sınıflarının nispi güçleri varlık sınıflarının sıralamasının ölçümünde kullanılır.

**Kaynak:** Islamic Wealth Planning and Management, s.45.

AHİ modelinin önerdiği varlık tahsisatları belirli bir yatırımcının yatırım hedefleri ve kısıtlamalarına ayarlanır. Finans planlayıcısı AHİ modelinin amacının sadece geleceğe ait üst düzey bir performans sağlamak değil ayrıca varlık tahsisatını yatırımcının hedef ve tercihleri ile tutarlı kılmak için bir portföy oluşturmak gerekir. Ancak AHİ yaklaşımının bir avantajı da onun danışmanlara fon seçim sürecini yatırımcılara izah etmelerine yardım etmesidir, zira bu model danışmanın seçim kriterlerini ve danışmanın her bir kriterin nispi önemine dair kanaatlerini listelemesine ihtiyaç duymaktadır.

#### **4.4 Getirilerin Ölçüm Yolları (Portföy Performansı Değerlendirmesi)**

Portföy uzmanını görevlerini yerine getirirken 3 önemli ihtiyacı karşılaması gerekmektedir:

1. Müşterilerin yatırım politikası raporunda dile getirilen hedeflere ulaşmak,
2. Her bir veriyi risk sınıfı için üst düzey getiriler elde etmek,
3. Sistemik olmayan (çeşitlendirilebilir) riskleri elimine etmek için portföy çeşitlendirmesi işlemini gerçekleştirmek.



Tarihsel açıdan varlık yönetimi ele alındığında asıl olan getirinin müşteri için çok büyük önem arz ettiğine odaklanılmıştır. Performans değerlendirmesi Hem getirilere hem de yatırımların riskliliğini el ealmalıdır.<sup>68</sup>

Üst düzey performans değerlemesi zamanlama ve üst düzey tahvil seçimi yoluyla elde edilebilir. Varlık tahsisi açısından ise varlık tahsisatı gibi üst düzey varlık tahsisatı stratejileri açısından düşünülmelidir.

Getirilerle ilgili performans iki şekilde düşünülebilir. Birincisi ne kadar para elde edildi ya da kaybedildi değerlemesi yapılır. İkincisinde nispi açıdan ölçümdür yani hedefe veya ölçüte kıyasla genel veya ikili grup kıyaslamasına benzer yatırım ürünleri için ortalama getirilere göre değerlendirilmektedir.

#### 4.4.1 Dolar Ağırlıklı Getiriler

Portföyün başkangıç ve son değerleri arasındaki farkı alınarak ardından başlangıç değerine bölünmesiyle bölünür. Ondalık formda verilen ifade yüzle çarpılarak yüzdelik formuna dönüştürülür:

$$\text{Dolar Ağırlıklı Getiri (\%)} = \frac{\text{Son Değer} - \text{Başlangıç Değeri}}{\text{Başlangıç Değeri}} \quad (1)$$

Tüm kâr payları veya diğer dağıtım formları ara dönemde portföyün son değerine eklenir.

#### 4.4.2 Zincire Bağlı Getiriler

Bu adım bir dizi yatırım döneminde yapılan bileşik getiriyi belirlemek için gereklidir. Her bir dönemde getiriler yukarıdaki dolar ağırlıklı getiriler kullanılarak hesaplanır.

$$\text{Zincire Bağlı Getiriler} = [ (1 + PR^1) \times (1 + PR^2) + (1 + PR^3) \times \dots \times (1 + PR^n) ] - 1$$

PR ilgili dönemler, 1, 2, 3... n için ondalık formda getiridir.

Dönemlerin eşit sürelerde olması gerekmemektedir. Örneğin PR1 bir aylık dönem için getiri

---

<sup>68</sup>Suze Orman, **The Road To Wealth: A Comprehensive Guide to Your Money**, 2003, s.148-52

olabilirken dönem iki açısından PR2 altı aylık dönem olmaktadır.

Kümülatif getiri aşağıda gösterildiği üzere, önceki dönemi sonraki dönemin getirisini toplam getiri zinciriyle bağlamaktadır (Tablo 8 ve Tablo 9):

Tablo 10: 5 Yıl İçin Kümülatif Getiri

Yıl	Getiri (\$)	Getiri (ondalık)	Getiri (%)	Kümülatif Getiri Formülü	Kümülatif Getiri (%)
1	\$1	0.1	%10.0	\$1	%10.0
2	\$2	0.091	%9.1	$=(1+\$1) \times (1+\$2) - 1$	%20.0
3	\$3	0.034	%3.4	$=(1+\$1) \times (1+\$2) \times (1+\$3) - 1$	%24.1
4	\$4	0.12	%12.0	$=(1+\$1) \times (1+\$2) \times (1+\$3) \times (1+\$4) - 1$	%39.0
5	\$5	0.23	%23.0	$=(1+\$1) \times (1+\$2) \times (1+\$3) \times (1+\$4) \times (1+\$5) - 1$	%70.9

**Kaynak:** Financial Analysts Journal,2005

Zincire bağlı getiriler anlayışını tatbik etmek için yatırımın kümülatif getirilerini belirtmemiz gerekir.Bu bilgi yatırımcıya iki yoldan aktarılır (Tablo 8).

Dolar bazında aktüel büyüme getirileri gözlemlenmiş dönem boyunca ilk yatırımın dolar değerinde nasıl arttığını göstermektedir. Buda kümülatif yüzdeli getirinin zamana göre değişimidir. Bu sayede ilk yatırımın yüzde olarak ifade edilen son değer getirisinin değerleri gözlenebilir.

Tablo 11: 5 Yıllık Dönemde Kümülatif Getiriler

Yıl	Getiri (ondalık)	Getiri (%)	Kümülatif Getiri Formülü	Kümülatif Getiri	Dolar Artışı	
1	\$1	0.1	10.0%	\$1	10.0%	0.100
2	\$2	0.091	9.1%	$=(1+\$1) \times (1+\$2) - 1$	20.0%	0.200
3	\$3	0.034	3.4%	$=(1+\$1) \times (1+\$2) \times (1+\$3) - 1$	24.1%	0.241
4	\$4	0.12	12.0%	$=(1+\$1) \times (1+\$2) \times (1+\$3) \times (1+\$4) - 1$	39.0%	0.390
5	\$5	0.23	23.0%	$=(1+\$1) \times (1+\$2) \times (1+\$3) \times (1+\$4) \times (1+\$5) - 1$	70.9%	0.709

**Kaynak:** FinancialAnalysts Journal,2005

#### 4.4.3 Yıllık Zaman Ağırlıklı Getiriler

Bir yıldan kısa bir dönem için edinilen getiriler yıllık getiri formunda ifade edilebilir. Ayrıca birkaç yılda elde edilen mutlak getirinin, yıllık getirilere ulaşması için dönem boyunca ortalaması alınmalıdır. Kısaca kümülatif getirilerin birkaç yıllık ortalamasını almak yanlış sonuçlara yol açabilir. Bu modelin yerine en iyi sonuca ulaştıracak model olan ondalık nispi getirinin n'inci kökünü alarak ulaşılabilir. Bu değer, dönem sonu geçici nakit akışının portföy değerini portföyün başlangıç değerine bölüp ardından 1,00 çıkartarak elde edilir. Burada n ilk portföyün yatırıldığı yılların sayısıdır.

$$Yıllık\ Getiri = \sqrt[n]{(1 + toplam\ dolar\ getirisi) - 1} \quad (2)$$

İlk yatırım üzerinden hesaplanan ve ondalık formda ifade edilen beş yıllık kümülatif dolar getirilerine ilişkin sayısal örneğin kullanılması,

$$\begin{aligned} \text{Yıllık Getiri} &= \sqrt[5]{(1 + 0.709) - 1} \\ &= 11.32\% \end{aligned}$$

#### 4.4.4 Basit Nakit Akışına Bağlı Getiriler

Ara nakit akışlarının olduğu yerde nakit dolar ağırlıklı getirileri (CFADWR) şu şekilde hesaplanabilir:

$$\text{CFADWR} = \frac{\text{Son Piyasa Değeri} - \text{Başlangıç Piyasa Değeri} - \text{Net Ara Nakit Akışları}}{\text{Piyasa Başlangıcı Değer} - \text{Net Ara Nakit Girişleri}} \quad (3)$$

Bu model yatırım yapılan dönemdeki nakit akışlarının sürelerini hesaba katmamaktadır. Sonuç olarak ara nakit akışları yatırım döneminin ilk bölümünde meydana gelirse daha doğru bir sonuca ulaşılır. Ara nakit akışları süresini içeren kapsamlı formül aşağıda ele alınmıştır.<sup>69</sup>

#### 4.4.5 Zaman Ağırlıklı Getiri Yaklaşımı

Zaman ağırlıklı nakit akış yönetiminde getiriye belirlemek için Gündelik Değerleme Yaklaşımına bakmalıyız. Bu yaklaşımda portföy nakit akışı meydana gelmeden önce mesai sonunda değerlendirilir ve elde edilen gelir portföy değerine dâhil edilir. İlk yatırım ile ilk ara nakit akışı öncesi gün arasındaki dönemde getiri elde edilir. Bu süreç ilk ara nakit akışı ile bir önceki günün ikinci ara nakit akışı arasındaki dönemde tekrarlanır.

$$\text{Zaman Ağırlıklı Getiri} = [(1+R_1) \times (1+R_2) \times (1+R_3) \times (1+R_4) \times \dots \times (1+R_n)]^{1/n} - 1 \quad (4)$$

Ara dönemdeki nakit akışları fazla olduğunda tahvillere yatırım yapmak veya getirisi uzun vadede olan tahvillere yatırım kısa dönemde karlı değildir. Ya da eğer ara nakit akışları veya ödemeler yatırım uzamanı ile yatırımcı arasında imzalanan sözleşmeler dahilinde belirli bir

<sup>69</sup> Michelle McCarthy. 2000. **Risk Budgeting: A New Approach to Investing**. Risk Waters Group Ltd. 2000. s.103-130.

getirini altında olursa yatırım uzmanı zaman içerisinde yersiz ama belirlenmiş tahvilleri satmaya mecbur kalabilir)<sup>70</sup>, bu yaklaşım dâhilinde ara nakit akışlarından önceki işgünlerinde portföyün değerlendirilmesinde kar maksimizasyonunu bozabilir.

Günlük Değerleme Yönteminin kullanımı tam Zaman Ağırlıklı Getirilerle sonuçlanır çekilmelere veya yatırılacak fonlara bağlı olarak portföyün değerinin nakit akışını oluşturduğu bütün zamanlarda hesaplanması gerekir. Tablo 3,14'teki örneğe göre 2004'ten itibaren başlayan portföyle başlar, değeri \$7.560,08'dir, portföyün yatırımcıya maliyeti ayda bir yaklaşık yüz dolar olmaktadır. Yatırımcı dolar maliyetini hesaplamalıdır. 23 Mart 2005'te yatırımcı 5.000 dolar çekmiştir. Dönem sonunda 1 Ağustos 2005'te değeri 100 dolarlık nakit akışı öncesi \$5.452,93'tür.

Piyasa başlangıç değeri (MVB) her zaman mevcut dönemde nakit giriş-çıkışı hisselerin sayısına dayanır. Piyasa değeri ise önceki dönemin sonunda sahip olunan hisselerin sayısıdır. (bu, nakit akışlarından doğan alımlar/satış öncesi dönemin sonuyla sayıyla aynıdır), bu sayı değerlendirme tarihindeki (yani yeni nakit akışlarının olduğu tarihteki) fiyatla çarpılır. Kümülatif getiri en sağ sütundaki nispi getiriden elde edilir ve bu örnekte %33,3'tür.

Tablo 12: Nispi Kümülatif Getiri

Tarih	Nakit Akışı	Gerekeç Fiyatı	Hisselerin Sayısı	Sahip olunan Hisselerin Sayısı	Portföyün Değeri	MVB (Başlangıç Piyasa Değeri)	MVE (Piyasa sonu Değeri)	MVE/MVB	Nispi Kümülatif Getiri

<sup>70</sup>Steven R. Thorley. 1995. "The time-diversification controversy, Financial Analysts Journal, May/June 1995. s.68.

	(\$)		(\$)		(\$)		(\$)		
1.Ocak		b/f	0.090	84,001	7,560.08	-			
3.Ocak	100.00	Yatırım	0.090	85,112	7,660.08	7,560.08	7,560.08	1.0000	
1-Şu	100.00	Yatırım	0.095	86,165	8,185.64	7,660.08	8,085.64	1.0556	1.0556
1-Mar	100.00	Yatırım	0.100	87,165	8,716.46	8,185.64	8,616.46	1.0526	1.1111
		Para							
23Mar	5,000.00	çekme	0.110	41,710	4,588.11	8,716.46	9,588.11	1.1000	1.2222
3-Nisn	100.00	Yatırım	0.105	42,662	4,479.56	4,588.11	4,379.56	0.9545	1.1667
1-May	100.00	Yatırım	0.100	43,662	4,366.25	4,479.56	4,266.25	0.9524	1.1111
1-Oca	100.00	Yatırım	0.110	44,572	4,902.87	4,366.25	4,802.87	1.1000	1.2222
1Ocak	100.00	Yatırım	0.115	45,441	5,225.73	4,902.87	5,125.73	1.0455	1.2778
1-Ağu	100.00	Yatırım	0.120	46,274	5,552.93	5,225.73	5,452.93	1.0435	1.3333

**Kaynak:** FinancialServices Review. Güz 2005. s.253

Yukarıdaki hesaplamalarla yapılan tahmin değiştirilmiş Dietz tahmini aşağıda belirtilmiştir.

$$\text{Değiştirilmiş Dietz} = \frac{\text{Piyasa Sonu Değeri} - \text{Piyasa Başlangıcı Değeri} - \text{Net Girişleri}}{\text{Piyasa Başlangıcı Değeri} + \Sigma \text{Zaman Ağırlıklı Nakit akışları}} \quad (5)$$

$$\text{Oysa Her bir zaman ağırlıklı nakit akış} = \frac{\text{Yatırım yapılan gün sayısı}}{\text{Dönemde toplam gün sayısı} \times \text{Nakit akışı}} \quad (6)$$

Yukarıdaki örnekte değiştirilmiş Dietz formülü kullanılarak hesaplanan getiriler şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Piyasa Sonu Değeri} = 5,552.93$$

Piyasa Başlangıcı Değeri = 7,560.08

Toplam Girişler = 800.00

Toplam Çıkışlar = 5,000.00

Zaman Ağırlıklı Nakit Akışları şu şekilde hesaplanır:

Tablo 13: Dönem Boyunca Toplam Gün Sayısı: 212 gün

Tarihli nakit akışı	Yatırım yapılan gün sayısı	Tutar (\$)	Zaman Ağırlıklı Nakit Akışı
3-Ocak	210	100.00	99.06
1-Şub	181	100.00	85.38
1-Mar	153	100.00	72.17
23-Mar	79	5,000.00	-1,863.21
3-Nis	120	100.00	56.60
1-May	92	100.00	43.40
1-Haz	61	100.00	28.77
1-Tem	31	100.00	14.62
1-Ağu	-	100.00	-
Toplam	212		-1,463.21

Tablo 13: Değiştirilmiş Dietz Getirisi

	$5,552.93 - 7,560.08 + 4,200 =$
Pay	2,192.85
<hr/>	
Payda	$7,560.08 - 1,463.21 = 6,096.87$
Değiştirilmiş Dietz	
Getirisi	$= 2,192.85 \div 6,096.87 = 35.97\%$

Tablo 14'teki Değiştirilmiş Dietz Getirisinin sonucu günlük değerlendirme yöntemi kullanılarak elde edilen %33,33'lük değere yakındır. Eğer kesin olarak doğru olması gerekmiyorsa, bu yöntem getirinin hesaplanmasında kullanışlı bir genel hesaplama kuralı kullanılabilir<sup>71</sup>.

#### 4.5 Getirileri Risklere Göre Ayarlama Yolları

Portföy performansı sadece getiriye değil ayrıca onunla bağlantılı riske dayanmaktadır. Bu nedenle bizim bu riskleri dikkate alan portföy performansına ait ölçümleri kullanmamız gerekir. Aşağıda getirileri risklere göre ayarlama kullanılan araçlar sunulmaktadır:

1. Sharpe oranı
2. Treynor ölçümü
3. Jensen'in alfası
4. Modigliani'nin karesi ve Treynor karesi
5. Enformasyon oranı veya sistematik olmayan risk oranı
6. Aşağı doğru kayıp riski ölçümü
7. Sortino oranı ve
8. Riskteki değer

##### 4.5.1 Sharpe Oranı

Sharpe Oranı portföye ait getiri fazlasını portföyün getirilerine ait standart sapma kullanılarak risksiz getiri oranı üzerinden ayarlar:

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{\text{Yıllık Portföy Getirisi} - \text{Risksiz Getiri Oranı}}{\text{Yıllık Standart Getiri Sapması}} \quad (7)$$

<sup>71</sup>Donald L. Tuttle, John L. Maginn. 1983, **Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process**, Warren, Gorham & Lamont. s.26



Sembollerle yazarsak:

$$SR = [E(r_p) - r_f] / \sigma_p$$

$$E(r_p) = \text{Beklenen portföy getirisi}$$

$$R_f = \text{Risksiz faiz oranı}$$

$$\Sigma_p = \text{Portföy standart sapması}$$

Sharpe oranı ne anlama gelir? Nobel Ödüllü William F. Sharpe'ın geliştirdiği oran riske ayarlı portföy performansını ölçmektedir. Bu, portföy getirisi gelen hazine bonoları gibi risksiz oranı alıp sonucu portföy getirilerine ait standart sapmaya bölerek hesaplanır.

Sharpe oranı iyi bir portföy performansının sebebinin çok fazla risk mi yoksa getirili bir yatırım kararları mı olduğunu söyleme noktasında oldukça faydalıdır. Buradaki örnekte bir portföy ya da fon diğer folarla kıyaslanırken çok yüksek getiriler elde edilmiştir. Bu tür yüksek getiriler çok fazla risk ile yapılmışsa iyi bir yatırım değildir. Sharpe portföy oranı ne kadar büyükse riske ayarlanmış performansı da o kadar getirili olmaktadır. Negatif Sharpe oranı riski az bir varlığın analiz edilen tahvilden daha iyi performans ortaya koyabileceğini ifade eder.

Varsayalım uzman A yüzde 16'lık bir getiri üretirken uzman B yüzde 12'lik bir getiri üretsın. Sonuçta uzman A uzman B'den daha iyi performans ortaya koymuş gibi görünür. Ancak uzman A B'den daha fazla risk almış da olabilir. Eğer risksiz oran yüzde 4 olduğu biliniyorsa uzman A'nın portföyü yüzde 8'lik, B'ninki ise yüzde 5'lik bir standart sapmaya sahip olacaktır. Uzman A için Sharpe oranı 1,5 iken uzman B'ninki 1,6 olacaktır ki bu da B'nin A'dan daha iyi performans gösterdiğini ortaya koymaktadır.

Kullanıcılara belirli bir görüş kazandırmak amacıyla, yüzde bir veya daha fazla getiri üzeri oran iyi olmaktadır. Eğer bu oran 2 ve daha üzeri daha iyi, 3 ve üzeri mükemmel kabul edilir. Sharpe oranındaki tüm fikirlerdeki riskli varlığın ek değişikliği için risksiz bir varlık üzerinden

ne kadar ek getiri elde edileceğiyle ilgilidir. Ne kadar yüksekse o kadar iyidir.

#### 4.5.2 Treynor Oranı

Treynor oranı ya da bazen adlandırıldığı biçimiyle ödül-değişkenlik oranı veya Treynor ölçümü ismini Jack L Treynor'dan almaktadır. Treynor, varsayılan piyasa riskine ait her bir birim başına çeşitlendirilebilen risk içermeyen bir yatırım üzerinden kazanıldığı portföy getirilerini ölçer (örneğin Hazine Bonosu veya tümüyle çeşitlendirilmiş portföy). Fazla getiriye risksiz oran üzerinden alınan ek riskle ilişkilendirilmektedir. Toplam risk yerine sistematik risk kullanılır. Treynor oranı ne kadar yüksekse analiz edilen portföy performansı da o kadar iyi olacaktır.

$$\text{Treynor Oranı} = \frac{\text{Yıllık Portföy Getirisi} - \text{Risksiz Getiri Oranı}}{\text{Portföy Beta}} \quad (8)$$

Payda Beta faktörünü içerdiğinden ölçümün geçerliliği de piyasa portföyü için bir vekil olarak kullanılan endekse tabi olmaktadır.

Başka bir deyişle Treynor oranı sistematik riske dayanan, riske ayarlanmış getiri ölçümüdür. Sharpe oranına benzerlikleri bulunmakta ancak tek farkı Treynor oranının değişkenlik ölçümü olarak betayı kullanmasıdır.

#### 4.5.3 Jensen'in Alfası veya Getiri Fazlası

Riske ayarlanmış performans ölçümü ortalama getiriyi bir portföyün dışında veya ötesinde temsil etmesidir. Portföyün betası ve ortalama piyasa getirisi üzerinden, portföy sermayesi varlık fiyatlandırma modeli (CAPM) ile tahmin edilmektedir. Bu portföyün alfası olmaktadır. Esasında kavram bazen "Jensen'in alfası" olarak da anılır<sup>72</sup>."

---

<sup>72</sup>Ton van Welie, Ronald Janssen, Monique Hoogstrate, **An Integral Approach to Determining Asset Allocations**, Journal of Financial Planning, Ocak 2004. s.50

Jensen'in ölçümü şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\alpha_p = E(r_p) - [r_f + \beta_p \{E(r_m) - r_f\}] \quad (9)$$

$E(r_p)$  = Beklenen toplam portföy getirisi

$R_f$  = Risksiz getiri oranı

$\beta_p$  = Portföyün Betası

$E(r_m)$  = Beklenen piyasa getiri oranı

Örneğin

Beklenen Piyasa Getiri Oranı  $E(r_m)$  = %15.8

Risksiz Getiri Oranı ( $r_f$ ) = %3.0

Portföy beta ( $\beta_p$ ) = 0.95

Ortalama Portföy Getirisi  $E(r_p)$  = 19.70%

Ardından bizim portföy E bizim için Beklenen Getiri Oranı ( $r_p$ ) =  $r_f + \beta_p$

$$(r_m - r_f) = 3.0 + 0.95$$

$$\times (15.8 - 3.0) =$$

$$\%15.16$$

Jensen'in alfası =  $19.70 - 15.16 = \%4.54$

Jensen'in alfasında ki temel amaç, yatırım uzmanının performansının analiz edilmesidir. Bunu yapmak için sadece toplam portföy getirisine değil ayrıca portföyün riskine de bakılması gerekir. Örneğin eğer getiri oranı %12 olan iki karşılıklı fon varsa rasyonel bir yatırımcı daha az riskli bir fona sahip olmak isteyecektir. Jensen'in ölçümü ile bir portföy risk düzeyi için uygun getiri elde edip etmediğini tespit edilmektedir. Eğer değer olumlu ise o vakit portföy fazla getiri elde etmektedir. Başka bir deyişle Jensen'in alfası için olumlu bir değer bir fon uzmanının hisse seçim becerilerini gösterdiği piyasadan daha iyi iş yaptığını ifade

etmektedir.<sup>73</sup>

#### 4.5.4 Modigliani-Karesi veya M<sup>2</sup> Ölçümü ve Treynor–Karesi veya T<sup>2</sup> Ölçümü

İlk ölçüm formülü hazırlayan, Nobel Ödüllü Franco Modigliani ve yeğeni, Morgan Stanley analizcisi Leah Modigliani'den alır. Önceki yaklaşımlar gibi M<sup>2</sup> oranı getirileri risklere göre ayarlanır. M<sup>2</sup> yaklaşımı değişkenlik, portföyün ölçütüne denk düşene dek portföyün kaldıraç gücünü azaltmaktadır. Bu, CAPM yöntemini takip eder. CAPM yatırımcının geliştireceğini varsayar (risksiz oranda ödünç alıp verme). Bunun sonucunda yatırımcı bir riskli varlığı risksiz bir varlıkla birleştirir. Böylece piyasa portföyü olarak aynı standart getirilerin sapmasını elde eder.

Getirinin piyasa oranının yüzde 15 olduğunu ele alalım. Eğer bir yatırımcının elinde sadece bir riskli A varlığı varsa, bu varlık %25'lik beklenmedik bir getiri sunup %33'lük piyasa portföyüne kıyasla %51'lik standart getiri sapmasına sahipse, yatırımcı riskli varlıkların düşük getirisine sahiptir. Örneğin getiriler oranı %3 olduğunda Varlık A'nın %67'lik bir yüzdeden oluşmaktadır, bu da suradan gelmektedir;  $33/51$ 'dir ( $1 - 0.647$ ) veya %35,3'ü risksiz varlıklardan oluşmaktadır

Bu durumda beklenen yeni portföy getirisi  $(0.647 \times \%25.0) + (0.353 \times \%3.0) = \%17.2$ 'dir. bu piyasadaki %15'lik getiri oranından yüksek olduğunu göstermektedir. M<sup>2</sup> ölçümü ise  $(17.2 - 15.0) = \%2.2$ 'dir. Benzer bir işlem piyasa portföyüne riskli varlıkların portföyüne ait betayı ayarlamak için yapılabilir. Bu yaklaşıma T<sup>2</sup> oranı adı verilir. İlgili oran şu şekilde hesaplanır: piyasadaki getiri oranı yine % 15 olsun. Eğer bir yatırımcının elinde aynı riskte bir A varlığı varsa, bu varlık %25'lik bir beklenen getiri sunuyorsa (dolayısıyla %3'lük risksiz oran üzerinden getiri fazlası %22'olmaktadır ve kıyaslandığında 1,7'lik bir betaya sahiptir. Piyasa portföyünün betası her zaman 1,0'dır.), yatırımcı riskli varlıklara ait portföyünün betasını düşürmek zorundadır. Bunu yatırımcı %3'lük risksiz oran üzerinden fazla getiri sunarak, 0,0'lık bir betaya sahip risksiz varlık satın alarak yapmaktadır. Bu durumda oran  $1.0/1.7$  veya

---

<sup>73</sup> Don. Phillips, Joan Lee, **Differentiating Tactical Asset Allocation From Market Timing**, Financial Analysts Journal, Mar/Apr 1989. s.14.

%58.8'i A'dan (1 - 0.588) ya da % 42,2'si risksiz varlıklardan meydana gelmektedir. Portföyün fazla getirisi tümüyle A'dan oluşmaktadır, RA %25- %3= %22 şeklinde ifade edilir, diğer yandan oluşturulmuş portföyün getiri fazlası RP = %22 x 0.588 = %12.94'tür. Oluşturulmuş portföyün T<sup>2</sup> ölçümü = (RP - piyasa portföyünün getiri fazlası) = % 12.94 - (%15-%3) olmaktadır.

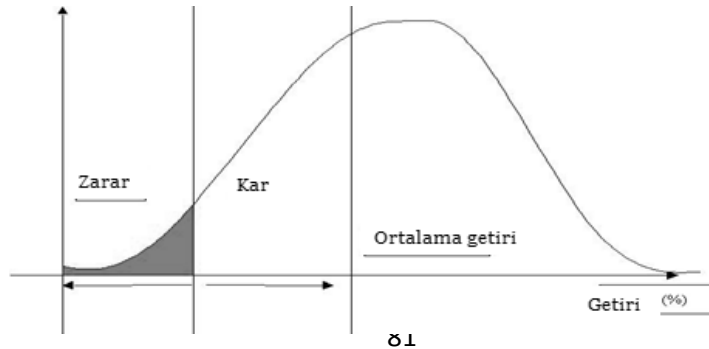
#### 4.5.5 Getiri Fazlasının Sistemik Olmayan Riske Oranı (Değerleme Oranı Olarak da Bilinen Enformasyon Oranı)

Enformasyon oranı bir ölçüte karşı yatırım uzmanının performansını ölçmektedir. Bir portföyün veya fonun ölçütü karşıladığı tutarlığı ölçüme tabi tutmaktadır. Bu nedenle bu oran alfa olmaktadır (bir ölçüm üzerinden fonun aylık getiri fazlasının ortalamasıyla ölçülür), alfanın standart sapmasına bölünmesiyle bulunur. Bu formun formülü şu şekildedir:

$$\text{Enformasyon oranı} = \frac{\text{Ortalama aylık getiri fazlası}}{\text{Aylık getiri fazlasının standart sapması}} \quad (10)$$

#### 4.5.6 Aşağı Doğru Sapma veya Kayıp Riski Ölçümü

Aşağı doğru risk getirilerin standart sapmasını tanımlamak için kullanılan olağan dağılım eğrisi altındaki alanın sadece bir kısmını ölçmektedir. Şekil 19'de yüzde sıfırlık getiri olasılığı veya frekans dağılımını belirleyen dikey NN hattının solundaki boyanmış olasılık dağıtım eğrisi altındaki kısımla gösterilmektedir. Alan, kümülatif kayıp olasılığını ve aşağı doğru sapma riskini ölçmektedir.



Şekil 18: Aşağı Doğru Standart Sapma

**Kaynak:** Paula E. Chauncey. 2002. “Asset allocation--is it or isn't it?” *Journal of Financial Service Professionals*. Nov 2002. s.76.

Bağlantılı formül şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Aşağı Doğru Standart Sapma Riski} = \sqrt{\varepsilon \left( \frac{\text{Portföy Getirisi} - \text{Ortlama Getiri}}{N} \right)^2} \quad (11)$$

N, portföyün ortalama getirilerden daha düşük performans gösterdiği veya zararların meydana geldiği gözlemler sayısıdır.

Aşağı Doğru Sapma Riski, yıllık veriler dışındaki dönemler (aylık veya üç aylık) üzerinden hesaplanır, eğer yıllık sonuçlar elde edilmek zorunda ise bir ayarlama gerekir:

*Yıllık Aşağı Doğru Sapma Riski = Aşağı Doğru Sapma Riski x √(Bir yılı oluşturmak için gerekli dönem sayısı)*

Örneğin üç aylık veriler kullanılıyorsa Aşağı Doğru Sapma Riski  $\sqrt{4} = 2$ 'ye denk bir faktörle çarpılacaktır.

#### 4.5.7 Sortino Oranı

Sortino oranı aşağı doğru sapma riskini portföy riskinin bir ölçümü olarak ele alır. Sharpe Oranı'ndan farklı olarak Sortino Oranı getiri fazlasını risksiz orandan ziyade beklenen veya hedeflenen oran üzerinden ölçmekte ve yıllık portföy getiri fazlasını ortalama ya da yıllık hedeflenen getiri üzerinden Yıllık Aşağı Doğru Sapma Riski üzerinden rakamı bir faktöre bağlı olarak ayarlamaktadır.<sup>74</sup>

$$\text{Sortino Oranı} = \frac{\text{Yıllık Portföy Getirisi} - \text{Yıllık Hedeflenen Getiri}}{\text{Yıllık Aşağı Doğru Sapması}} \quad (12)$$

<sup>74</sup>Greer, R. J, **Conservative Commodities: A Key Inflation Hedge**. The Journal of Portfolio Management, . 1978, Ss.26 -29.

Negatif değer beklenen portföy getirilerinin hedeflenen getiri oranından daha düşük olduğunu gösterir.

Genelde değer yükseldikçe riske ayarlanmış getiri de yükselmektedir. Bir pay için büyük bir pozitif değer eğer payda da büyükse olumsuz etkilenir , riske ayarlı getiri aynı düzeyde kalmaktadır. Bu oranın yorumlanması Sharpe Oranı'nın sonuçları ile çelişen sonuçlara yol açmaktadır. Sadece standart sapmasına odaklanmak müşteri için bir portföy seçimini yapılandırılmaktadır. Müşteri pratikte getirilerin açık değişkenliğinden daha fazla olan zararlara karşı risk almak istememektedir. Bu olayda Sortino Oranı tercih edilen portföyün hangisi olduğunu belirleme noktasında faydalı bir ölçü olabilmektedir.

#### **4.5.8 Riske Maruz Değer (VAR)**

Riske Maruz Değer kavramı seksenlerde ABD bankalarının geliştirilmiştir. Burada amaç türev ürünler gibi kompleks finans araçlarının riskini ölçmek amacıyla tekil bir ölçü için artan ihtiyacı gidermektir. Kavram güçlü bir araçtır, çünkü portföy düzeyinde ve aynı zamanda tek bir tahvilde kullanılabilen ve tüm varlık sınıflarını kapsayabilmektedir. Amacı, verili bir olasılık düzeyinde bir dönem boyunca maksimum ne kadar zarar edebileceğinin sorusuna cevap bulmaktır.

#### *Örnek 1 – tek tahvilli portföy*

Amaç Riskteki Değerin 180 günlük dönem boyunca belirlenmesidir. Bir hisse yirmi milyon dolardır. İzlenmesi gereken adımlar şu şekildedir:

##### Adım 1

A hissesinin fiyatının günlük standart sapmasını makul bir süre seçilip , örneğin bir veya iki yıl gibi (tercihen bu süre tek piyasa çevriminin üzerinde olmalıdır), bu, gündelik hisse senedi fiyatının oranını ifade etmektedir. Örnekteki hisse günlük yüzde 1,6'lık günlük standart sapması olmaktadır.

##### Adım 2

Yatırılmış toplamın ilk değerini portföyün günlük standart sapmasını temsil eden yüzdeyle

çarpın, ve A yatırımının günlük dolar standart sapmasını (DDSD) elde edin. Örneğin: DDSD (A) = \$20 milyon x 1.6% = \$0.32 milyon.

### Adım 3

Zaman tercihini belirleyin ve ayarlama faktörünü elde edin. Bunun için günlük standart sapmayı ayarlama faktörü ile çarpın, ortaya çıkan sonuç işlem günleri sayısının kareköküdür. Örneğimizde bu,  $\sqrt{180} = 13.42$ 'ye denktir.

180 gün için standart Riske Maruz Değer =  $0.32 \times 13.42 = \$4.3$  milyon

### Adım 4

İstatistik tablolarını okuyun ve tek taraflı testin kümülatif olasılığına ait değer gerekli güven düzeyini vermektedir. Bulunan bu değeri ayarlanmış riskteki değerle çarpın. Örneğin yüzde 90'luk güven düzeyinde okuma sonucu 1.28'dir.

180 gün için riskte değer @90% güven düzeyi =  $4.3 \times 1.28 = \$5.5$  milyon

Yüzde 99'luk güven düzeyinde kümülatif olasılık 2.33'tür.

180 gün için riskte değer @99% güvenlik değeri =  $4.3 \times 2.33 = \$9.8$  milyon

Yukarıdaki örnekte görüldüğü üzere oldukça riskli bir piyasadaki portföylerle uğraşmaktayız. Burada yüzde 99'luk bir olasılık mevcuttur. Bu portföy değeri 180 gün içinde 9,8 milyon dolar düşmemesi gerekir.

### Örnek 2 –iki hisseli portföy

Portföyümüzde bulunana 15 milyon dolar değerindeki B hissesini yukarıdaki portföye eklediğimizi varsayalım. Yukarıdaki A ile bu yeni hisse B arasındaki getiri ortak değişkesi 0,7 olarak belirlenecektir. Hisse B için günlük standart sapma aynı piyasa çevrimi döneminde yüzde 1,5'tir. Günlük dolar standart sapması (DDSD) ise yukarıdaki gibi hesaplanır, B hissesindeki yatırılan toplamın değeri ile B hissesinin günlük fiyatlamasına ait günlük standart sapmayı temsil eden yüzdeyle çarpılır.

DDSD (B) = \$15 milyon x 1.5% = \$0.225 milyon



35 milyon dolarının 20'si A hissesinde 15'i B'de DDSB (P) portföyünün günlük dolar standart sapması, şu formülle verilmektedir:

$$DDSB (P) = \sqrt{[DSDA^2 + DSDB^2] + [N \times \text{Ortak Değişke} \times DSDA \times DSDB]} \quad (13)$$

N, portföydeki tahvillerin sayısı

180 gün için Riskte Değer @90% güven düzeyi = DDSB(P) x güven düzeyi faktörü

DDSB (P)

$$= \sqrt{[(0.32 \times 13.42)^2 + (0.225 \times 13.42)^2 + (2 \times 0.7 \times 0.32 \times 13.42 \times 0.225 \times 13.42)]} \times 1.28$$

= \$8.652

Eğer 35 milyon dolarlık portföy sadece A hissesi ile oluşturulursa, 180 gün için yüzde 90'lık güven düzeyine sahip Riskte Değer  $5.5 \times (35 \div 20) = \$9.625$  milyon olurdu, bu da Riskte Değer için daha yüksek bir değeri göstermektedir. Risk azaltma hedefine portföy çeşitlendirme yoluyla ulaşılmaktadır.

#### 4.6 Bölümün Özeti

Bu bölümde varlık tahsisat süreci olarak stratejik varlık tahsisatını, sigortalı varlık tahsisatını taktiksel varlık tahsisat stratejilerini, bunların risk ve getiri hedeflerini nasıl belirlediğini söylendi. Zaman tercihinin yatırım hedefiyle ilişkili olan sürenin önemli olduğu ele alındı. Ayrıca Markowitz modeli ile Samuelson-Merton modeli arasındaki farklar belirtildi. Buna ek olarak stratejik ve taktik varlık tahsisatını tartışıldı, fon uzman seçimini ele alındı, fon seçimine ait hiyerarşi süreçlerini analiz edildi ve portföy izleme ve yeniden dengeleme için alternatif yatırımlarla yapılandırılmış ürünlere değinildi.

Analitik hiyerarşi (AHİ) bir finans planıcısının fonların seçiminde benimsediği yapısal yaklaşımın değerlendirilmesi işlemidir. Tartışmamızı bu tip belirli özgülüklere sahip AHİ modeli dâhilinde ele alındı. İlk olarak model her bir bireyin özgül yatırım hedefleri ve kısıtlamalarına dayanan bireyler için karşılıklı fonların sıralanmasına dönük sistematik bir yaklaşım sunmaktadır. İkinci olarak AHİ tutarsız tercih belirleme çabalarından yatırımcıyı alıkoymakta ve fon seçimi için birden fazla parametre içerdiği gösterildi(örneğin yatırım

hedefleri, vergi verimliliği, risk ve harcama oranlarını içerebilir). Bu nedenle kararlarda tutarlılığı artırmak seçim yöntemi yapılandırılması gerekmektedir. Üçüncü olarak bu yaklaşım yatırımcılardan gelen gerekli teknik girdi miktarını minimize etmektedir. Finans planları AHİ ile MPT yaklaşımları arasındaki önemli ayrımın AHİ’de yatırımcıların tercihlerine odaklanması söz konusu iken MPT’de bireyin tercihlerinin iki boyutu olan risk ve getiriye odaklanması olduğu unutulmamalıdır. Esasında “getirinin maksimize edilmesi” yatırımcılarca alınan risklerin düzeyiyle doğrudan bağlantılıdır. Risk-getiri ilişkisi genel manada hem İslami hem de hâkim (geleneksel) sermaye piyasaları için aynı olmak durumundadır. Hâkim sermaye piyasaları yatırım, finans ve risk yönetimi için hisseler, bonolar, karşılıklı fon, ticari açıdan değiş tokuş edilmiş fonlar, muhtelif hibrit fonlar, türev menkul kıymetler sağlarken, iyi geliştirilmiş, islam hukukuna uygun sermaye piyasaları yatırım için benzer finansal araçlar temin etmektedir. Risk yönetimi; finansal islam hukuku kural ve şartları üzerine kuruludur. İslam hukukuna uygun tahviller ribadan, kumardan, oyundan, mayasir, gharardan ve tüm dipir haram mal ve hizmetlerden uzak olmalıdır. Bölümün sonuç bölümünde ise performans ölçümlerinden ve getiri ile risklerin ölçüm yollarından, bu noktada Treynor ölçümü, Sharpe ölçümü, Jensen alfası, enformasyon oranı,  $M^2$  ölçümleri,  $T^2$  ölçümlerinden, Zarar Riski ölçümünden ve Genel Yatırım Performansı Standartlarından (GIPS) bahsettik.

## BEŞİNCİ BÖLÜM:

### 5. ANALİZ VE TARTIŞMA

#### 5.1 İslami Finansal Sistemi ve katılımcıları

Önceki ampirik çalışmalarda araştırmalar, islami finansal sisteminin, kırılğan ana finansal sistemde finansal piyasaların kanayan yarasını durdurmak için alternatif olabileceğini gösterilmeye çalışılmıştır. İslami finans son 7 yılda finansal piyasaların en hızlı büyüyen sektörlerinden biri oldu ve daha da hızlı genişlemeye devam etmesi beklenmektedir. İslami finans, özellikle 2000 yılından bu yana önemli dönüşümler ve büyüme evresi geçirdi. İslami finansın hacmi 1.7 trilyon \$ ulaşmıştır. İslami finans sisteminin temel özellikleri nelerdir? Geleneksel mali sisteminden farklı bir şey var mı? Terminoloji açısından, İslami ve ana finansal sistem arasında temelde hiçbir fark yoktur. Ancak İslami finans sistemi ilke ve hedefleri açısından konvansiyonel muadilinden farklıdır. Genel olarak ele alınırsa finansal istikrar ve ekonomik büyüme ana sistem için listenin en üstünde olmaktadır. İslami finans sistemi, İslam hukukunu temeli olan adalet ve eşitliğin sağlanması amaçlamaktadır. Çünkü İslam'ın en önemli amaçlarından biri, toplumundaki adalet gerçekleştirmektir. Kuran'a göre adaletin olmadığı bir toplumda büyük bir düşüş ve yıkım baş gösterir.<sup>75</sup> Adalet, herkesin kabul ettiği ve sadakatle uyduğu ahlaki değerler yada bir dizi kurallara ihtiyaç duymaktadır. Finansal sistemin, güçlü ve istikrarlı olmasını da sağlayarak, ahlaki değerlere dayalı adaleti teşvik edebilir.<sup>76</sup> Buradaki ana sorun risk paylaşımı ve finansal kurumlar tarafından mobilize edilen yoksullar için yoksulluğu gidermeye dayalı iş olanaklarının arttırılması ve iş fırsatlarının arttırılmasıdır. Risk paylaşımı ve mali kaynakların adil dağıtımının yanı sıra, İslami finans sistemindeki kurumların diğer bazı temel ilkelere uygun olması gerekmektedir. Örneğin, İslami finans kurumları kendi iş operasyonlarında (IFK), faiz (riba), aşırı belirsizlik (gırar) ve kumardan (qimardan) kaçınmalıdır. Ayrıca, IFK islam hukuku kurallarına göre yasak (haram) öğeleri içeren domuz eti, pornografi gibi vb. herhangi bir iş ile ilgilenmemesi gerekmektedir.

---

<sup>75</sup> Quran, 57:25

<sup>76</sup>Chapra M. Umer (2008), *Innovation and Authenticity in Islamic Finance*, s.08

İslami finans sistemi, modern finansal sistemin fonksiyonlarına ne kadar uygundur? İslami finans sisteminin önemi, özellikle 2008 küresel mali krizde İslami bankacılık ve diğer mali kurumların geleneksel muadillerine kıyasla nispeten daha istikrarlı olduğunda vurgulanmıştır. Örneğin; İslami bankacılık, küresel finansmanda giderek artan bir rol oynayabileceğini, genişlemesinin mali krizden nispeten etkilenmemiş olduğunu iddia etmiştir.

Ana finansal sisteme benzer tarafları bulunan İslami finans kurumlarının, finansal araçları ve düzenleyicileri mevcuttur. Ancak, burada regülatörler, ilk olarak Kur'an-ı Kerim ve sevgili Peygamberimizin hadis yasalarına göre, ikinci olarak ise eyalet yasalarına göre gereken düzenlenmesi gerekmektedir. İslami finans sistemlerinde önemli kurumlar, İslami bankalar, İslami sermaye piyasaları ve Tekâful kuruluşlardır. Bu kurumlar, riskin yönetimi açısından kendi geleneksel modeliyle nasıl ile nasıl karşılaştırılabilirler? Düzenlemelerle bu kurumların ve paydaşlarının çıkarları için, her İslami ve geleneksel finans kurumlarında sağlam risk yönetimi sistemi kurarak risk derecesini en aza indirmek gerekir. İslami bankalarda risk yönetim stratejileri olarak başarıyla yapılan çalışmalar sonucu 2013, Malezya'daki on yedi İslami Finansal Kurumun, kendi risk yönetimlerini açıklayarak 2008 mali krizin öncesinde ve sonrasında büyük ölçüde geliştiğini gösterdi. İslami finansın önemine gelince, İslami finansın uluslararası boyutunun, finansal sistemde daha fazla yer alması ve mali sistemde daha fazla olması gerektiğini göstermiştir. Ayrıca, din karşısındaki finansal araçlar ve pazar arasındaki İslami finansal ağın genişlemesi, finansal kaynakların daha verimli dağıtılmasına katkı sağlamakta ve böylece global büyüme beklentilerini büyümesine katkı sağlamaktadır.<sup>77</sup> Kar-risk paylaşım özellikleri ve sosyo-ekonomik fonksiyonları, daha etkili düzenlemeler ve İslami finansın denetlenmesinin sistemin daha disipline olmasına yardım edeceğini ve böylece büyük ölçüde mali istikrarsızlığın azalmasına ve daha hızlı gelişmesine teşvik edeceğini savunmaktadır<sup>78</sup>. Son küresel mali kriz sırasında geleneksel bankalar varlık ortalaması ve likiditenin geri dönüşü açısından İslami bankalar daha çok sıkıntı çekerken; İslami bankaların sermaye oranı, baskı ve ortalama nakit dönüşü açısından geleneksel bankalardan daha problemleri az sıkıntı çektiği görüldü. Dört yıllık periyod boyunca, yani 2006-2009 arasında

---

<sup>77</sup>Ahmad Bello Dogarawa(2012), Journal of Islamic Economics, **Banking and Finance**, s.33-48.

<sup>78</sup> Parashar, S., & Venkatesh, J, **How did Islamic Banks do During Global Financial Crisis?** Banks and Bank system, 2010, s.54-62.

İslami bankalar, geleneksel bankalara göre daha iyi performans gösterdiği görülmüştür. İslami fon yatırımıyla belirli bir düzeyde verimsizlik olmasına rağmen, İslami portföyleri tutmanın verimli olacağını belirtmişlerdir ama bazı alt gruplar arasında az sayıda verimsizliklerin olduğunu gözlenmiştir.<sup>79</sup> aynı varlık evreninde mevcut temel islam hukuku stratejilerinin islam hukuku uyumunu dikkate almayan portföylerin çok daha düşük portföy performansına sahip olduğunu ortaya koymuştur. Şimdiki yazarlar, islam hukukuna uygun strateji yönetiminin tanımlanması için hangi portföylerin, islam hukuku stratejilerinden daha iyi portföy performansına ulaşacağı için yeni içerikler önermektedirler. Onlar ayrıca her bir varlığı bireysel den çok portföy seviyesine uygun yeni değerler dizisi önermişlerdir. Bu standartlar, getiri ve risk açısından varlıklara dayanan karşılıklarından daha iyi işleyen portföylerle sonuçlanır. Ancak, az sayıda çalışma, İslami finans sisteminin üstünlüğünü savunmaktadır.<sup>80</sup> Örneğin, İslami Öz kaynak Fonlarının performansı çalışmasında, ortalama 2000-2009 dönemi boyunca yönetim giderleri hesaplanmadan IEF'lerin aslında hem İslami hem de geleneksek kriterlere göre düşük performans gösterdiğini ortaya koymuştur. Onlar ayrıca IEF yatırımları ilgili olarak belli belirsiz durumdayken global olarak IEF yatırımlarının en kötü olduğunu iddia ettiler. 2010 çalışmalarında hem İslami ve geleneksel indeksler varyans değişikliklerinden aynı derecede etkilenmiş olduğunu göstermiştir. Çalışmada ayrıca İslami finans ilkelerinin, geleneksel modele göre daha az şoklara maruz kalacağı bir finansal modele eşdeğer olduğunu, geleneksel bilgileri desteklemek için bir neden olduğunu belirtmiştir.

## **5.2 Konvansiyonel Yatırımlara Karşı Şeriata Uygun Yatırımlar**

İslami finans, yetmişli yılların ortalarında kurulduğu günden bu yana, etik finansın bir parçası olarak kabul edilmiştir. İslami finansa rehberlik eden islami hukuk ilkeleri arasında en önemlileri kâr ve zarar ortaklığı, riba (faiz) yasaklanması, varlık destek ilkesi ve aşırı belirsizlik yasağıdır. Bu ilkelere ek olarak, İslami finans kurumları ve ürünler herhangi bir etik olmayan ürünler üreten (alkol, pornografi, domuz vb. ile ilgili faaliyetler tütün, kumar) hizmet işlerine dahil (doğrudan ya da dolaylı) olmamalıdır. Bu dini ilkelerin üzerine, İslami finansal

---

<sup>79</sup> U Derigs, S Marzban, Journal of Banking & Finance, **New Strategies and a New Paradigm for Shariah-Compliant Portfolio Optimization**, Volume 33, Issue 6, June 2009, s. 1166–1176.

<sup>80</sup> Hayat ve Kraeussl (2011 , **Risk and Return Characteristics of Islamic Equity Funds**, Emerging Markets Review, Vol. 12, No. 2, s.28.

kurumlar ve ürünler, finansal istikrarı sağlamak ve potansiyel varsayılanı önlemek için aktif-pasif yapılarında sınırlı baskı altına almalıdır. Bu İslami ilke ve hükümleri ardından, islam hukukuna uyumlu hisse senetleri (endeksler), yatırımcılar için etik yatırım olanakları yaratmak için ana hisse senetleri (endeksler) bir karşılık olarak dizayn edilip, geliştirilmiştir. Öz kaynak birincil anlamı hem islami hem de genel finasta aynı olsa da,islam hukukuna uyumlu öz kaynak (endeksleri) oluşturmak için daha fazla süreç gerekir. İslam hukukuna uyumlu hisse senetleri islam hukuku kuralları tarafından onaylanan islami ilke ve kurallarını takip eden alt küme olarak gösterilmektedir. Etik ürün ve hizmetler için artan talebi karşılamak amacıyla, islam hukukuna uyumlu hisse senetleri, Dow Jones, FTSE, Standard & Poor, Stoxx ve Morgan Stanley de dahil olduğu küresel güvenilir indeks sağlayıcılar tarafından kendi ana senedi endeksi olarak tanıtılmıştır. İslam hukuku tarama süreci açısından, Dow Jones islami hisse senetlerini en sıkı denetleyen kurumdur. İslami hisse senedi olarak kabul edilebilmesi için nitel ve nicel taramadan geçmesi gerekir. Nitel tarama yaklaşımı bir hisse senedinin islam hukukuna uyumlu olması için alkol ürünlerinin satış ve üretimi, yayın ve eğlence, geleneksel finansal hizmetler; kumar; oteller; sigorta; (gazeteler hariç) medya ajansları; Domuz eti ile ilgili ürünler; restoran ve barlar, tütün; silah ve savunma ile ilgi herhangi bir aktiviteye dahil olmamalıdır. Nicel yaklaşım ise aşağıdaki oranların yüzde 33'den daha az olmasını gerektirir, Her şeyden önce, islam hukuku akademisyenleri, sermaye ve kar paylarının gerçek varlıkları temsil ettiğinden ve kar payının şirketlerin kar dışı oransal gelirleri olduğundan beri İslami mevzuat altında sermayenin alım ve satımının yasal olduğunda hemfikirdirler

### **5.3 Varlık Tahsisi ve Performans (Optimize Portföy Risk Getiri Profili)**

Optimum portföyleri bulmak ve farklı bölümlerin incelenmesi altında portföylerinin risk-getiri profilinin araştırılması için Markowitz Portföy Modeli uygulanmıştır.<sup>81</sup> ilk Beklenen getiri ve varlıkların riski arasındaki ilişkiyi açıklayan modern portföy teorisini geliştirmiştir. Teori, yatırımcıların, aynı risk seviyesinde beklenen getirisi en yüksek portföyü yada aynı sevide getirisi olan portföyün riskini minimize etmeyi söylemektedir. Verimli portföy, sadece sistematik riski içeren ve verilen risk seviyesinde maksimum beklenen getiri yada beklenen

---

<sup>81</sup>Harry M. Markowitz, 1952, **Portfolio Selection**. Harry Markowitz. The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1, ss 77-91

getiri seviyesi verilen için minimum risk sağlayan anlamına gelir. Teorik olarak, verimli portföy çeşitlendirilemez. Yatırımcı etkin portföylerden optimal portföyü seçtiği varsayılır. Bir dizi verimli portföyler içerisinde hisse senetlerini (İslami ve genel) ve çalışmalar tarafından bütün periyodları (sekiz bölüm) düşünülmüş malı kombine ederek en yüksek getiri-risk oranını veren portföyü seçeriz. Sonrasında, getiri/risk en yüksek olan bu portföylerin temel performanslarını bulabiliriz. Analiz boyunca her bölüm için risksiz oran olarak 3 aylık Amerika T-Bill oranını ve kıyaslama olarak S & P Global Broad Piyasası Endeksini (S & P Global BMI) kullandık. S & P Global BMI, S & P geliştirilen BMI ve S & P Yükselen BMI içeren küresel borsa performansını ölçme indeksine dayanan kapsamlı kural dizinidir. 1989 yılından bu yana şamandıra olan şeffaf, modüler yapısı ile uygun tek küresel endeksi olarak kabul edilir.

Aşağıdaki tablolarda (15)-(22) mevcut karşılaştırmalı portföy varlık(Servet) tahsisi ve sırasıyla sekiz bölüm boyunca geleneksel hisse senetleri, İslami hisse senetleri, geleneksel hisse senetleri ve Emtia performansını göstermektedir.

Tablo 15: Portföy varlık tahsisi ve performansı (Konvansiyonel özkaynak: 1996-2003).

1997									
	1		2		3		Toplu		
Episode	(Ocak 1996- Haz 1997)		(Temmuz 1997- Aralık 1998)		(Ocak 1999-Aralık 2003)		(Ocak 1996- Aralık 2003)		
Tür	Varlık Ağırlıkları		Varlık Ağırlıkları		Varlık Ağırlıkları		Varlık Ağırlıkları		
geleneksel öz kaynak	Uk	57.26	US	57.4%	CA	54.31%	CA	55.85%	
	CA	19.32%	UK	42.55%	MY	45.69	UK	44.15%	
	JP	12.72%							
	US	10.71%							
Yıllık Volatilité	12.78%		14.65%		15.67%		16.13%		
Yıllık Getiri	15.93%		16.90%		8.18%		6.98%		
Getiri/Risk	1.25		1.15		0.52		0.43		
Sharpe Oranı	0.04		0.05		0.02		0.01		

Kaynak: Down Jones'in Türkiye ve GCC İslam endeksleri.2004.

Tablo 16: Portföy varlık tahsisi ve performansı (İslami öz kaynak: 1996-2003).

1997											
	1			2			3			Toplu	
Episode	(ocak 1996- Haz 1997)			(Temmuz 1997- Aralık 1998)			(Ocak 1999-Aralık 2003)			(Ocak 1996-Aralık 2003)	
Tür	Varlık Ağırlıkları			Varlık Ağırlıkları			Varlık Ağırlıkları			Varlık Ağırlıkları	
İslami Öz kaynak	UKIS	44.86%		UKIS	50.26%		MYIS	52.55%		USIS	57.44%
	CAIS	28.35%		USIS	49.74%		JPIS	28.00%		UKIS	30.73%
	USIS	24.13%					CAIS	19.45%		CAIS	11.20%
	JPIS	2.65%								Diğer	0.63%
Yıllık Volatilite	8.77%			16.55%			16.22%			17.66%	
Yıllık Getiri	22.29%			22.60%			3.56%			7.05%	
Getiri/Risk	2.54			1.37			0.22			0.40	
Sharpe Oranı	0.12			0.07			0			0.01	

Kaynak: Down jonesin Türkiye ve GCC İslami endeksleri, 2004.

Tablo 17: Portföy varlık tahsisi ve performansı (Konvansiyonel özkaynak: 2004-2012).

2008											
	4			5			6			Toplu	
Episode	(Ocak 2004- Ağustos 2008)			(Eylül 2008 –Aralık 2009)			(Ocak 2010-Haz 2012)			(Ocak 2004-Haz 2012)	
Tür	Varlık Ağırlıkları			Varlık Ağırlıkları			Varlık Ağırlıkları			Varlık Ağırlıkları	
geleneksel öz kaynak	GC	39.87%		GC	86.73%		MY	100.00%		MY	65.66%
	CA	39.07%		UK	13.27%					GC	28.39%
	MY	14.16%								CA	3.66%
	TR	6.90%								TR	2.29%
Yıllık Volatilite	10.82%			11.48%			14.91%			12.14%	
Yıllık Getiri	13.49%			21.97%			12.20%			8.28%	
Getiri/Risk	1.25			1.91			0.82			0.68	
Sharpe Oranı	0.05			0.12			0.05			0.02	

Kaynak:

Down Jonesin Türkiye ve GCC geleneksel endeksleri 2012.



Tablo 18: Portföy varlık tahsisi ve performans (İslami öz kaynak: 2004-2012).

2008								
	4	5	6	Toplu				
Episode	(Ocak 2004-Auğ 2008)	(Eylül 2008- Aralık 2009)	(Ocak 2010- Haz 2012)	(Ocak 2004-Haz 2012)				
Tür	Varlık Ağırlıkları	Varlık Ağırlıkları	Varlık Ağırlıkları	Varlık Ağırlıkları				
İslam Öz kaynak	CAIS	343.24%	MYIS	76.76%	MYIS	80.82%	MYIS	
	GCIS	343.24%	TRIS	23.24%	TRIS	11.52%	TRIS	
	UKIS	14.76%			GCIS	5.63%	GCIS	14.98%
	MYIS	11.80%			USIS	2.03%	CAIS	1.06%
	TRIS	4.96						
Yıllık Volatilité	13.06%	19.83%	12.70%	14.14%				
Yıllık Getiri	14.48%	6.14%	10.59%	8.39%				
Getiri/Risk	1.11	0.31	0.83	0.59				
Sharpe Oranı	0.05	0.02	0.05	0.03				

Source: Dow jonesTurkey ve GCC İslamic indices, 2012.

Tablo 19: Portföy varlık tahsisi ve performansı (Konvansiyonel öz kaynak artı emtia: 1996-2003).

1997								
	1	2	3	Whole				
Episode	(Ocak 1996-Haz 1997)	(Temmuz1997- Aralık 1998)	(Ocak 1999-Aralık 2003)	(Ocak 1996-Aralık 2003)				
Tür	Varlık Ağırlıkları	Varlık Ağırlıkları	Varlık Ağırlıkları	Varlık Ağırlıkları				
Geleneksel öz kaynak artı emtia	UK	39.62%	UK	42.68%	GLD	36.17% %	CA	41.88%
	COC	29.65%	US	39.56%	CA	22.07%	UK	32.15%
	US	12.37%	CPO	16.73	MY	21.53%	CRO	9.58%
	JP	8.73%	GAS	1.03%	CRO	13.62%	COC	7.52%
	CA	7.98%			GAS	5.29%	GAS	5.80%
	CRO	1.65%			COC	1.32%	GLD	3.07%
Yıllık Volatilité	11.15%	12.81%	11.48%	13.77%				
Yıllık Getiri	16.74%	15.82%	9.90%	6.72%				
Getiri/Risk	1.50	1.23	0.86	0.49				
Sharpe Oranı	0.04	0.05	0.03	0.01				

Kaynaklar: Down jonesin Türkiye ve konvansiyonel endeksleri GCC 2004.

Tablo 20: Portföy varlık tahsisi ve performansı (İslami özkaynak artı emtia: 1996-2003).

1997									
	1		2		3		Toplu		
Episode	(Ocak 1996-Haz 1997)		(Temmuz 1997-Aralık 1998)		(Ocak 1999-Aralık 2003)		(Ocak 1996-Aralık 2003)		
Type	Varlık Ağırlıkları		Varlık Ağırlıkları		Varlık Ağırlıkları		Varlık Ağırlıkları		
İslami özkaynak artı emtia	UKIS	38.74%	UKIS	43.10%	GLD	47.15%	USIS	41.74%	
	CAIS	23.86%	USIS	39.48%	CRO	17.89%	UKIS	17.26%	
	USIS	18.79%	CPO	17.26%	MYIS	15.50%	GLD	13.20%	
	COC	12.65%	Others	0.16%	JPIS	11.23%	CRO	9.13%	
	JPIS	4.01%			GAS	7.61%	GAS	8.02%	
	CRO	1.95%			Others	0.62%	COC	6.85%	
							CAIS	2.13%	
						JPIS	1.66%		
Yıllık Volatilite	7.89%		14.53%		12.54%		13.13%		
Yıllık Getiri	21.27%		20.98%		9.39%		6.14%		
Getiri/Risk	2.70		1.44		0.75		0.47		
Sharpe Oranı	0.12		0.07		0.01		0.01		

Kaynaklar: Dow jones Türkiye ve GCC İslami endeksleri, 2003.

Tablo 21 : Portföy varlık tahsisi ve performansı (Konvansiyonel özkaynak artı emtia: 2004-2012).

2008									
	4		5		6		Whole		
Episode	(Ocak 2004-Ağu 2008)		(Eylül 2008-Aralık 2009)		(Ocak 2010-Haz 2012)		(Ocak 2004-Haz 2012)		
Type	Varlık Ağırlıkları		Varlık Ağırlıkları		Varlık Ağırlıkları		Varlık Ağırlıkları		
Geleneksel özkaynak artı emtia	GC	30.23%	GC	77.53%	MY	48.78%	GLD	38.34%	
	CA	13.66%	GLD	14.58%	GLD	31.63%	MY	35.86%	
	MY	13.52%	MY	7.89%	CPO	19.09%	GC	18.88%	
	CRO	12.84%			Other	0.50%	CPO	5.30%	
	GLD	10.58%					TR	1.63	
	TR	6.59%							
	CPO	6.46%							

	COC	5.57%			
	Other	0.38%			
Yıllık Volatilite	9.98%		10.76%	11.42%	11.25%
Yıllık Getiri	14.74%		22.12%	12.38%	10.89%
Getiri/Risk	1.48		2.06	1.08	0.97
Sharpe Oranı	0.05		0.12	0.06	0.04

Kaynak: Down jonesin Türkiye ve konvansiyonel endeksleri GCC 2012.

Tablo 22: Portföy varlık tahsisi ve performans (İslami özkaynak artı emtia: 2004-2012).

2008									
	4		5		6		Toplu		
Episode	(Ocak 2004-Ağus 2008)		(Eylul1997-Aralık 2009)		(Ocak 2010-Haz 2012)		(Ocak 2004-Haz 2012)		
Type	Varlık Ağırlıkları		Varlık Ağırlıkları		Varlık Ağırlıkları		Varlık Ağırlıkları		
İslami özkaynak artı emtia	GCIS	21.25%	GLD	72.90%	MYIS	42.75%	GLD	41.74%	
	GOLD	18.24%	MYIS	21.98%	GLD	33.53%	MYIS	17.26%	
	CRO	15.10%	COC	3.57%	CPO	12.57%	GCIS	13.20%	
	USIS	11.91%	TRIS	1.55%	TRIS	8.14%	TRIS	9.13%	
	UKIS	8.98%			GCIS	3.01%	CPO	8.02%	
	CPO	7.14%							
	COC	6.25%							
	MYIS	5.97%							
	TRIS	5.15%							
Yıllık Volatilite	7.89%		10.30%		21.96%		10.67%		
Yıllık Getiri	14.09%		16.12%		11.75%		11.69%		
Getiri/Risk	1.37		0.73		1.10		0.91		
Sharpe Oranı	0.05		0.04		0.06		0.04		

Kaynak: Down jones'in Türkiye ve GCC İslami endeksleri, 2012.

Tüm portföylerinin yıllık riskleri getirilerine bölünerek risk oranı hesaplandı. Bu işlem yalnızca geleneksel hisse senetleri ile portföyleri oluşturuldu, 8 tablodan (15) en yüksek getiri-risk oranı 1.25 (15.93%/12.78%) 1.bölümde üretilen portföyü olduğunu gözlemlendi,1997 de Asya mali krizinden önceki zaman da portföy, İngiltere (57,26%), Kanada (19.32%), Japonya (12.72%) ve ABD (10.71%) den gelen hisse senetlerinden oluşmaktadır. Sonuç olarak düşük getiri korelasyonu ile, hisse senedi piyasalarında yatırım yapan yatırımcıları ve portföy yöneticilerini teşvik eden performansını göstermektedir.Ancak, 1997 sonrası de Asya mali kriz dönemi bölüm 3'ün en düşük getiri-risk oranı 0.52 (8.18% / 15.67%) ye dikkat edilmedilir. Bu portföy finansal krizlerden olumsuz etkilenen her iki 54.31% Kanadalı ve 45,69% Malezyalı hisse senetlerinden oluşmaktadır. Malezya hisse senetleri 1997 finansal krizinde, Kanada hisse senetleri ise internet balonunun patlaması ve diğer krizlerinde benzer şekilde ortaya çıktığını göstermektedir.

Bu bulgular, geleneksel öz sermaye dosyalarını 1997 de Asya mali krizinin başlamadan önce görece daha iyi performans gösterdiğini ortaya koymaktadır. Eğer yatırımcıların dini ya da diğer etik nedenlerden dolayı yatırım yapmayı sevdiği islami hisse senetlerinin portföylerinin performansı nasıl olmalıdır? Şimdi İslami öz sermaye portföylerinin performansını araştırması için islam hisse senedi piyasasının risk oranı, aynı görev süresi boyunca bakılmalıdır. Geleneksel portföylerin ardından, İslami hisse senetleri 1.bölüm sırasında 2.54 (22.29% / 8,77%) getiri-risk oranı sağlamıştır. Şaşırtıcı bir şekilde, bu portföy kompozisyon açısından konvansiyonel muadilini izlemektedir. Bu portföy, İngiltere (44,86%), Kanada (28.35%), ABD (24.13%) ve Japonya (% 2.65) İslami hisse senetlerinden oluşturulmuştur. Getiri risk performansını etkileyen, konvansiyonel faktörlerden şüphelenilmektedir. Ancak, 1997 Asya finansal kriz dönemi olan 3. bölümde portföyler için en düşük getiri-risk oranı olan 0.22

(3.56% / 16.22%)'yi Malezya (52,55%), Japonya (28.00%) ve Kanada (19.45%) İslami hisse senetlerinden oluşan portföyü içine almaktayız. Nitekim, 3. bölümde krizin ciddiyeti bu üç pazarda görülmektedir. İslam öz kaynak dosyalarının risk –getiri açısından konvansiyonel meslektaşları (1.bölüm ve 2.bölüm 1.37 vs 1.15 2.54 1.25 VS.)daha iyi performans göstermektedir. Buna rağmen, geleneksel öz dosyalarını 3.bölümde islami portföylerden daha iyi performans (0.52 vs 0.22) göstermektedir.

Bu bulgular, islami tahvilleri genelde 1997 kriz döneminde güvenli yatırım olarak belirtilen geleneksel hisse senetlerinden daha iyi performans gösterdiğini belirtmektedir. Bu iddialara göre 1997 Asya finansal krizinin sebep ve sonuçlarına bakarsak krizin gerçekleşmesi sürpriz değildir. Kısacası, döviz krizi, Kore, Japonya, Hong Kong, Tayvan, Malezya ve Tayland gibi büyük devler Asya ekonomilerinde bu krizin şiddetini tetikleyen asıl unsur olmuştur. Diğer bir deyişle, bu ekonomilerin genel finans sektörü bu kriz nedeniyle büyük yönlü aşağı dönüş yaşamıştır. Sonuç olarak burada ana kurbanlar ana hisse senedi piyasalarıydı ve islam hisse senedi piyasaları bu mali krizden daha az etkilendi. Ön plana çıkma aşamasında finansal sisteme uyum sağlamaması sebebiyle sistemde islami hisse senetlerinin dışlanmasına neden olmuştur. Bölüm 4, 5, ve 6 öncesi 2008 global finans krizi sonrası İslami ve geleneksel portföylere ne olmuştur? Bu kriz finansal kurumların kredilerde çoklu katman süreci tarafından başlatılan konut kredilerinin bir dizi hatalarına neden olmuştur. Diğer bir deyişle, ABD'de pazarlarında gayrimenkul piyasasında düşük kur rejimi nedeniyle gayrimenkul kredilerinde çöküşe neden oldu. Gayrimenkul kredilerinde bu başarısızlık 2008 küresel finansal krizin ana nedeni olmuştur. Buna göre, bu kriz ABD emlak piyasasında baştan beri bu kriz döneminde konvansiyonel muadili ile karşılaştırıldığında islami hisse senedi piyasalarını derinden etkilenmiş olacağını beklenmektedir. Gerçekte olan neydi? 4.Bölümün sonuçları risk-getiri oranı İslami portföy 1.11 (%14.48 / %13.06) ile karşılaştırıldığında geleneksel sermaye portföyü için 1.25 (%13.49 / %10.82) olduğunu gibi görülmektedir, yani geleneksel sermaye portföyü, islami sermaye portföyünden 12.61% oranında daha iyi performans göstermiştir. Bu bölümde, geleneksel portföy GCC (%39,87), Kanada (%39.07), Malezya (%14.16) ve Türkiye (%6.90)'den gelen hisse senetleri oluşturmaktadır. Ancak, islam portföy kompozisyonu İngiltere pazarında ek öz kaynak haricinde geleneksel portföye benzer.

Bu nedenle, hisse senedi oranı islam portföyünden farklıdır. 5.bölümün Sonucu ise, 2008 küresel kriz dönemi, 4.bölümden farklı değildir, zira islami hisse senedi piyasalarının performansı onların geleneksel modeli yaklaşık % 500 kötü kaydedilmiştir. Sonuçlar ayrıca, islam öz sermaye portföylerinin getiri-risk oranı konvansiyonel öz kaynak portföylerinin 1,91 (%21,97 / %11.48) ile karşılaştırıldığında 0.31 (%6.14 / %19,83) olarak belirlenmiştir. Sonuçlar ayrıca, geleneksel portföy GCC (%86,73) ve Malezya (%13.27) den hisse senedinden oluştuğunu görülmüştür. İslami hisse senetleri Malezya (%76,76) ve Türkiye'ye (%23,24) gelen hisse senetleri oluşmaktadır. Geleneksel finansı islami finanstan Kuzey Amerika ve Avrupa ya gelen hisse senetlerinin hesabı olduğunu bu bulgulardan anlayabiliriz, Her iki kıtada pazarlar ciddi şekilde etkilenererek zarar görmüştür (2008 finansal krizi ve 2010 Euro krizi).

Şimdi Portföy yöneticileri ve yatırımcıları, son bölüm 2008 mali krizi sonrası portföy performanslarını tahmin etmekle uğraşacaklardır. İlginçtir ki, hem İslam hem geleneksel öz portföylerinin performansı 6.bölümde hemen hemen aynıdır. Sadece Malezya piyasasından oluşan hisse senetlerinden oluşan geleneksel portföy için rekor getiri-risk oranını kaydedildi. Bu bulgu Malezya sermaye piyasası 2008 küresel krizinden en az etkilendiğini vurgulamaktadır. Aksi halde, risk oranının dönüşü Malezya (%80,82), Türkiye (%11.52), GCC (%5.63) ve ABD hisse senetleri oluşan İslami portföyü için 0.83 (%10.59 / %12.70) ,( %2.03) idi. Bu bulgular tekrar incelemeye alınırsa piyasalar üzerinde Malezya islami hisse senedi piyasasının daha iyi olduğunu vurgulamaktadır. Çok küçük gibi görünmesine rağmen bu portföydeki GCC islami hisse senetlerinin katkısı islami hisse senedi kötü performansından dolayı olabilmektedir. Bunun nedeni sukuk pazarından kaynaklanan Dubai finansal krizidir. Daha önceki bölümlerde çalışmanın tarafından üstlenilen ilgili tüm mal ve hisse senedi temel fiyat davranışını incelendi. Ayrıca , emtia fiyatları ters bir kaç durum hariç hisse senetlerinin bununla ilgili olmasına dikkat edilmelidir. Sonuç olarak, hisse senetlerinden (konvansiyonel ve İslami) ve mal birleştiren yeni hibrit portföylerinin dönüşü riskli davranışlarını incelemek gerekir. Hisse senedi ve emtiayı birleştiren bu dosyaları mali krizler sırasında depresif ve iflas portföy yöneticileri çeşitlendirme ve yatırımcılar için yarar sağlaması beklenmektedir. Örnek olarak, Jessica ve arkadaşları, kendi yazılarında belirttiği gibi yatırımcıların geleneksel

olmayan veya standart olmayan yatırım araçlarına paralarını bölerek getiri elde etmek için denemek istediğini vurgulamaktadır.

İlk olarak, bölüm 1, 2 ve 3'de mal ile konvansiyonel ve İslami hisse senetleri birleştirerek portföylerin risk-getiri profillerine bakıldı. Temelde bu bölümler, 1997 Asya mali krizi öncesini ele almaktadır. 1. Bölümün sonuçları, mal ile birlikte geleneksel hisse senetleri kombinasyonundan oluşan portföyün getiri-risk oranı 1.50 (%16.74 / %11.15) olduğunu, karşılaştırıldığında mal ile birlikte İslami hisse senedi portföyünün 2.70 (%21.27 / %7.89) olduğunu ortaya koymaktadır. Bu nedenle, İslam öz-mal portföyü geleneksel öz-mal portföyünde % 80 oranında, daha iyi bir performans göstermektedir. Çeşitlendirilmemiş hisse senetleri (konvansiyonel ve İslami) portföyleri ile bu çeşitlendirilmiş portföyler risk-getiri profiliyle karşılaştırıldığında, ilginç bulgular fark edildi. Bu bulgular, volatilitesi % 0.88'den (%8.77 / %7.89 ) azalan islami hisse senedi portföyü ile karşılaştırıldığında geleneksel emtia-hisse senedi portföyünün volalitesinin %1.63 (%11.15/%12.78) azaldığını göstermektedir. Bu çeşitlendirme ile volatilitayı azaltma maliyetsiz değildir fakat; getirisi daha düşük volalite ile azaldığından bahsedebiliriz. Ayrıca, yüksek işlem maliyetleri çeşitlendirme sürecine katılmaktadır. Yatırımcılar ise hangi çeşitlendirilmiş portföy daha iyi performans gösterdiği ile ilgilenmektedirler. Aslına bakılırsa, getiri-risk oranı bakımından, islam öz sermaye emtia portföyü yüksek getiri-risk oranı ( $> 1.50$  2.70) oranıyla geleneksel modellerden daha iyi performans göstermektedir. Bu arada, volatilitenin azalması, geleneksel hisse senedi-mal portföyü İslami senet-emptia portföyü (%1.63 $>$  %0.88) ile karşılaştırıldığında daha iyi performans gösterdiği görülmektedir. Bulguların arkasındaki nedenleri anlamak için, biz portföy kompozisyona daha iyi bakılır. Varlık tahsisi sonuçları geleneksel hisse senedi-emptia portföyü İngiltere (39,62%), ABD (12.37%), Japonya (%8.73) ve Kanada (%7.89), ham petrol (%1.65), kakao (%29.65) gibi hisse senetlerinden oluştuğunu göstermektedir(1.65%). Benzer şekilde, İslami hisse senedi-emptia portföyü İngiltere (%38,74), Kanada (%23.86), ABD (%18.79) ve Japonya (%4.01) gibi ve emtia, kakao (%12.65) ve ham petrolden oluşur. Bu her iki durumda da İngiltere hisse senetlerinin katkısı ile oluşan her iki çeşitlendirilmemiş portföyde, İngilterenin hisse senetleri fiyatlara katkısı en yüksek olduğunu ve ham petrol katkısının en az olduğu görüldü.



1997 Asya finans krizinin başlamasından önce, yani 1.bölümde, hem konvansiyonel ve hem de İslami, İngiltere hisse senedi üstün performansını belirtmek gerekir. Şimdi 1997 mali krizi sırasında, 2.bölüm, çeşitlendirilmiş portföyler performansına bakalırsa sonuçlarda getiri-risk oranı konvansiyonel hisselerin 1.23 (%15.82 / %12.81) iade-risk oranı daha yüksektir. İslami hisse senedi-emptia portföyü için 1.44 (%20.98/ %14.53) olması %17 mal portföyü göstermektedir. 1.Bölüm İslami hisse senedi-emptia portföyünün performansı aynı türleri daha az performans göstermektedir. Bu artış yaklaşık %63 (% 17% 80) 'tür. Sonuçlarda ayrıca portföy volatilitesi %1.84 (%14.65 - %12,81), rapor volatilitesi %2.02 oranında düşürülmesi islami öz-emptia portföyüne karşı geleneksel öz mal portföyü için (%16.55 - %14,53)'e gerilemiştir. Bu nedenle, sonuçlara göre, İslam hisse senedi-emptia portföyü 1997'de Asya mali kriz döneminde konvansiyonel muadilinden daha iyi bir performansı olduğunu iddia etmesi çok zordur. Bulgular şunu göstermektedir finans sektörünün islam hukuku tarama sürecinde islami hisse senetlerden dışlanması, finansal sektörlerde meydana gelen başarısızlıklar islami hisse senetleri performansını etkilememektedir. Varlık tahsisi, yöntemi, çeşitlendirilmiş portföylerde büyük katkı (geleneksel %16,73, İslami %17,26) sağlayan emptia olarak ifade edilirken İngiltere hisse senetlerinin katkısı ise Bölüm 2'de geleneksel için hisse senedi-mal portföylerinde hala en yüksektir(konvansiyonel vs İslamik 43,10% 42,68% için). Bu varlık seçimi, düşük korelasyon ve varlıkların genel performansına bağlıdır. 1997 Asya mali krizinden sonra, 3.bölümde , sonuçlar, getiri-risk oranı daha az geleneksel hisse senedi-emptia portföyün (0.86 (%9.90 /% 11.48), İslami hisse senedi-emptia portföyü için 0.75 (%9.39 /% 12.54) rapor edilmiştir. İslami hisse senedi-emptia portföyünün performansı düşmüş olsa bile 3.bölümün portföylerinde çeşitlendirmenin getirini görmek için inceleme yaparsak; Volatilite %3.68 oranında düşürülen İslami öz-mal portföyüne göre konvansiyonel öz-mal portföyü için %16,22 - %12.54 )civarındadır. Bulgulara göre, portföy volatilitesi %4.19 (11.48% - %15.67) düşürüldü. Bu nedenle, sonuçlar doğrultusunda, geleneksel hisse senedi-emptia portföyü 1997 Asya mali krizinden sonra İslam hisse senedi-emptia portföyünden daha iyi bir performans ortaya koyduğunu söylenebilir. Ancak şimdi altın, sırasıyla hisse senedi-emptia ve hisse senedi İslam-emptia dosyaları geleneksel en yüksek %36,17 ve % 47,17 katkıda bulunarak önemli bir çeşitlendirici olarak ortaya çıkmaktadır. Altına ek olarak, ham petrol, doğal gaz ve kakao hem çeşitlendirilmiş konvansiyonel ve İslami portföylere katkıda bulunan diğer ürünler vardır.

Emtiaya ek olarak, Malezya, konvansiyonel ve İslami hisse senetleri için çeşitlendirilmiş bir portföye katkıda bulunmaktadır.

ABD emlak piyasasındaki sıkıntıların olduğu 3. 4. ve 5. bölümlere bakarsak, 2008 mali krizinin tetiklediği küresel ekonomik çöküş de anahtar rol oynamıştır. Bölüm 4'deki 2008 Küresel mali krize başlamadan önce, getiri-risk oranı, İslam hisse senedi-emptia portföyünden getiri-risk oranından 1,37 (%14,09 / %10.30) yaklaşık %8 daha yüksek olan konvansiyonel hisse senedi-emptia portföyü için, 1.48 (%14.74 / %9.98) 'dir. İslami öz-mal portföyüne göre hangi volatiliteler için, geleneksel öz-mal portföyü için portföy çeşitlendirmesi faydaları ile akalı sonuçlar portföy volatilitesi %0.84 (%9.98/%10.82) tarafından marjinal olarak azaldığını göstermektedir %1.30 (% -10.03/ %13.06) azalmıştır. Bölüm 4 de, konvansiyonel muadili ile karşılaştırıldığında geleneksel commodities portföyünün yüksek getiri-risk oranına karşın, İslami hisse senedi-emptia portföyleri çeşitlendirme portföy volatilitelerini azaltarak yüksek fayda sağlamaktadır.

Bölüm 4'teki sonuçların ardından, çeşitlendirilmiş geleneksel hisse senedi-emptia portföyü getiri-risk oranı bölüm 5'teki getiri-risk oranı açısından İslami hisse senedi-emptia portföyünden daha iyi performans sergilemektedir. Getiri-risk oranı geleneksel hisse senedi-emptia portföyü için 2.06 (%22.12 / %10.76) olarak, İslami hisseleri için 0.73 (%16.12 / %21.96) olan orandan daha yüksek ve islami hisse senetlerinden yaklaşık 182% oranında daha yüksektir. Varlıkların volatilitesi, portföye eklendikten sonra %2.13'e (19.83% 21.96%) artan islami hisse senedi-mal portföyü ile karşılaştırıldığında geleneksel hisse senedi-emptia portföyünün volatilitesi 07,72 (%11.48 - %10.76) olarak marjinal olarak azaldığını açıklamaktadır. Bu en yüksek volatiliteler artışı ile % 10'dan geri dönmektedir. Bu artan getiri, çeşitlendirilmiş islami hisse senedi-emptia portföyünde, altının (%72.90) yüksek katkısıyla elde edilir.

#### **5.4 İslami Varlık Yönetimi Konvansiyonel modelden neden farklıdır?**

İslami varlık yönetimi ve konvansiyonel model arasındaki farklılıklar temelde yatırımcının yaşam tarzı, servet planlaması, tekafülün rolü, varlık portföy yatırımlarında ki sermayenin İslam hukukuna uygun olması ile alakalıdır. Bu Maude tarafından yapılan varlık yönetimi

tanımında açıktır 'zengin müşteriler başta olmak üzere bireylerin ve ailelerinin mali hizmetleridir'.<sup>82</sup> Varlık yönetimi dört temel hedef belirler: 1.yatırımlar ve servet birikimi, 2.emeklilik ve emeklilik geliri, 3.zenginlik ve yaşam tarzı koruma 4.aktarma serveti. Bu amaçlara ulaşılması için ürün ve hizmetlerin uygun bir aralığa getirilmesi gerekmektedir. Özellikle, yatırım ve servet birikimi için ürünler, temel bankacılık ürünleri, kredi ürünleri, finansal ve finansal olmayan varlıklar bir portföyde yer almalıdır. Benzer şekilde, emeklilik geliri, yatırım araçları, emeklilik planlarından oluşan bir çeşitlilik sağlanır. Servet, yaşam tarzı, mülkiyet, sağlık, hayat sigortası gibi sigorta ürünlerinin farklı türleri tarafından korunabilir. Ayrıca, miras ve gayrimenkul planlama, istenen dağıtım hedeflerine ulaşmak için servet aktarmak için kullanılır. Farklı müşteri segmentleri farklı risk-getiri tercihleri ve varlık yönetimi hedeflerini ortaya koymaktadır. Onların ihtiyaçlarına yönelik danışma, ihtiyari formlarda servet yönetimi servis sağlayıcıları tarafından karşılanabilir.

Servet yöneticisi farklı enstrümanlar kullanarak kendi zenginliği ile ilgili hedeflere ulaşmak için müşterilerine tavsiye verir ve müşteriler kendi seçimlerini yaparlar. Servis sağlayıcı sadece tavsiye vermez ayrıca aktif olarak onun servetini de yönetir, İslami perspektiften mal varlığı yönetiminin amaçları ve araçlara ulaşmak için kullanılabilir.

#### **5.4.1 İslami Servet Yönetimi modelleri ve amaçları**

İslami bankacılık Müslümanlara İslam hukukuna uyumlu hizmetleri sağlamak için 1970'li yıllarda faaliyete başlamışsada, o zamandan bu yana sanayi genişlemiş müslüman ve müslüman olmayan müşteriler için küresel bir fenomen haline gelmiştir. Sektör faaliyetlerinin yeni alanı servet yönetimidir. Servet yönetiminde İslam perspektifinin belirlenmesi İslam hukuku hedeflerini ve ilkelerini anlamayı gerektirecektir. İslami finans sisteminin genel amacı İslam hukuku amaçlarını gerçekleştirmek istemektedir(maqasid el-Şeriat)<sup>83</sup>. Finans sektörü, sadece toplumu sömürücü ve zarar veren faaliyetlerden kaçınmakla değil aynı zamanda

---

<sup>82</sup> Norbert M. Mindel, Sarah E. Sleight 2012, **Wealth Management in the New Economy: Investor Strategies for Growing, Protecting, and Transferring Wealth**, John Wiley and Sons Inc, Hoboken New Jersey, s.281.

<sup>83</sup> Sıddıqı N, **Credit Risk Scorecards: Developing and Implementing Intelligent Credit Scoring**, Wiley, 2006, s.180-197

toplumsal refahı da teşvik ederek sosyal hedeflere ulaştırabilir.<sup>84</sup> Mikro düzey de maqasid'in amacı belirli hedefleri inanç, benlik, akıl, ve zenginlik elde etmektir. İslam ticaret hukukunun amacı, korumak veya bu hedeflerin birkaçını geliştirmek olacaktır. Şeriat bu genel amaçları göz önüne alındığında, İslami varlık yönetiminde, toplumun farklı kesimleri için zenginlik elde etmek ve şeriat uyumlu bir şekilde devredilmesi için sağlam bir çerçeve oluşturmak gerekmektedir. Farklı servet yönetim hedeflerini karşılamak için kullanılacak İslami enstrümanlar aşağıdaki bölümlerde incelenmiştir.

#### **5.4.2 Yatırımlar ve Servet Birikimi**

Finansal sektör tarafından sağlanan temel hizmetler, mevduat, farklı türde, kredi kartı, vb. temel bankacılık ürünleridir. Banka hesapları geleneksel tasarruf araçlar iken, yatırımlar ve biriken zenginlik için birçok fırsat vardır. Bu yatırım araçları arasında temel olan geleneksel ve alternatif yatırımlar olarak sınıflandırılabilir. Konvansiyonel fonlar, hisse senedi, tahvil, para piyasası ve dengeli portföylerinde yatırımlarını da kapsamaktadır. Alternatif yatırımlarda varlık sınıflarının kategorileri arasında gayrimenkul, altyapı hizmetleri özel sermaye / girişim sermayesi, hedge fonları, emtia, yönetilen vadeli ve sıkıntılı menkuller sayılabilir.<sup>85</sup> Müslüman müteşebbislerin birikim yapmalarına olanak sağlamak için Şeriat-uyumlu varlıkların bir dizi analizinin yapılması gerekir. İslami bankalar, temel bankacılık hizmetlerini ve çeşitli şeriat uyumlu tasarruf ve yatırım hesapları sağlamaktadır. Aynı zamanda İsviçre'de J.Safra Sarasin Bankası gibi (İslami ve Konvansiyonel) çift pencere bankalar olarak adlandırılan İslami bankacılık faaliyetlerinde ilgilenen ve GCC Körfez ülkeleri gibi bazı Müslüman ülkelerde çalışan bankalar da mevcuttur.

Çalışmada bireysel islami varlık yönetimi tanıtılıp, yatırım süreci karar verme sırasında Konvansiyonel ve İslamiden Farklılıklarını aşağıdaki şekilde belirtilmiştir.

---

<sup>84</sup> Grais, Wafik, Pellegrini, Matteo, 2006, **Corporate Governance in Institutions Offering Islamic Financial Services : Issues and Options**, Washington, The World Bank in its series Policy Research Working Paper Series, s.11

<sup>85</sup> DBS (2011), **Alternative Investments: An Introduction**, CIO Office, 21 November 2011, DBS.

Çalışmamızda, İslam Fıkhi Akademisi (İFA) hisse senedi yatırımlarının meşru egemenliğini gözlemlendi, İslami yatırım fonları sektörü 1990'lı yıllarda hızlı bir büyümeye tanık olmuştur. Geleneksel varlıklar, sınıflar şeriat uyumlu hisse senetleri ve para piyasası araçlarından oluşmaktadır. Benzer olarak, alternatif İslami yatırım varlıkları, gayrimenkul / altyapı parça, özel sermaye fonları ve bazı yeni kurulan hedge fonları ihtiva edecektir. İslami fonların koruduğu geleneksel varlıklar sınıfı bazı ülkelerde genişledi, alternatif fonların yargılanması da teklif edildi. Temmuz 2011'de, İslami fonlar tarafından yönetilen varlıklar, yayılan 717 yatırım planları arasında 77 milyar dolar olduğu tahmin edilmektedir.<sup>86</sup>

#### 5.4.3 Emekli Planlama ve Şemaları

Servet birikimi ile bağlantılı olan varlık yönetiminin ikinci hedefi emeklilik planlaması ile ilgili hizmetler sunmaktır. Emeklilik sistemleri ilk olarak 7. yüzyılda Ömer bin Hattab tarafından tanıtılan İslam dünyasında ortaya çıkmıştır.<sup>87</sup> Hz ömer zamanında emeklilik programları vasıtasıyla bey'tül maldan bireylere yıllık maaş sağlanıyordu. Ancak çağdaş İslam hukuku uyumlu emeklilik planları nispeten yeni olmakla beraber günümüz emeklilik programları müşterilerin tercihlerini karşılamak için farklı risk-getiri kombinasyonları sağlayan havuz yatırım araçlarını gerektirmektedir.

Emeklilik kişisel, şirket ya da kamu emeklilik planları aracılığıyla yapılabilir. Kişi hayatını planlayarak emeklilik için hazırlanır. İslami varlık yönetimi açısından planlama, müşterilerine yatırım fırsatlarını ve ürünleri sunan İslam hukuku uyumlu şemaları gerektirecektir. İslami emeklilik planları, emekliler için istenen gelir akışını sağlamak için yukarıda belirtilen İslam hukuku uyumlu geleneksel ve alternatif varlık sınıflarını bir arada bulundurulmasıdır. Özel emeklilik şemasının bir örneği olarak, farklı şeriat uyumlu yatırım portföyelerine erişim sağlayan İngiltere İslam Bankası tarafından sunulan Portföy Servisi (DPS) 'dir. Bu yatırım portföyleri, vergi verimli bir şekilde bireysel yatırımın (SIPP) içinde tutulabilir.

---

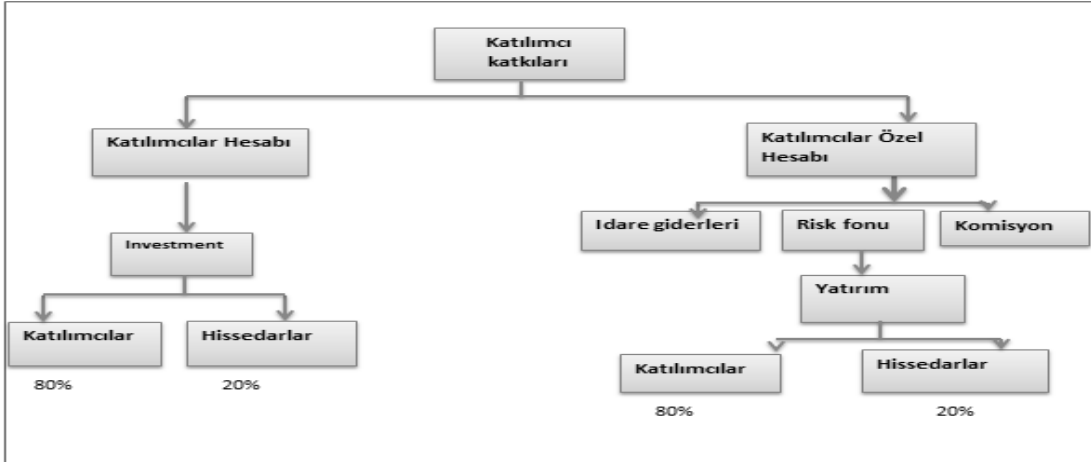
<sup>86</sup>Eureka hedge, **Importance of Tactical Strategy Allocation on Fund-of-Hedge-Funds Allocations**, The Journal of Wealth Management, 2011, Vol. 14, No. 2, ss. 49-58.

<sup>87</sup> Manjoo, Faizal Ahmad (2012), **“The UK legal reforms on pension and the opportunity for Islamic pension funds”**, Journal of Islamic Accounting and Business Research, 3 (1), 39-56.

#### 5.4.4 Servet ve Yaşam Koruma

Zenginlik ve yaşam tarzını korumanın şartı farklı sigorta hizmetlerini kullanmaktır. Yürürlükte olan (9/2), OIC Fıkıh Akademisi 1985'te, geleneksel sigorta nedeniyle sözleşmenin satışı sonucu belirsizliğin (Ğırar) yasak edilmesini açıklamıştır. İslami alternatif te'awün ve (karşılıklı yardım) ve teberru (hediye veya bağış) ve tekâful kullanarak ilkeler mudarabah (ortaklık) ve Wakala (ajans) tabanlı modeller altında faaliyet göstermektedir.

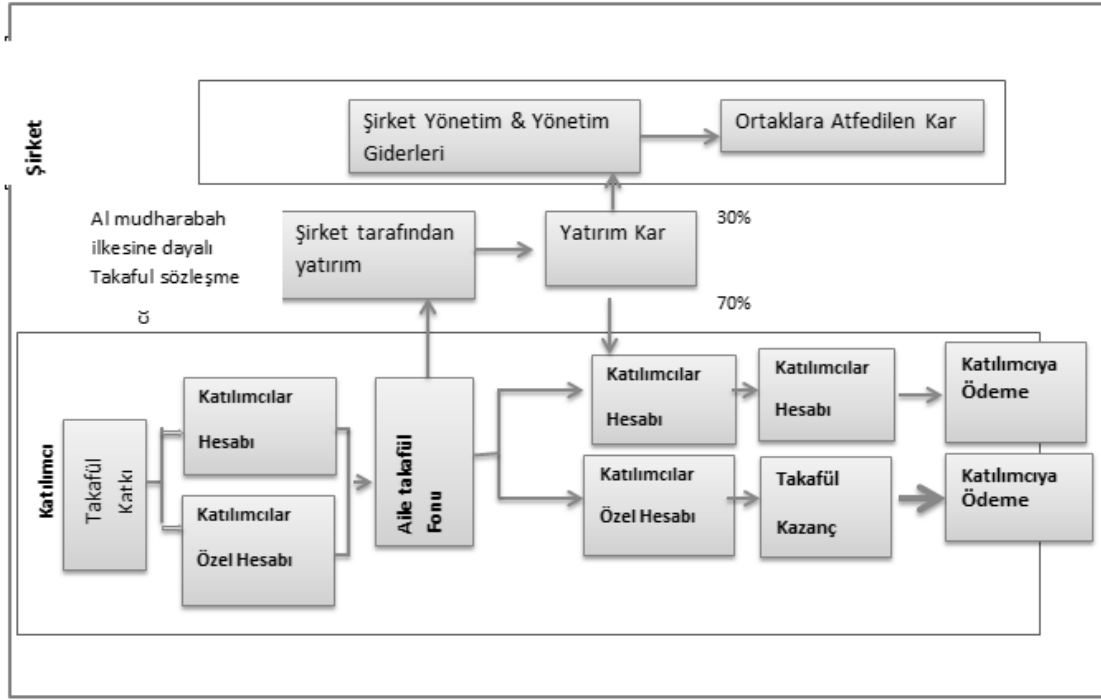
İslam hukuku finansal sektörü, müşterilerine çeşitli risk türlerine karşı koruma sağladığından bu yana büyüdü. Tekâfulün genel ve aileolarak iki türü mevcuttur. İlki kazalar ve mal kayıplarına karşı kısa süreli koruma sağlar iken, ikincisi fırsat ve ölüm ya da sakatlıktan kaynaklanan uzun vadeli koruma tasarruf sağlamaktadır. Aile Tekâful kapsamındaki ürünlerin zenginliği ve yaşam tarzını, koruma için kullanılabilir bir ürün çeşitliliği sunarak farklı hale gelmiştir. Tekâful altında ki ürünler; aile tekâfulü, ipotek tekâfulü, hastanede tekâfulü, grup medikal tekâfulü ve grup tekâfulü bulunmaktadır.<sup>88</sup>



Şekil 19: Düzeltilmiş Mudharabah Modeli.

Kaynak: Datuk Dr. Syed Othman Alhabshi, Islamic Wealth Planning and Management, 2nd edition, Kulalambur, 2012.s. 86

<sup>88</sup>Oracle (2008), *Takaful – Meeting the Growing Need for Islamic Insurance*, Oracle White Paper, May 2008.



Şekil 20: Mudarabah Aile Tekafül Modeli

Kaynak: Datuk Dr. Syed Othman Alhabshi, Islamic Wealth Planning and Management, 2nd edition, Kulalambur, 2012.s. 83

Küresel tekafül sanayi, 2010 yılında% 19 oranında büyümüş ve toplam katkı 2012 yılında 12 milyar dolar ulaşması beklenmektedir.<sup>89</sup>

#### 5.4.5 Servet Planlama Sigorta Ve Tekâfül Rolü

Varlıkları korumanın yolu sigortadan geçmektedir. Evleri ve Araçları sigortalayarak kıymetleri garanti altına alınacağını belirterek meydana gelebilecek beklenmedik etkilere karşı önlem alınacağı belirtilmektedir.

Servet planlamada tekafül en iyi çözüm gibi görünmektedir. Sigorta ( tekafül ) hayatın ihtiyaçlarından biridir. Varlıklarını korumaya karşı servet planlama mekanizması olarak, servet planlama ve yönetim sektöründe yer alan bireyler, bir form veya başka bir sigorta kapsamına sosyal güvenlik sistemi altında, işverenden sağlık sigortası veya kişisel sigortayı

<sup>89</sup> Ernst & Young (2012), **The World Takafül Report 2012, Industry growth and preparing for regulatory change**, Ernst & Young

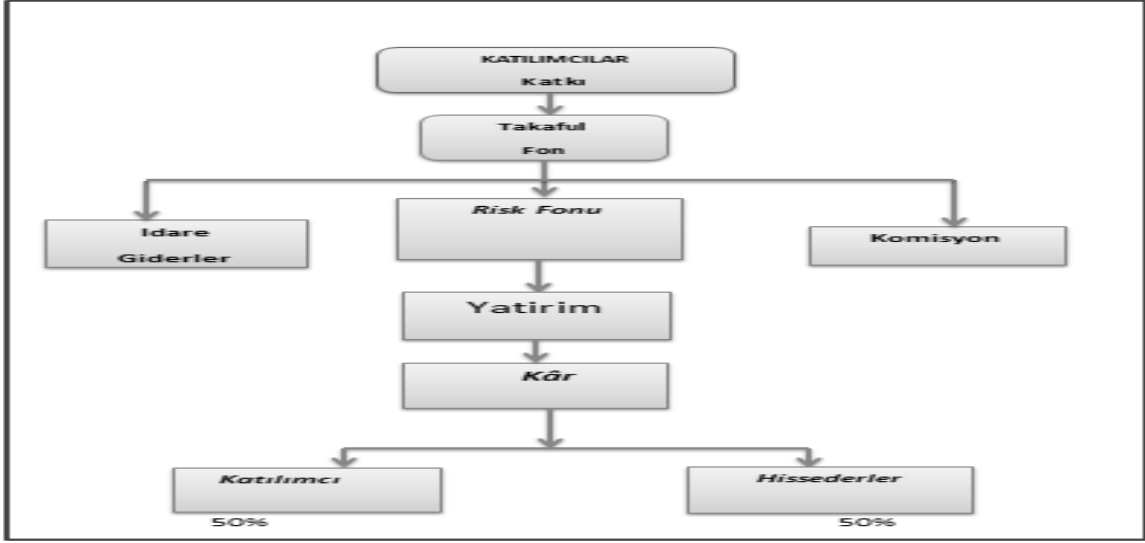
içerebilir. Emeklilik ve diğer yatırımlarda tasarruf kalemi için yeterli sermayeye sahip olabiliriz ama yeterli ve uygun tekâfül yoksa bu servet planlamasının önemli bir yönünü göz adrı ettiğimizi göstermektedir. Hayat sigortasını (tekâfül) satın almanın başlıca nedeni kaza sonucu kurtulanların hayati ihtiyaçlarını karşılanmasını sağlamaktır. Sigorta (tekâfül) servet korunmasına ve eşit servet dağılımını sağlar. Aile reisinin ölümü meydana geldiğinde karşılanmamış birçok mali yükümlülükleri olabilir. Ölüm nedeniyle meydana gelen gelir kaybı ile konut veya araç kredisinden kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmemesinin, hatta okul çağındaki bakmakla yükümlü olduğu çocukların eğitim masraflarını karşılamak için finansal sorunlara neden olabilir. Ailenin mali durumunu bozacak hastalıkların ve sıkıntıların hayati meseleler de tekâfül finansal olarak ailenin rahatlamasına ve ihtiyaçlarının çözülmesinde önemli rol oynar. Kaza sonucu kalıcı sakatlık durumu söz konusu olursa çok büyük miktarlarda gelir kaybı yaşamamak için tekâfül yaptırmak elzendir. Kısacası, tekâfül ,sigortalı bir kişinin öldüğünde ödenecek olan bir miktar finansal kaynağın geride kalan aile bireylerinin yaşam standardını korumaya yardımcı olmasını sağlamaktadır.



Şekil 21: Konvansiyonel Sigorta.

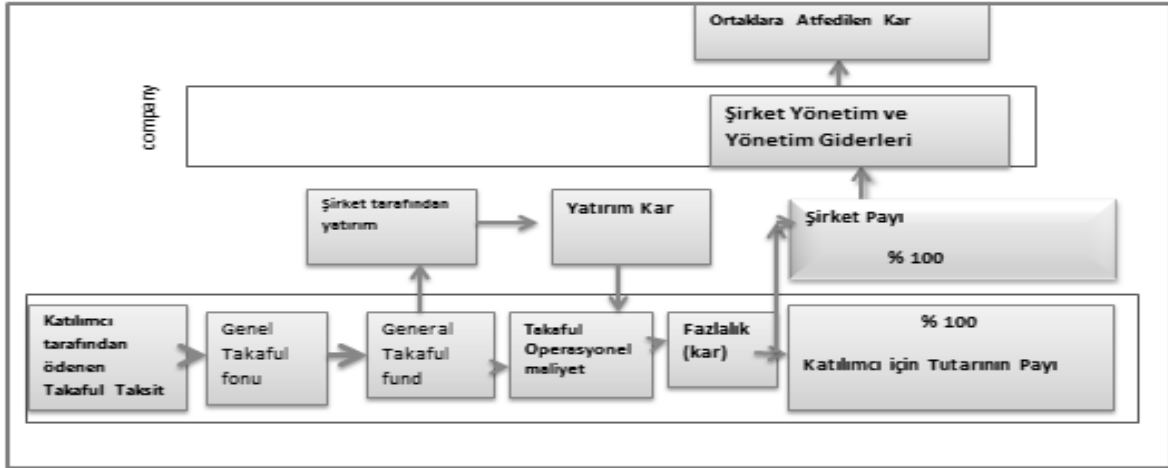
Kaynak: Datuk Dr. Syed Othman Alhabshi, Islamic Wealth Planning and Management, 2nd edition, Kulalambur, 2012.





Şekil 22: Mudarabah Modeli Genel Tekafül.

Kaynak: Ernst & Young (2012), The World Takafül Report 2012



Şekil 24: düzeltilmiş Mudarabah Modeli Genel Tekafül.

Kaynak : Islamic Wealth Management Report 2012

#### 5.4.6 Servet aktarılması

İslami varlık yönetiminin amacı İslam hukukuna uyumlu olarak servet transferinin korunması ve planlanmasıdır. Varisler arasında servet dağılımı İslam miras hukuku tarafından belirlenir, sorunların önlenmesi ve düzenli bir şekilde varlık transferi sağlanması için emlak planlamasına ihtiyaç duyulmaktadır. Vakıfların çalışmasının temel mantığı kişinin ölümünden sonra geriye kalan malının en verimli şekilde kullanılmasını amaçlamaktadırlar.

İslam hukukuna göre kişi mirasının üçte birine vakıflara bağışlama servet israfını önüne geçilmesini sağlamaktır. Bu bağlamda servet aktarımı yönetiminde vakıfların çok önemli bir yeri vardır. Vakıfların genel misyonu tüm gelir gruplarının ihtiyaçlarını karşılamaktır. Sonuç olarak vakıfları teşvik edilmesi islami servet yönetimi gelişmesi noktasında en önemli araçlardan birisidir.

### **5.5 Kuran'dan elde edilen bilgiyi fenomenolojik model kullanılarak geleneksel modelle İslami servet oluşturma modeliyle nasıl mukayese edilebilir?**

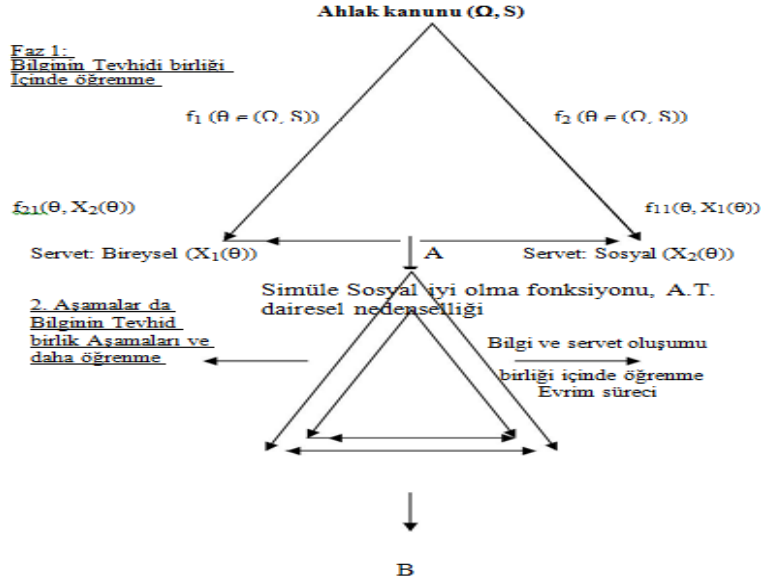
Kurandan elde edinilen bilginin fenomenolojik modeli servet oluşturmaktır. Servet oluşturma İslam'ın muafiyet konusuna Ahlak Kanunu açısından sosyal ve ekonomik alanlar arasındaki birleşme ana teması izlemektedir. Bu yaklaşım, Kuran'dan edinilen bilginin fenomenolojik modeli anlaşılmasını gerektirmektedir. Şekil 23'te açıklaması yer almıştır.

Tevhidi saflık (temiz) bilginin ilahi birliğini bütünlüğünün topolojisinde süper kardinal olarak kabul edilmektedir.<sup>90</sup> Bu öncül bilgi oluşumunu ve sosyo-ekonomik eserleri indüksiyon alanlarını ve onların birbirine dönüşümlerini temsil etmektedir. Sistemik varlıklar arasındaki ilişkileri dairesel nedenselliğe göre öğrenme anlamını ifade etmektedir. Durum değişkenlerinin pozisyonu, politikası, piyasa mekanizması ve oluşturulan servet tarafından seçimlerin altında yatan tercihleri teknoloji de dahil olmak üzere zamansal transferleri ifade eder. Şekil 23'de bilginin birliğindeki fenomenolojik modelinin temel parçasını göstermektedir(Tevhit). Kurani çalışmanın tevhidi temel anlayışının, Özel Servet ve Sosyal Servetinin ayrı olmadığını anlamayı sağlamaktadır. Her ikisi de yeryüzünde kur'ana hizmet etme konusunda etik değerlendirmelere tabi tutulmaktadır. Şekil 23'te 1. Etap Moral Kanunu iki yönlü oklarla gösterilen bağlantılı bir şekilde özel ve Sosyal Refah çarpanı olduğunu göstermektedir. Epistemolojik modelin ( $\Omega$ , S) başlayarak bu tür ilişkiler (f fonksiyonları) iyi tanımlanmış modeldirler. Faz 2 Faz 1 ile aynı deneyimi bilginin birliğine göre evrimsel öğrenme ile

---

<sup>90</sup> Maddox, I.J. 1970, **Elements of Functional Analysis**, Cambridge, Eng: Cambridge University Press.

tekrarlanır. Yani  $[(\Omega, S) \rightarrow \theta] \rightarrow \dots$  faz 1 ve faz 2 birleştirerek öğrenme süreçleri sürekli devam etmektedir.<sup>91</sup>



Sosyal iyilik hali, s.t. Devam uyarılması öğrenme evrimsel süreçlerin ardından dairesel nedenselliği.

Şekil 23: Kaynaklı gömülü servet kavramları arasındaki İlköğretim dairesel nedenselliği.

Kaynak: Choudhury, M.A. 2003, "Wealth and Knowledge", Chapter 14 of *Explaining the Qur'an, a Socio-Scientific Inquiry*, Lewiston, New York: The Edwin Mellen Press.

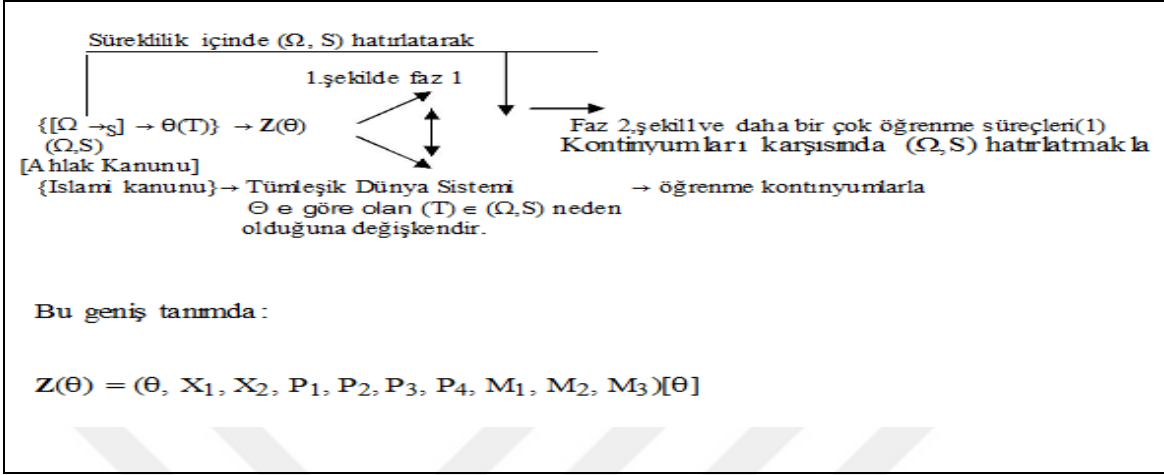
### 5.5.1 Kur'an fenomenolojik modelin biçimsel tanımı: servet oluşturma

Zenginliğe belirtilen dünya sisteminin pazar değişkenleri, sosyal değişkenleri, kurumsal değişkenleri ve bu değişkenleri etkileyen politika ve kalkınma finansmanın araçlarıyla geçilebilir. Bunların hepsi objektif kriterler ışığında ele alınmalıdır. Refah kriteri değişkenleri arasındaki öğrenme süreçleri sistemin kapasitesini ölçmektedir. Bu refah kriterinin Şekil 24'teki gösterildiği gibi simülasyonun çeşitli sistem değişkenleri arasındaki yaygın tamamlayıcılık ilkesine mutlak tabidir. Tahmini refah fonksiyonu ve dairesel nedensellik ilişkilerinin değişkenleri, kendi kurumları ve ilişkisel nedensellikle arasındaki öğrenme ilişkilerin birleşmesi yüksek düzeyde yansıtmayla gelişmektedir. Bilginin işlevsel gerçekleşmesi hem  $(\hat{E}, S)$  dayanak noktası ve tüm sistemleri kapsamaktadır, bu nedenle,  $(\Omega, S)$

<sup>91</sup>Choudhury, M.A., **Wealth and Knowledge**, Chapter 14 of *Explaining the Qur'an, a Socio-Scientific Inquiry*, Lewiston, New York: The Edwin Mellen Press, 2003.

İslam evrenin (önümüzdeki Choudhury) eşsiz ve evrensel epistemolojisi olmaktadır. Bu topolojik uzayda  $f_i$  ile gösterilen belirli ilişkileri ortaya çıkarmaktadır.  $f_i$  Zenginlik formunun oluşumu ( $\hat{E}, S$ ) bilinç bağlayan  $i$  ilişki taşıyan,  $i = 1$  (Özel),  $2$  (Sosyal), Şekil 23'te gösterildiği gibi.  $F_{ij}$ ,  $i, j = 1,2$  zenginliğin Özel ve Sosyal değişkenleri arasındaki nedensel ilişkileri belirtmektedir. Servet oluşumu bileşenleri ( $X_1(\theta), X_2(\theta)$ ) ile gösterilmektedir.

Ahlaki Kanununda hem zenginlik bileşenleri hemde sistemik ilişkiler için eşsiz oluşmaktadır, bu nedenle, bilinen bir akışla ( $\theta$ ), tartışılmaya devam eden değerler bütününe bir dizi ile elde edilebilir.  $\theta$  değerlerin yolları ve bunların değişkenler açısından, yani zenginlik, özel ve sosyal türleri arasındaki tamamlayıcı ilişkilerin yollarını temsil etmektedir. Yaygın  $\theta$  değeri böylece katılan kişiler arasında zenginliğin kritik bir rol oynadığı zenginlik ve refah ile ilgili değişkenler tarafından oluşturulan tamamlayıcı ontolojik ilişkiler olduğuna işaret etmektedir. Bütünleşme (konsensüs) ile söylemsel geliştirilen değişkenler arasındaki nedensellik etik genel sistemine göre oluşturulmalıdır. Böylece rızaya dayalı (entegre)  $\theta$  değeri eldeki konularda, etkileşim yoluyla öğrenme birçok söylemsel  $\theta$  değerlerinin sınır değerini ifade etmektedir. Böyle bir sınırlama  $\theta$  değeri oluşumu aynı anda ilgili  $X(\theta)$  -vektörünü belirlemektedir. Daha sonra zenginlik temasına ilişkin dünya sisteminin başlığı olmaktadır.  $X(\theta) = (X_1(\theta), X_2(\theta))$  ve  $\theta$  değeri ile  $Z(\theta) = (\theta, X(\theta))$  öğrenme başlangıç ifadesini temsil etmektedir. Yaygın bir tamamlayıcı değişkenin birliğini anlamak için ontolojik Tespit olarak da söylenebilir. İnsan dahil her şey ibadet bilincini temsil etmektedir. ilkel ilişkiler elde Tevhid epistemoloji unsurlarını birleştirip gösterilen ilişkilerin tüm sisteme aynı zamanda Tevhid İlişkileri (TSR) olarak ifade edilmektedir. Servet oluşturma yönteminde değişkenlerin arasındaki tamamlayıcı rol oynayan seçilen politikayla ve kalkınma finansmanı araçlarıyla arasında belirli ilişkilerin incelemesi gerekir.



Şekil 24: bilginin birlik Tevhidi fenomenolojik modelinde Sürekli öğrenme süreçleri

Kaynak: Choudhury, M.A. 2006, *Circular Causation Model in the Koran*, Lewiston, New York: The Edwin Mellen Press.

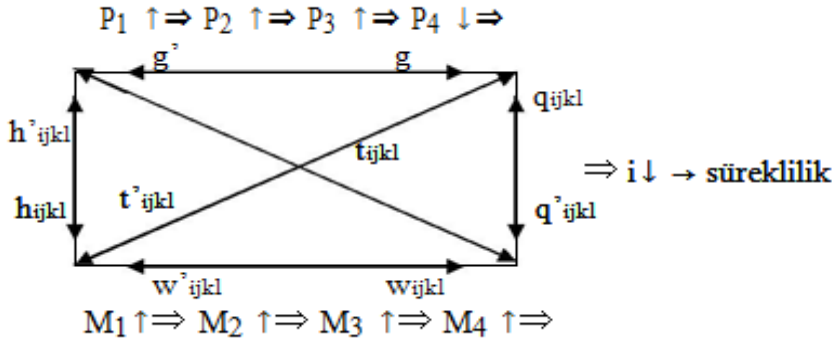
### 5.5.2 Piyasa mekanizması ve İslam'da zenginlik yaratma modelleri

Ahlaki Kanuna göre Sosyal İslam'da zenginlik anlamını açıklandı ve şekil 1 yardımıyla oluşturulan servet yönetimi taraflar arasında incelendi. Vektör  $Z(\theta)$  şimdi  $Z(\theta)$  bireysel bileşenlerinin İlişkin  $\{\theta\}$  değerleri ( $= \theta$ ) sınırlama içeren daha fazla etkileşim ile genişletilmiştir. Bu ek girişler servet yaratılması için tamamlayıcı sosyoekonomik değişkenleri ve geliştirme finansman araçlarını ifade etmektedir. Şu şekilde gösterilmektedir.

$$Z(\theta) = (\theta, X_1, X_2, P_1, P_2, P_3, P_4, M_1, M_2, M_3)[\theta] \quad (2)$$

Aşağıda ekstra değişkenler tanımlanmaktadır: P1 ticareti, P2 harcama kalemlerinin iyi olduğunu, P3 faydayı, P4 katılımcı kalkınma finansman araçlarını göstermektedir. M1 Kar paylaşımını yani maliyet paylaşım finansman sözleşmesini gösterir. M2 Öz sermaye katılımını, M3 ticaret finansmanı ve maliyet artı finansman sözleşmelerini, M4 ikincil İslami finansman enstrümanlarını göstermektedir. Örnek olarak: Görünümünü  $[\theta]$  aparatı, iç değişkenlerin her biri söylemle bilginin birlik ahlaki Kanunu türetilen sınırlayıcı  $\theta$  değeri ile gösterdiği anlamının dışında tutulmaktadır. Genişletilmiş  $Z(\hat{I}, 'nın)$  bileşenleri arasında sistemik ilişkiler -vektör yaygın bir tamamlayıcı bir etkidir. Dolayısıyla simbiyotik öğrenme sistemi kurmaktadır. Bu, tamamlayıcı öğrenme katılımcının şekil 1 'deki ışık ekspresyon (1)

içinde Kur'an'dan elde edilir. (2: 161 – 175) Kur'an ayetlerinde burada bakarsak bu ayetlerden edinilen bilginin zenginlik birikimi için sosyoekonomik etik-ekonomik modelin bir özeti Şekil 3'te verilmektedir. Sosyoekonomik değişkenleri ile temsil edilen finansman araçları arasında ortak ilişkilerinin karmaşık doğası  $g_{ijkl}$ ,  $g'_{ijkl}$ ,  $h_{ijkl}$ ,  $h'_{ijkl}$ ,  $q_{ijkl}$ ,  $q'_{ijkl}$ ,  $t_{ijkl}$ ,  $t'_{ijkl}$ ,  $w_{ijkl}$ ,  $w'_{ijkl}$ ; Şekil 2 'de gösterildiği gibi,  $i, j, k, l = P$ -vektörü,  $E$ -vektörüdür. Bu ilişkiler mantıklı bileşik haritaları birbirine bağlanır. Sonuç olarak faiz oranları 'i' azalmaktadır. Öğrenme süreçleri devam etmektedir. Geniş tamamlayıcılık yukarıda da belirtildiği gibi kalkınma finansman araçlarının uygulanmasıyla belirlenmektedir. Bununla birlikte, katılımcı doğası sayesinde tasarruf düzenlenen olmaktan çok reel ekonomiye,  $P$ -vektörü ile olduğu gibi, mali kaynakları harekete geçirmeye yardımcı olur. Sıfıra doğru faiz oranlarını azaltarak emin bir şekilde para arzı gerçekleşir, katılımcının finansman araçları ve reel ekonomi arasındaki bağlantıları derinleşmesi, girişimler içine verimlilik ve mali kaynakların ahlaken zorunlu kullanımını artırmaktadır.



Şekil 25: refaha öğrenme ilişkilerinin genişletmesi.

Kaynak: a.g.e, s.10

Şekil 26 ve 27'nin sürekli öğrenme süreçleri İslam sosyoekonomik düzenin kalkınma modeli kurması için dinamik temel ihtiyaçların seçimi ile birleştirmektedir. Bireylerin ve sosyoekonomik etkenlerin konfor ve mal rolü üzerinde etkili olmaktadır. Bu artan kaynak seferberliği harcamasındaki iyi nesnelere artışıyla arasındaki dairesel nedensellik ilkesine aykırı olacaktır. Faiz oranı öğrenme sürecine göre yukarıda belirtilen etik-ekonomik genel

denge sisteminde aşamalı olmaktadır. Böylece servet yaygın tamamlayıcı katılımcı ekonomide üretken dönüşüm tarafından oluşturulur. İkincisi ise ilişkileri nedeniyle bilginin sistemik birliğini simgeler. Bu ikisi arasında tamamlayıcı bağları ile ekonomik, mali ve sosyal organizasyonda tevhidin birliğinin sonucudur. Harcamaların iyi kalemlere olan getirisinin oranı servet biriktirme de üretken büyüme faktörünü temsil etmektedir. İlişkilerin yaygınlaşması, katılımcı, üretken, etik sonuçları açısından reel ekonomiyi para hareketine ve sermaye birikimine sürüklemektedir. Bunu öğrenmenin sonraki aşamaların üzerinde sistemik birleşmesini teşvik eden sosyoekonomik ve politika araçları arasındaki öğrenme bağları artırmak yoluyla oluşturulan servet bunun birikimidir. Servet oluşturma ve değerlendirilmesi için formüller aşağıda verilmektedir.

### 5.5.3 Tevhidi dünya görüşüne göre Servet Değerleme

İslami açıdan zenginlik değerlendirme formülü,

$$W(q, t) = I_{0,ijkl} S_t[(1+r_{ijkl})[q_t]]^t \quad (1)$$

t Finansal getiriler bildirilen anda zaman dilimidir. İfade (1)'de i karşısında getiri, j, k, tamamlayıcı finansman araçları kullanarak yatırımlar ve kaynak seferberliğinin çıkışları bir türlü tek oran basitleştirilmiş bir şeklidir. Getiri oranı daha sonra net-of-kesinti oranı ile zamana bağlı OT-değerlerine göre değişken olduğunda, dt, servet değerlendirme formülü,

$$W(q, t) = I_{0,ijkl} S_t[P_t(1+r_{ijkl})[q_t]](1-d_t) \quad (2)$$

Diğer spesifik formüller de türetilebilir. Unutulmaması gereken önemli nokta rijkl gibi İslami bankaların İslami servet yaratma çıkışları, bireysel hissedarlar durumunda kâr paylaşım oranı olmasıdır. Sosyal Servet durumunda, rijkl kar oranını gösterir. Özel ve Sosyal Servet Tevhidi dünya görüşün altında tamamlayıcı varlıklardır. Fakat kâr paylaşım oranı ve kâr oranının belli bir işlevi olmalıdır. Bu aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

□ kaynak mobilizasyonu ile elde tüm tamamlayıcı projelerle (i, j, k, l) üzerinde toplam karı gösterilsin.

$\pi_{ijkl}$  (i, j, k, l) bileşik projenin herhangi bir set toplam karını göstermektedir.

$\pi_{ijkl}^I$  Ith birey için  $\pi_{ijkl}$  gösterir.

$\pi$  bireyin payını gösterir.  $\pi_{ijkl}^I = \rho_{ijkl}^I \cdot \pi$  tanımı aracılığıyla tanımlanabilir. Böylece,  $r_{ijkl}^I = d\pi_{ijkl}^I / \pi_{ijkl}^I = r + d\rho_{ijkl}^I / \rho_{ijkl}^I$ .  $r$  kar oranını gösterir ( $d\pi/\pi$ );  $d\rho_{ijkl}^I / \rho_{ijkl}^I$ . Birey için (i, j, k, l) - birleşik projelerin üzerinde kar paylaşımı oranında değişim oranını ifade etmektedir. Oranları her bireyin üzerine toplanır. Ayrıca sonuç (i, j, k, l) tamamlayıcı ve bağlantılı projeler şunlardır:

$r_{ijkl} = n \cdot r + d\rho_{ijkl} / \rho_{ijkl}$ , n bireylerin toplam sayısı olur.

Diğer bir deyişle, bileşik proje (i, j, k, l) üzerinden her bir birey için dönüş ortalama oranı ile verilir.

$$r_{ijkl}/n = r + (1/n) \cdot (d\rho_{ijkl} / \rho_{ijkl}) \quad (3)$$

$(1/n) \cdot (d\rho_{ijkl} / \rho_{ijkl})$  kar paylaşım oranı değişim ortalama oranını gösterir. Bu değişken türü M1, M2, M3 durumunda, M4 Daha önce de belirtildi.

#### 5.5.4 Tevhidi dünya görüşüne göre refaha bir bütünleştirici bakış

İfade(24)'te zenginlik vektörü uzantılı şekiller 23, 24 ve 25 bir başka gelişme ile sonuçlanmaktadır. Ortaya çıkan resim servet vektörü elemanları arasında artan etkileşimi içermektedir. Sosyo-ekonomik tamamlayıcısı için Kuran fenomenolojisinin modeline göre, etkendir(I). Böyle bir tamamlayıcı durumun entegrasyonu (I)'olarak adlandırılmaktadır. Öğrenme süreçlerinde (böylece II) entegrasyona giden etkileşim servet-vektörün bilgi kaynaklı değişkenleri arasındaki ilişkileri inceleyen benzer II-süreçlerinin eş Evrim (E)'yi verir(Sztompka, 1991). Dolayısıyla Şekil 1 ve 2'de gösterilen öğrenme aşamaları Kuran'ın ışığında ilahi bilginin öğrenme IIE-süreçleri ile karakterizedir. Serveti oluşturma olayı yukarıda tarif edildiği gibi bilginin Tevhidi birlik epistemolojisine neden olduğunu göstermektedir. Bu çalışma bilginin birlik fenomenolojik modeli gibi tam bir ilişkisel öğrenme modeline karşılık gelmektedir. Bu olay doğada ve evrende benzersizdir. Literatürde alınan tüm



atflar ise farklı olabilmektedir. Özellikle ilkel epistemolojik dize ilişkisi olduğunu,  $[(\Omega, S) \rightarrow] \rightarrow \{\theta (T)\}$ , sürekli evrimsel öğrenme süreçleri genelinde her toplumsal eylemini ve tepkisini hatırlatmıştır. Bu epistemoloji ardından, tüm aradaki paylaşımı, sosyal eşitliği, dağıtımı ve katılım sorunları fenomenolojik modele atfen Tevhit ışığında ele alınmaktadır.

Şekil 26 sürekli öğrenme süreçlerinin arasındaki önceki aşamada gerçekleşmiştir bilginin birleşmesi derecesine sosyo-bilimsel bir değerlendirme olduğunu gösterir. Evrimsel süreçler ışığında öğrenme daha ilişkisel özelliklere göre yeni sosyoekonomik değişkenleri, politika değişkenleri ve geliştirme finansmanı araçları dikkati alınarak grafiği nasıl geliştirilebilir? Objektif kriterlerin Kur'an ışığında yararı Sosyal Şey olmasına Fonksiyon denir. Bu tür bir Al-maslahat ve'l-İstihsân Fonksiyonudur.<sup>92</sup>

Bu şekild çalışan bir model zenginlik yaratma sürecinde bir simülasyon egzersizi olabilir. Bu değere sahip olan bütün satın almalar zenginlik olarak görülebilir. Kritik değişkenler arasındaki nedensellik dairesel olarak tamamlayıcı ilişkiler vasıtasıyla nasıl oluşturulacağını göstermektedir. Başından sonuna kadar TSR boyunca öğrenme IIE-aşamalarında defalarca ilişkin bilgi kaynaklı simülasyonu göstermektedir.

Kur'ani beyan şunu belirtmektedir: "O'na Bitiş ve Başlangıcı Allah'ındır".<sup>93</sup> Bu bir tefsirdir. Sürekli ilişkiler karmaşık bir topoloji temsili olarak kurulmaktadır.<sup>94</sup>

Refah durumunda Sosyal açıdan İyi Olan Fonksiyonu simülasyon modeli (SWF) olarak biçimlendirilmiştir:

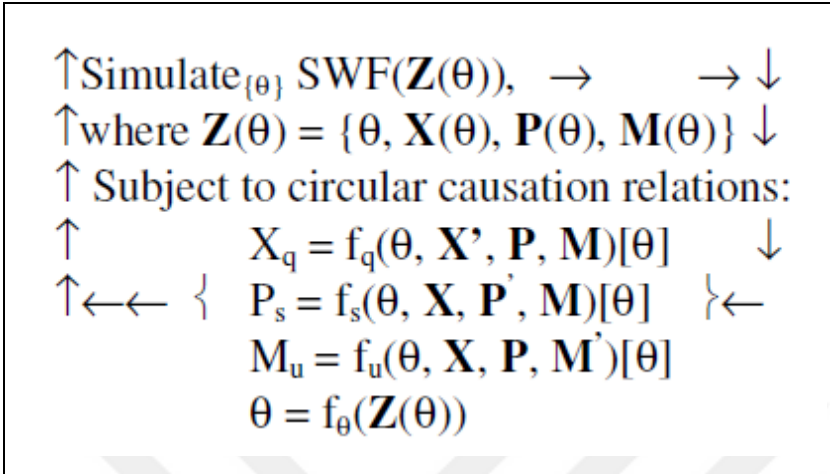
Kur'an fenomenolojik modelin yapı taşlarını, yukarıdaki tartışmada refaha uygulamalı olarak bu modeli anlatmaktadır. Şekil 26'da önceki şekillerin kombinasyonu olarak belirtilmiştir.

---

<sup>92</sup> Shatibi, Imam, trans. Abdallah Draz, undated, **Al-Muwafaqat Fi-Usul Al-Shari'ah**, Cairo, Egypt: Al-Maktabah Al-Tijariyah Al-Kubra.

<sup>93</sup> **Qur'an** 92:13

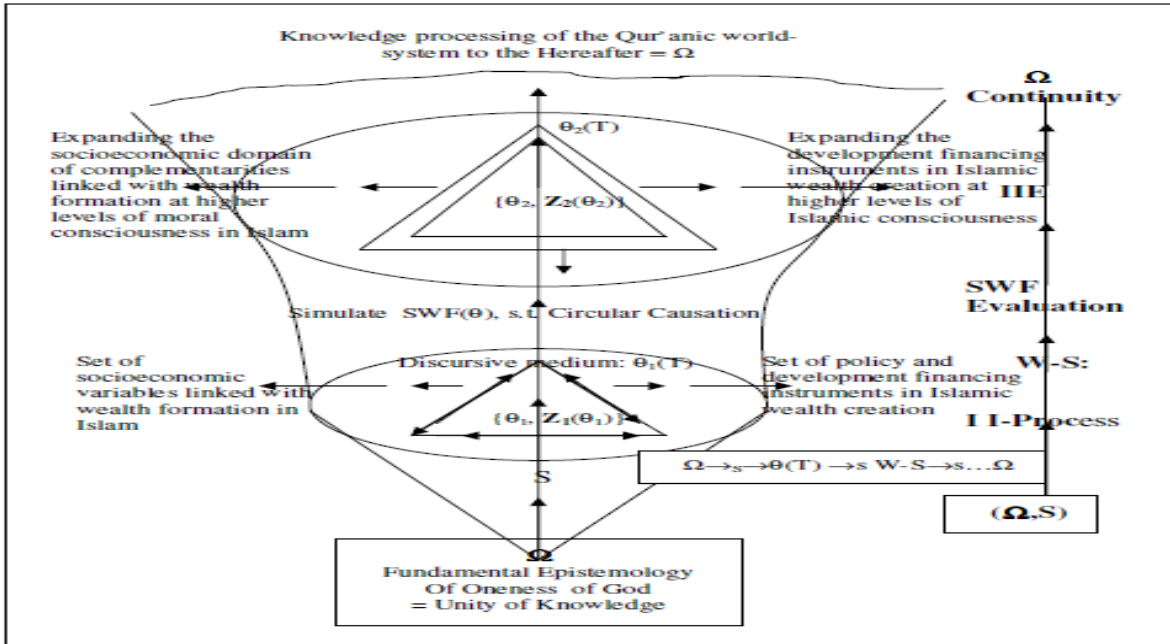
<sup>94</sup> Maddox, I.J. 1970, **Elements of Functional Analysis**, Cambridge, Eng: Cambridge University Press.



Şekil 26: Dairesel nedensellik Sosyal İyi Olma Fonksiyon konunun Simülasyonu.

### 5.5.5 Servet oluşturma Kur'an bilginin birliği tam Tevhidi fenomenolojik modeli

Kur'an fenomenolojik modelin yapı taşları ışığında, yukarıdaki tartışmalara dayalı refaha uygulamalı olarak bu modeli anlatmaktadır. Şekil 28'de önceki şekillerin kombinasyonu olarak anlaşılmaktadır.



Şekil 28: Servet oluşturma kur'ani bilginin birliği ve tam tevhidi entomolojik modeli

**Kaynak:** Choudhury, M.A. 2003, "Wealth and Knowledge", Chapter 14 of *Explaining the Qur'an, a Socio-Scientific Inquiry*, Lewiston, New York: The Edwin Mellen Press..

## **5.6 Servet yönetimi bankalar için önemli bir yatırım kararı süreci midir? Bankalar bu portföyleri nasıl yönetirler? Yapısal İslami servet yönetimindeki temel farklar nelerdir?**

Yatırım karar sürecinin durumu, Özel bankacılık ihtiyacı; Örgütsel birim, Yüksek Net Gelir Bireylerin özel müşterilerin (HNWI) Portföy yönetimidir.

### **5.6.1 Yatırım Amacı**

İade göreceli olarak belli bir kriterdir. Her profilin Stratejik Varlık Tahsisi (SAA), aşağıdaki tablo için kriterlerin uyumlu olması gerekmektedir. Hangi yatırım aracının daha çok verimli olduğunu saptamak için yararlı olmaktadır. Yıllık ve uzun vadeli getirileri müşteriler tarafından seçilen risk profillerini yansıtması gerekir.

### **5.6.2 Yatırım Felsefesi**

Ekonomi ve piyasalar hakkında düşünme tarzımız en iyi şekilde döngüsel bir yaklaşımı yansıtmalıdır. Bu temelde kolayca açıklanabilir bir yatırım yaklaşımı olmakla birlikte, aynı zamanda bir varlık tahsis modeli (Scorecard)'de yansıtılabilir. Bu disiplinli Model süreç odaklı kurumsal müşterilere ve her zamankinden daha sofistike özel müşteriler için önemlidir. Nakit, tahvil, hisse senetleri ve alternatif yatırımlarını dört farklı varlık sınıfına ayırdı.

- Sadece nakit SAA ve TAA performans hesaplamaları için ev parası öngörülmektedir.
- Tahvil gününde saa ev tahvilleri, gelişen pazar ve yüksek kapasiteli bağlar, bir çit oluşturmaktadır (bm genel gibi).
- Hisse senetleri, gelişmiş ve gelişmekte olan hisse senetleri de 60/40 bölgesel bölünmüş % 40 ile % 60 arasınada oransal olarak paylaştırılmıştır.
- Alternatif yatırımlar.
- BM geneline göre herhangi bir sıvı yatırımını da içerebilir.

Özel müşteriler olumsuz piyasa koşullarında sermaye koruması için risk toleransı ve risk yönetimiyle asimetrik olma eğilimindedir. Mutlak performans boyutunun Varlık Tahsisi ve Portföyü aşağıdaki bölümlerde olduğu gibi yatırım politikasını belirlerken dikkate alınmalıdır.

### **5.6.3 Karar ve Yatırım Süreci**

Portföy Dağılımı: Banka (Scorecard) geliştirilen portföy dağılımı modelinde disiplinli yatırım sürecinin merkezinde yer almalıdır. Modelin tarihsel testi güçlü ve yüksek performansını gösterir ; formül çok sağlam olsa da, sürekli olarak modeli geliştirmeyi hedeflemekteyiz. Yatırım sürecinde yatırım karar sürecinde bazı rehber modeller kullanılmaktadır. Modelden nicel giriş yatırım komitesi Banka J.Safra Sarasin (BJSS) yatırım uzmanları nitel girişi örnek alınabilir. IC BJSS yansız ve ilgili maksimum sapma (üç çentikler) arasında öz kaynak ağırlığı düzeyinde karar vermektedir. Kararlar demokratik bir oylama sürecinde nicel ve nitel faktörlere dayanarak alınmaktadır. Oylama sırasında her bir üyenin bir oyu vardır. Kararlar oyların çoğunluğu geçerli olmaktadır. Beraberlik durumundaise başkanın vereceği oy veya kullanacağı kanaat oy hakkı vardır. varlık Tahsis Komitesi (TAAC) IC BJSS bir alt komite ve daha detaylı özel istemci portföyler için TAA tanımlamaktadır. Hedefin, farklı varlık sınıfları / zayıf pozisyonları üzerinden nispi ile kıyaslayarak daha iyi performans beklenmektedir.

#### **5.6.3.1 Güven (Menkul değerinin) Seçimi**

Genel Kurallar çerçevesinde her varlık sınıfı komitesi, ilgili satın listesinden herhangi bir model portföyü için tüm menkul kıymeti seçmektedir. Liste TAAC tarafından onaylanıp ve düzenli performans yönetimi, mutlak ve nispi riskler için izlenmelidir.

ETF herhangi bir varlık sınıfında switt TAA için izin verecektir. Portföy Çeşitlendirilmesi yapılmış holdinglerde tek menkul kıymetler daha büyük ağırlığa sahiptir.

#### **5.6.3.2 Alternatif yatırımlar ve Bond Seçimi**

Ev tahvillerindee sabit getiri yönetimi AMBO tarafından yapılır ve AMBO tarafından IDP sabit geliri portföylerine göre sabit gelir komitesi (FIC), Özel müşteri hesapları yapı bloğu üzerinden ev bağları tutulmaktadır. AIBOS Komitesi (bazı üyeler FIC katılıyor) (ya da daha fazlası gerekirse) aylık bazda karşılayan performans sorumluluğu vardır, ve yapılandırılmış

sabit gelir ve alternatif ürünü gelişir. Tüm alt varlık sınıfları için gelişmekte olan piyasa tahvilleri (EM), yüksek verim tahvili (HY) ve yabancı para cinsinden tahvil (Fx), maksimum 10%’nuna izin verilir. AIBOS herhangi bir güvenlik uygulaması ve çıkış yöntemin üzerine karar verilebilir. Tek bağlar sorunlar BBB + (Baa1) en azından düşük derece de satın alınacak olması gerekir. Tahviller, para piyasası araçları ve yapılandırılmış ürünler ihracını su şekilde değerlendirir: verim düzeyi, verim değerlendirmesi ve süresine göre seçilmektedir.

### **5.6.3.3 Stok Seçimi**

SPM Öz kaynak toplantısı (SEM) aylık veya gerekirse daha sık karşılayan performans sorumluluğu seçebilir. Avaloq portföylerinin listesi (MoPo kart) takılır. Hisse senetleri dünya için Gelişmiş ve Gelişmekte olan ülkelerin tüm model portföyleri arasında bir yaklaşımı uygulanabilir.

### **5.6.3.4 Fon Seçimi**

Satın listesi için TAAC önerilen tüm fonların portföy yönetimi ve fon araştırmalarıyla analiz edilmelidir. Hem portföy yönetimi ve fon Araştırmaların eklemesi veya fon satın listeden bir fon dışlamasıyla yapılabilir. Satın listesindeki tüm fonların kontrolü düzenli olarak gözden geçirilmelidir. Tüm SPM Bir J. Safra Sarasin Fonu üçte birinden fazlasını, bir üçüncü taraf fonundan % 20’den fazla tutmamalıdır.

Başlatılan finans seviyeleri 12 aylık bir süre için aşılabılır. BYF Seçime karşı riskleri ve güvenlik kredilerinin göz önüne alınmasını gerektirmektedir.

Güvenlik Komitesi: Güvenlik evrenin KOMİTESİ (SUC) SPM görevi için tüm yatırım menkul kıymetlerinin uygunluğunu ve meşruiyetini yönetmektedir. Bir içsel derecelendirmede geçerli olmayan herhangi bir menkul kıymet için araştırması için (REES, AMSR) tarafından görevlendirilir. Bu kıymetler Avaloq BP güvenlik onayı için 5161421 Prosedürler tutulmaktadır: SUC talep geçici onayına bulunduğu en az 3 evet oy geçerlidir. (örneğin 5: 2 ya da 3: 0 duruma bağlı olarak).

### **5.6.3.5 Model portföyü**

TAAC kararı TAA'ya dayanmaktadır. SPM tüm SPM Yatırım profilleri için örnek portföylerini türemiştir. Model dosyalarını yakından IC BJSS stratejisi görüntüsüne hizalanmış ve mümkün olduğunca yakından TAA yansıtması gerekmektedir. Her bir modelin portföyü reel bazda SAA / TAA'dan portföy, Pozisyon boyutları, çekiciliği ve rekabet içeriği yanı sıra performans izlemesi ve sapmalardan sorumlu olan bir portföy yöneticisi tarafından izlenmektedir. Kriter olarak karşı portföy inşaatı aracı veya risk analizinin nicel sonuçları her model portföyünü optimize kullanılacaktır. Model portföy toplantısı (MoPo toplantısı) başkan SPM veya vekil başkanlığında ve genellikle haftalık karşılanmaktadır. SaraNet günlük yükleme ile modelin dosyalarını AVALOQ (sanal) tutulup, offertool bir besleyici olarak kullanılmaktadır. Ayrıca performans aylık olarak yayınlanmakta ve değerlendirilmektedir. Tüm Mevcut satış belgeleri, notları ve yatırım önerileri tez portföylerine güvenmektedir.

### **5.6.3.6 Portföy Uygulaması**

Öncelikle, SPM Uygulama Ekibi işlem yürütme sürecine göre sorumluluk sahibi olmaktadır. Ancak, her PM ile ilgili Avaloq model portföyüne göre atanan tüm portföylerin yönetilmesi istenir ve varlık tahsisi 5 gün içinde uygulanması gerekmektedir ancak 2 Gün içerisinde uygulanması amaçlanılmaktadır. Tüm dosyalarını herhangi bir varlık kategorisini için ilgili TAA +/- 5 puanlık bir tolerans bandı içinde olmak zorundadır. SPM Uygulama Ekibi / aynı risk ile tüm hesaplar için herhangi bir alım satımı yazılı talimat ile (yazılı CRM isteği bekleme örn. İmzalanmış istemci kısıtlama, portföy) engeller. Bir görev oluşturulduğunda veya bir risk profili değiştirildiğinde istemci farklı ilerleme için yazılı talimat vermedikçe, portföy bir ay içinde gerçek TAA ve Model portföyüne geri dönmesi gerekmektedir.

### **5.6.3.7 Yatırım kararlarının belgelendirilmesi ve iletişimi**

Toplantı sonrasında BJSS Başkanı TAA çerçevesinde alınan kararların iletişim ve çevirisinden sorumludur. IC BJSS kararları toplantı tutanaklarında belgelenmiştir. Geçerli TAA ve tüm yayınlar Sara internet ve basılı versiyonu mevcutuyla seçim komitelerinde alınan tüm yatırım kararlarını belgelenmiştir. Performans ise AMS veya başka bir bölüm tarafından ölçülecektir.

Portföy Riskinten Korunma: Mutlak performans yönelimi daha çok yatırım çağrılarını ile uygulanabilir türevleri ve diğer araçları kullanarak çitlerin izni elde edilecektir. TAAC özellikle SAA alt bandına öz kaynak kısmını aşağı riskten korunma A. talebi talep edebilirsiniz. B. para poz. C. sabit getirili menkul (kısa süreli kredi) maruz kalma, bu adımların hepsi genellikle istemci portföyü için risk düşürme veya implantasyon kolaylığı olarak görülmelidir.

#### **5.6.3.8 Belirli koltuk**

Aktifleştirilen görev zorunlu kılınarak normal SPM hesaplarının yatırım sürecini izlenir. Yatırıma maruz tüm varlık sınıfları arasında harfleme yöntemiyle fonlar elde edilir. Likidite oluşturma veya mevduatı olmayan yatırımlar olabilmektedir. Sabit getirili yatırım fonu (SICAV) aracılığıyla olmalı ve dağıtımını için Geri Alım sürecinde tüm Avrupa tasarruf fonlarını dışarıda bırakması gerekir. Öz kaynak sadece SICAV fonlarını dağıtmak değil ve kısa vadede riskten koruma için maksimum % 25 borç ile sermaye fonları yapılandırılmasına izin verilmektedir.

#### **5.6.3.9 Uygulama Kuralları**

Karşılaştırma / Stratejik Portföy Dağılımı: Mevcut yatırım politikası, özel bankacılık, IDP bakılarak bu inceleme portföy yönetimi ve IC BJSS tarafından her yıl yapılmaktadır.

Portföy Sınırlamaları: TAA maruz kalma tahvil ve Hisse Senedi ve alternatifler için +/- 10 puanlık için +/- 20 puanlık bir maksimum SAA sapabilmektedir. Güvenlik başına ve ihracı tarafından azami tahsis yatırım fonları hariç% 10'dur. Banka J.Safra Sarasin (maksimum% 20 hariç likidite) yapılandırılmış ürünler ve tahvil toplam holdingin ile Devlet tahvilleri, devlet garantili bono, yapılandırılmış ürünler, teminat altındaki araçlar (COSI) ve pozlama yukarıda belirtilen yayıncı sınırlamalarına tabidir.

- BBB (Örn. Baa3, BBB-) altında döndürüldüğünü Tahviller 30 iş günü içinde bir satmak gerektirir.
- Artık J. Safra Sarasin Sürdürülebilirlik Matrix tarafından yatırılabılır seviyede derecelendirilir ve Menkul kıymet 30 işgünü içinde satılmak zorundadır.

- Stoklar istek tutma yazılı müşteri talimatlarına veya kısıtlama sürecinde hesaplarda tutulmasına gerek kalmayabilir. Bunlar da 5 iş günü içinde satılmak zorundadır.

#### **5.6.3.10 Risk Yönetimi ve Kontrol**

Uyum Riski: Portföy yöneticisi portföy yatırım yönergelerine işlemlerin yanlısı ticarete uyumdan sorumlu değildir.

Ana kontrol aleti şunlardır:

- Portföy yöneticisi tarafından izlenmesi.
- AVALOQ kullanarak MFC tarafından görev üzerinde Ex-post uyum kontrolünün yapılması .

Ana odak tek menkul kıymetler, kaldıraç ve bant genişlikleri istemci kısıtlamaları getirilmesi, azami karşı Riski ve yoğunlaşma riski adı verilir.

Tüm kurallar direktife göre uygun olmak zorundadır. Hisse Senedi kapsamında, bölgesel ve yöresel bazda arıza kontrolü için +/-% 5 bant genişliği yatırımların bileşenlerinin (örnek: waterfund, sektör ETF, Stoxx 600) uygulanabilir değildir.

Operasyonel Risk: operasyonel risk yatırımları ilgili standart riskler tarafından belirlenir. Bir müşteri portföyünün performans riski AVALOQ üzerinde karşılaştırılabilir; portföy ve örnek portföylerine karşı sürekli olarak izlenmektedir. Bu Banka Yatırım karar sürecinin açısından yüksek ve Ara Net servet Müslüman ülkelerden gelen müşterileri için S & P, islam hukukunda bu süreçte kullanması, Şeriat Tarama sürecidir.

#### **5.7 İslam Hukukunun Uygulandığı Yatırım Teklifleri**

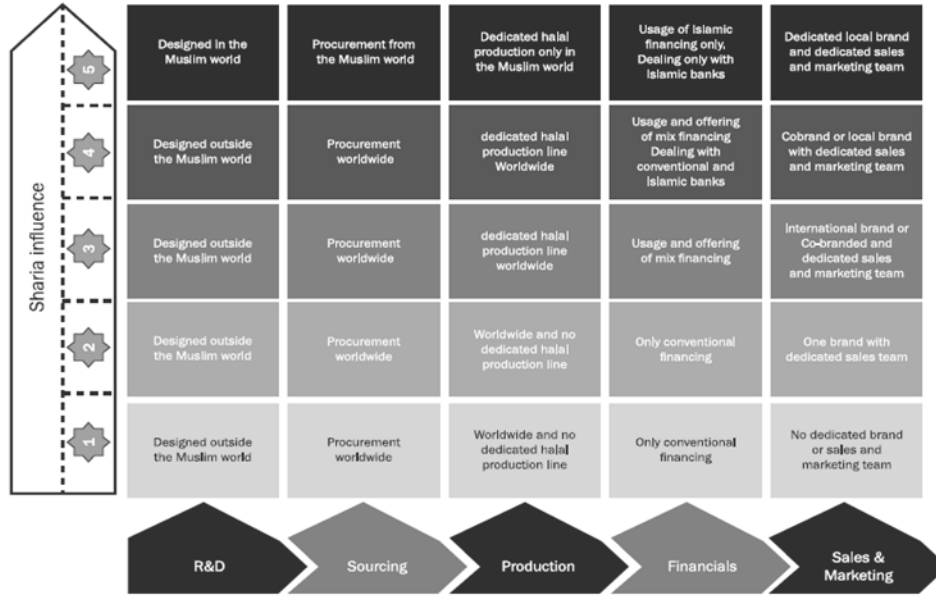
İslam hukukunda uygulaması mevcut çözümlere dayalı bir İslam hukuku oluşturmak için Müslüman ve hatta Müslüman olmayan yatırımcılara olanak sağlamaktadır. Onlar Kur'an tarafından tanımlanan açık yatırım kriterlerini benimseyerek karşılaştırılabilir aynı zamanda yatırılabılır indeksi yatırımcılara sunan çoğunlukla S&P İslam hukuku uyumlu indeksi kullanmaktadır. Endekslerinin geniş sermaye koruma ve coğrafi ve sektörel çeşitliliği de dahil



olmak üzere yatırımcı ihtiyaçları gibi her türlü hizmeti vermektedir. Mevcut üç ana İslam hukuku Endeksi Serisi aşağıda listelenmiştir.

1)S & P Global Benchmark İslam Hukuku Endeksi Serisi gelişmiş ve gelişmekte olan göstere endekslerinden oluşmaktadır. 2)S & P Global Yatırım Yapılabilir İslam hukuku Endeksi, her pazarın hem temsilcisi ve bunların altında yatan endeksleri yüksek korelasyon ile bölgesel ve ülke endekslerini içermektedir. 3)S & P Global Strateji Şeriat Endeksi Serisi belirli bir strateji, mülkiyet, altyapı ve sağlık sektörlerindeki endeksleri içermektedir. 4)Tüm temel endeks bileşenlerinin Kur'anın yasalarına uygunluk bakımından taranmaktadır.

#### The impact of Sharia influence



Source: Bank Sarasin, A.T. Kearney

Şekil 27: İslam hukukunun Etkisi

Banka Derecelerinde İstihbarat Ortakları (RI), küresel İslami yatırım pazarı için çözümlerinde uzmanlaşmış Kuveyt merkezli danışmanlık şirketi tarafından yürütülen İslam hukuku taramasının atfen kullanılmaktadır. RI bir İslam hukuku denetleme kurulu, iş sorunları yorumlamak, endeksleri ile ilgili eylem tavsiyesinde bulunmak için İslam alimleriyle ortaklaşa çalışmaktadır. Her iki grup da, İslam hukuku endeksi gün be gün bakımı için

bağımsız ve objektif kurallar uygulayarak banka Komitesi ile işbirliği yapılmaktadır. Altta yatan endeks bileşenleri için İslam hukuku uyum gösterimleri ortaya çıkar ve genellikle iki ana kategoriye ayrılır:

#### **5.7.1 Sektör Bazlı tarama**

Bazı işletmeler ürünlerini İslam hukukuna uyumsuz olarak kabul edilen işlemleri içerebilir. Bu faaliyetlere örnek olarak kumar, pornografi, helal olmayan ürünler ve alkol sayılabilir.

#### **5.7.2 Muhasebe Tabanlı tarama**

Bazı şirket finansal oranları ihlal edebilir, burada nakdi ve gayri nakdi iş faaliyetlerinden türetilen gelirlerinin payı vardır. Bu sınırlamaların bazıları mutlak olmayabilir, İslam hukuku Denetleme Kurulu, bir endeks ile endeksine uyum tespitleri yapan hisse senedi bazında incelemeye tabi tutmaktadır.

### **5.8 Çalışmanın Bulguları**

Bu araştırma İslami servet yönetimi perspektifini belirlemeden önce İslam hukukunun hedef ve ilkelerinin anlamayı gerektirdiğini belirtmektedir. İslami servet oluşturma modellerinin tamamlayıcı sosyoekonomik modellerle servet oluşumunda Qur'anic Phenomenological Model kapsamlı olarak TSR (Tevhidi Bağ İlişkileri) İslam hukuku yasasında ahlaki bilincin yüksek olması gerektiğini belirtir.

Özel varlık yönetimi bankası olan J. Safra Sarasin Bankası'nın yatırım kararları, müslüman müşterileri için İslam hukukuna uygunluk esas alınmıştır. Banka bu noktada iki yöntem kullanmaktadır.

Sektör Bazlı Gözlem: Bazı işletmelerin İslam hukukunda uygun bulunmayan ürün ve hizmetlerinin bulunması bu faaliyetlere yatırım yapılmasını önlemektedir. Bu faaliyetler şu şekilde sıralanabilir kumar, pornografi ve alkol giibi faaliyetleri çermektedir.

Muhasebe Bazlı Gözlem: bazı şirketler finansal durumlarında makuliyet ölçütünü aşmış olabilirler. Bunlar şu şekilde sıralanabilir: Borcun öz sermayeye oranı, nakit ve uygun olmayan (İslama göre yasak olan) işletme faaliyetlerinden elde edilen gelirlerin payı gibi parametrelerden oluşmaktadır. Bu sınırlamaların yeterli olmadığından İslam hukuku Teftiş Kurulu tek tek endekslere, mevcut mala göre uygunluk kararı verir. Terminoloji bakımından İslami ve klasik finansal sistem arasında temel bir farklılık bulunmamaktadır. Bu gerçeğe karşın İslami finans sistemi ilkeler ve hedefler bakımından geleneksel muadilinden farklılık göstermektedir. Bu nedenle Müslüman yatırımcılar dini prensiplere dayalı, alternatif bir varlık yönetimi sistemi arayışındadırlar.

## 5.9 SONUÇ

Bu çalışmanın ana konuları dikkate alınır, Konvansiyonel ve İslami bakış açısından servet planlama ve yönetimini incelemektedir. Ayrıca bu çalışma, İslami varlık yönetiminin geleneksel varlık yönetiminden nasıl ayrıldığını ortaya koymaktadır.

Varlıkların (servet) optimum portföylere dağılımını, hisse senetlerinin (geleneksel ve İslami) ve emtia kombinasyonu ile oluşan optimize portföylerin risk-getiri profillerini ortaya koymuştur. Yatırım, varlık birikimi, emeklilik planları varlık ve hayat tarzının korunması, varlık planlamasında tekâfülün rolü, tekâfülün İslam hukukuna uygulanabilirliği incelenmiştir. Ayrıca geleneksel sistemden farklarını inceleyerek, geleneksel ve İslami çerçevede High Net Worth bireylerinin servetini yöneten özel bankaların yatırım karar süreçleri ortaya konmuştur. Portföylerin hisse senedi dağılımı ve performansının (İslami ve geleneksel hisse senetleri) Sharpe oranı kullanılarak incelenmiştir. (1996-2003) (2004-2012) verileri Gelişmiş ve Gelişmekte olan ülkelerin global hisse senedi pazar performansını ölçen kapsayıcı endekse dayanan S&P ve Küresel BMI'den alınmıştır. Çalışma dönemi boyunca genel ve kademeli olarak İslami ve geleneksel portföylerin çeşitlendirilmesindeki yararlarından bahsedilmiştir. Bölümlerden elde edilen sonuçlara göre, optimum portföy değişimini İslami hisse senedi, hisse senedi-mal portföylerinin risk seviyesini en aza indirerek, niteliksel ve niceliksel İslam hukuku

tarama sürecine bağı olarak İslami hisselerin varlıklarıyla geleneksel model karşısında çeşitlendirme de başarısız olmuştur.

Bu çalışma ayrıca, varlık yönetiminde İslami çerçeveyi belirlemek için, varlık yönetimi ile ilgili yasal emirleri yerine getirmekten daha çok, inanç, benlik, akıl, nesilleri ve varlıkları korumaya yönelik İslam hukuku prensiplerini anlamayı içermektedir.

Bu çalışmada çift pencere sistemine sahip olan özel varlık yönetiminin Müslüman müşterilerin yatırımlarını değerlendirmek için müşterilere İslam hukuku tarama sürecinde kullanan İslami varlık yönetiminin iki metodunu paylaşıldı:

Sektör Bazlı metot: Bazı işletmeler kabul edilemez yada uygun olmayan mal ve hizmet sunmaktadır. Bu faaliyetlere örnek olarak kumar, pornografi ve alkol sayılabilir.

Muhasebe Tabanlı metot: Bazı şirketlerin mali tabloları uygun ölçümleri bozabilmektedir; bu odağın üç alanı vardır, baskı, nakit ve uygun olmayan iş faaliyetlerinden elde edilen gelirlerin paylaşılması gibi. Bu sınırlamaların bazıları mutlak olmayabilir ama İslam Hukuku Denetleme Kurulu, endeks , hisse senedi, yada benzeri şekilde uygun belirlemeler yapmaktadır.

### Bulguların Özeti

Yöntemler	Amaç	Ana Bulgular
<b>Ampirik Yaklaşımı:</b> (SPM), Sharpe Portföy Modeli ,Sharpe oranı Portföy varlık tahsisi ve performansı (klasik ve İslami hisse senetleri: (1996 - 2003) Veriler Gelişmiş ve Gelişmekte olan ülkelerin global hisse senedi pazar performansını ölçen kapsayıcı endekse dayanan S & P Küresel BMI'den alınmıştır.	1. Optimum portföylere nakit (Servet) dağılımı ve hisse senetlerini (konvansiyonel ve İslami) ve emtiayı birleştirerek optimize portföylerin risk-getiri profilleri tahsisini araştırılmıştır.	İslami ve klasik portföylerin farklılık yararları genel olarak zamanla değişir ve araştırma süresinde kademeli olarak sıkışmaktadır. Optimum portföylerin bileşimi portföy risk seviyesini azaltarak, sonuçlara göre İslami öz kaynak-mal portföyleri de, bölümler halinde değişir, miktar ve kalite İslam hukuku izleme süreciyle İslami öz kaynakların daha az mal

		bileşimi nedeniyle klasik karşılığı ile daha yüksek farklı yararları sağlayamamıştır.
<p><b>Tanımlayıcı Yaklaşımı:</b> İslami varlık yönetimi geleneksel varlık yönetiminden nasıl ayrıştırılır? Yatırım ve varlık birikimi, emeklilik planlaması ve programları, varlık ve yaşam tarzının korunması için önemli hedefleri ve araçları içerir.</p>	<p>2. Yatırım ve nakit birikimi, emeklilik planlaması, varlık ve yaşam tarzı korunması, varlık planlamasında Sigorta ve Tekafül'ün rolü ve İslam hukukuna uygulanabilirliği ile karşılaştırıldığında nakit transferinin anahtar hedeflerini ve amaçlarını araştırmaktır.</p>	<p>Servet yönetiminde İslami çerçeveyi belirlemek için, varlık yönetimi ile ilgili yasal emirleri yerine getirmekten daha çok, inanç, benlik, akıl, nesilleri ve varlıkları korumak için önce İslam hukuku hedeflerini ve prensiplerini anlamayı İslami yasaların(Maqsid el-şariat) amaçlarını anlamayı gerektirdiğini göstermektedir.</p>
<p><b>Ampirik Yaklaşımı:</b> Servet oluşturma konusunda Kuran'dan türetilen bilginin birliğine ilişkin nihai fenomenolojik modelin esaslarını oluşturur.</p>	<p>3. İslami çerçeveden servet oluşturulmasını ve geleneksel sistemden farkını incelemektir</p>	<p>İslami zenginlik oluşturma, İslam'daki moral bilinci ile bağlantılı tamamlayıcıların sosyoekonomik altyapısının genişlemesi olan Kuran Fenomenolojik Modeli ile</p>

		<p>birlikte zenginlik formasyonu gibi kapsamlı bir TSR'yi, ve İslami zenginlik oluşturmada politikalar oluşturma ve finansal araçların geliştirilmesini vurgulamaktadır.</p>
<p><b>Alan araştırması</b></p>	<p>4. Konvansiyonel ve İslami çift pencere sistemine sahip olan, Yüksek Net değer Bireylerin varlıklarını yöneten özel bankaların yatırım kararı sürecini araştırmaktır.</p>	<p>Çift pencere sistemine sahip olan özel varlık yöneticilerinin bankalarının, Müslüman müşterilerin yatırımlarını göz önünde tutmak için Müslüman müşterilere İslam hukuku tarama sürecini kullanan İslami varlık yönetimi iki metot sunar:</p> <p>Sektör Bazlı: Bazı işletmeler ele alındığında İslami açıdan kabul edilemeyen yada uygun olmayan mal ve hizmet sunmaktadır. Bu faaliyetlere örnek olarak kumar, pornografi ve alkol sayılabilir.</p> <p>Muhasebe Tabanlı: Bazı şirketlerin mali oranları uygun ölçümleri bozabilir; odağın üç alanı vardır, baskı, nakit ve uygun olmayan iş faaliyetlerinden elde edilen gelirlerin paylaşılması. Bu sınırlamaların bazıları mutlak olmayabilir, Şeriat Denetleme Kurulu, endeks, hisse senedi yada benzeri şekilde uygun belirlemeler yapmaktadır.</p>

## **KAYNAKLAR**

Affandi, M, Islam and Wealth: **The Balance Approach to Wealth Creation, Accumulation and Distribution**, Pelanduk Publication, Selangor, 2001.

AIMR. 2003. “**The Global Investment Performance Standards (GIPS®) Handbook.**” CFA Institute.

Chapra, M.Umer (2008), **The Islamic Vision of Development in Light of Maqasid al Shari'ah**, International Institute of Islamic Thought, London.

Choudhury, M.A. 2003, “**Wealth and Knowledge**”, Chapter 14 of Explaining the Qur'an, Socio-Scientific Inquiry, Lewiston, New York: The Edwin Mellen Press.

Datuk Dr. Syed Othman Alhabshi, **Islamic Wealth Planning and Management**, 2nd edition, Kulalambur, 2012.

Frank J. Travers. 2004. “**Investment Manager Analysis: a comprehensive guide to portfolio selection, monitoring, and optimization.**” Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons.

Hallaq, Wael B(2004), **A History of Islamic Legal Theories: An Introduction to Sunni Usul al-Fiqh**, Cambridge University Press, Cambridge.

James W. Bronson, Matthew H. Scanlan, Jan R. Squires. 2005. “**Managing Individual Investor Portfolios.**” CFA Level III Candidate Readings Book 2. 31-110.

John L. Maginn, Donald L. Tuttle, Dennis W. McLeavey, Jerald E. Pinto. 2005. “**The Portfolio Management Process and The Investment Policy Statement.**” *CFA Level III Candidate Readings Book 2.* 4-30.

Martin Nissenbaum, et al, Earnst & Young's, **Personal Financial Planning Guide**, Third Edition, John Wiley, New York, 2004.

Maude, David (2006), **Global Private Banking and Wealth Management: The New Realities**, John Wiley & Sons, Inc.

McLean, A. & Eldred, G.W. **Investing in Real Estate**, Fifth Edition, John Wiley & Sons, 2005.

Michael Masterson, **Automatic Wealth: The Six Steps to Financial Independence**, Agora Series, 2006.

Mindel, Norbert M. and Sarah E. Sleight (2010), **Wealth Management in the New Economy**, John Wiley & Sons, Inc.

Rasban S, 2006, **Personal Wealth Management for Muslims (PWMM)**, HTHT Advisory Ser-vices Pte Ltd, Singapore.

Reilly, F. K. & Brown, K.C. **Investment Analysis and Portfolio Management**, 7th Edition Thomson South-Western, Ohio, 2003

Robert A. Strong. 2000. **Portfolio Construction, Management & Protection**, 2nd Edition, South Western College, Cincinnati, Ohio.

Robert A. Strong. 2000. **“Portfolio construction, management, & protection.”** 2nd ed Cincinnati, Ohio, South Western College.

Rusell L. Olson 1999. **The Independent Fiduciary**. John Wiley & Sons, Inc.

Suze Orman, **The Road To Wealth: A Comprehensive Guide to Your Money**, 2003

Yusuf al-Qardawi, **The Lawful and the Prohibited in Islam, Translated by Kamal El-Helbawy**, M. Moinuddin Siddiqi and Syed Shukry, Islami Book Trust, Kuala Lumpur, 1994.



## **Araştırma ve Akademik Makaleler**

Al-Zuhayli, Wahbah (2002), **Al-Fiqh al-Islami waAdillatuh. Juz. 4, Damsyik**: Dar al-Fikr  
Al-Zuhayli, Wahbah (1984), **Fiqh Perundangan Islamterj. Vol. IV, Kuala Lumpur** : DBP  
AIMR. 2003. “**The Global Investment PerformanceStandards (GIPS®) Handbook.**”  
CFA Institute.

Basel (2012). **Islamic Wealth Management Report 2012**, Basel: Bank Sarasin.

Biraima, A.H. 1998/1999, “**From rationalities to righteousness: a universal theory of action**”,*Humanomics*, Vol. 14, No. 4 and Vol. 15, No. 1, pp. 207-63.

Chapra, M. Umer (1988). “**Economic Development in Muslim Countries: A Strategy for Development in the Light of Islamic Teachings,**” pp. 128-166 (129) in Misbah Oreibi (ed.), *Contribution of Islamic Thought to Modern Economics: Proceedings of the Economics Seminar Held Jointly by Al Azhar University and the International Institute of Islamic Thought*, Cairo, 1988/1409, Vol. II.

Chapra, M.Umer (2008), **The Islamic Vision of Development in Light of Maqasid al Shari'ah**, International Institute of Islamic Thought, London.

Choudhury, M.A. 2003, “**Wealth and Knowledge**”, **Chapter 14 of Explaining the Qur'an, a Socio-Scientific Inquiry**, Lewiston, New York: The Edwin Mellen Press.

Choudhury, M.A. 2006, **Circular Causation Model in the Koran**, Lewiston, New York: The Edwin Mellen Press.

Choudhury, M.A. forthcoming, **The Universal Paradigm and the Islamic Socio-Scientific System**, Singapore: World Scientific Publication.

Chorafas, Dimitris N. (2006), **Wealth Management: Private Banking, Investment**

**Decisions and Structured Financial Products**, Elsevier.

Christian S. Pedersen, Ted Rudholm-Alfvin. 2003. “**Selecting a risk-adjusted shareholder performance measure.**” Journal of Asset Management. Oct 2003. 152.

Credit Suisse Research Institute (2014). **Global Wealth Report 2014**, [https://infocus.credit-suisse.com/data/\\_product\\_documents/\\_shop/368327/2012\\_global\\_wealth\\_report.pdf](https://infocus.credit-suisse.com/data/_product_documents/_shop/368327/2012_global_wealth_report.pdf).

C.R. Tyser.B.A.L (t.t) **The Mejelle, English translation of Al-Majallah Al-Ahkam Al-‘Adliyyah**,Lahore: The BookHouse.

Gregory Kenneth. 1989. “**Asset Allocation Options for CPA-Planners.**” Journal of Accountancy. Sep 1989. 96.

DBS (2011), **Alternative Investments: An Introduction, CIO Office**, 21 November 2011, DBS.

Don. Phillips, Joan Lee. 1989. “**Differentiating Tactical Asset Allocation From Market Timing,**” FinancialAnalysts Journal. Mar/Apr 1989. 14.

Donald L. Tuttle, John L. Maginn. 1983. “**Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process.**” Warren, Gorham & Lamont.

Ernst & Young (2012), **The World Takaful Report 2012, Industry growth and preparing for regulatory change**, April 2012, Ernst & Young

Eric H. Sorensen, Keith L. Miller, Vele Samak. 1998. “**Allocating between active and passive management,**” Financial Analysts Journal. Sep/Oct 1998. 18

Eurekahedge (2011), “**2011 Key Trends in Islamic Funds**”, September 2011,

www.eurekahedge.com

Faizah Hj Ismail (1995), **Asas-asas Muamalah Islam**. KL: DBP

Capgemini/RBC Wealth Management (undated), **The World's Wealth 2011**,  
[http://www.capgemini.com/services-and-solutions/by-industry/financial-services/solutions/wealth/worldwealthreport/worlds\\_wealth/](http://www.capgemini.com/services-and-solutions/by-industry/financial-services/solutions/wealth/worldwealthreport/worlds_wealth/).

Hallaq, Wael B(2004), **A History of Islamic Legal Theories: An Introduction to Sunni Usul al-Fiqh**, Cambridge University Press, Cambridge.

Ibn Ashur, M.A. (2006),**Treatise on Maqasid al-Shari'ah**, International Institute of IslamicThought, Herndon.

James H. Wilson, William G. Droms. 1999. "**Don't put all your eggs in one basket**", Journal of Accountancy. Jan 1999. 24.

James D. MacBeth, David C. Emanuel. 1993. "**Tactical asset allocation: Pros and cons.**" Financial AnalystsJournal, Nov/Dec 1993. 30.

Keith C. Brown. 2003. "**Investment Analysis AndPortfolio Management.**" Thomson Learning.

Kharofa, Ala' Eddin (1997), **Transaction in Islamic Law**. Kuala Lumpur : AS Noordeen.

Hakan Saraoglu, Miranda Lam Detzler. 2002. "A Sensible Mutual Fund Selection Model." Financial Analysts Journal.May/June 2002. 60-72.

Leitner, Chuck, Asieh Mansour and Sandy Naylor (2007), **Alternative Investments in Perspective**, RREEF Research, Deutsche Bank.

Leibowitz, L. Martin, Anthony Bova. 2005. “**Allocation Betas.**” Financial Analysts Journal. Jul/Aug 2005. 70

Maddox, I.J. 1970, **Elements of Functional Analysis**, Cambridge, Eng: Cambridge University Press.

Manjoo, Faizal Ahmad (2012), “**The UK legal reforms on pension and the opportunity for Islamic pension funds**”, Journal of Islamic Accounting and Business Research, 3 (1), 39-56.

Mark. Kritzman, Sebastien Page. 2002. “**Asset allocation versus security selection: Evidence from global markets**”, Journal of Asset Management. Dec 2002. 202.

Maude, David (2006), **Global Private Banking and Wealth Management: The New Realities**, John Wiley & Sons, Inc.

Michelle McCarthy. 2000. **Risk Budgeting: A New Approach to Investing**. Risk Waters Group Ltd. 2000.103-130.

Michael C. Ehrhardt, John M. Wachowicz, Jr. 1990 “**Tactical Asset Allocation (TAA): A Tool for the Individual Investor.**” Review of Business. Winter 1990/1991. 9.

Mindel, Norbert M. and Sarah E. Sleight (2010), **Wealth Management in the New Economy**, John Wiley & Sons, Inc.

Mohamad Nabil Mohamad Shukri, Asharul Huzairi Mohd Mansor, Razli Ramli, Ahmad Tarmidzi Al-Muttaqi Mahmood, Muhammad Hadi Abdullah.2005. “**Joint Tenancy with The Right Of Survivorship and Shariah: A Brief Discussion.**” Islamic Finance Bulletin. Rating Agency Malaysia. March 2005. 1-7.

Mohamed Nabil Mohamed Shukri, Huzairi Mohd Mansoor, Razli Ramli, Ahmed Tarmidzi Al-Muttaqi, Muhammad Hadi Abdullah, Hasleenda Onn.2005”**Short-Selling, Borrowing and**

**lending: Shariah Perspective (Part 1)**".Islamic Finance Bulletin. Rating Agency Malaysia. June,2005.1-4.

Mohamed Nabil Mohamed Shukri, Huzairi Mohd Mansoor, Razli Ramli, Ahmed Tarmidzi Al-Muttaqi, Muhammad Hadi Abdullah, Hasleenda Onn.2005"**Short-Selling, Borrowing and lending: Shariah Perspective (Part 2)**".Islamic Finance Bulletin.RatingAgency Malaysia. September, 2005.1-5.

Mustafa Ahmad al-Zarqa' (1967), **al-Madkhal al-Fiqhal-'Am (al-Fiqh al-Islami fi Thawbih al-Jadid)**. Beirut, Dar al-Fikr, juz 3.

Oracle (2008), **Takaful – Meeting the Growing Need for Islamic Insurance**, Oracle White Paper, May 2008.

Paula E. Chauncey. 2002. "**Asset allocation--is it or isn't it?**" Journal of Financial Service Professionals. Nov 2002. 76.

Roger G. Ibbotson, Paul D. Kaplan. 2000. "**Does asset allocation policy explain 40, 90, or 100 percent of performance?**" *Financial Analysts Journal*. Jan/Feb 2000. 26.

Shatibi, Imam, trans. Abdallah Draz, undated, *Al-Muwafaqat Fi-Usul Al-Shari'ah*, Cairo, Egypt:Al-Maktabah Al-Tijariyah Al-Kubra.

Siddiqi, M. Nejatullah (2006), "**Islamic Banking and Finance in Theory and Practice: A Survey of State of Art.**" *Islamic Economic Studies* 13 (2):1-48.

Steven R. Thorley. 1995. "**The time-diversification controversy.**" *Financial Analysts Journal*. May/June 1995. 68.

Susan Trammell. 2005. "**Islamic Finance.**" *CFA Magazine*. March-April 2005. 17-23.

Sztompka, P. 1991, **Society in Action, The Theory of Social Becoming**, Chicago, IL: The University of Chicago Press.

Syams al-Din Muhammad b. Muhammad al-Khatib al-Syarbini (1995), **Mughni al-Muhtaj 'ila Ma'rifah Ma'ani'Alfaz al-Minhaj**. jilid 2, Beirut: Dar al-Fikr.

The translation of Qur'anic verses are from A. Yusuf Ali, The Holy Qur'an, Text, Translation and Commentary.

Ton van Welie, Ronald Janssen, Monique Hoogstrate. 2004. "**An Integral Approach to Determining Asset Allocations**" Journal of Financial Planning. Jan 2004. 50.

Waggle, Doug, Moon Gisung. 2005. "**Expected returns, correlations, and optimal asset allocations.**" *Financial Services Review*. Fall 2005. 253.

William Jahnke. 2003. "**Active asset allocation.**" Journal of Financial Planning. Jan 2003.38

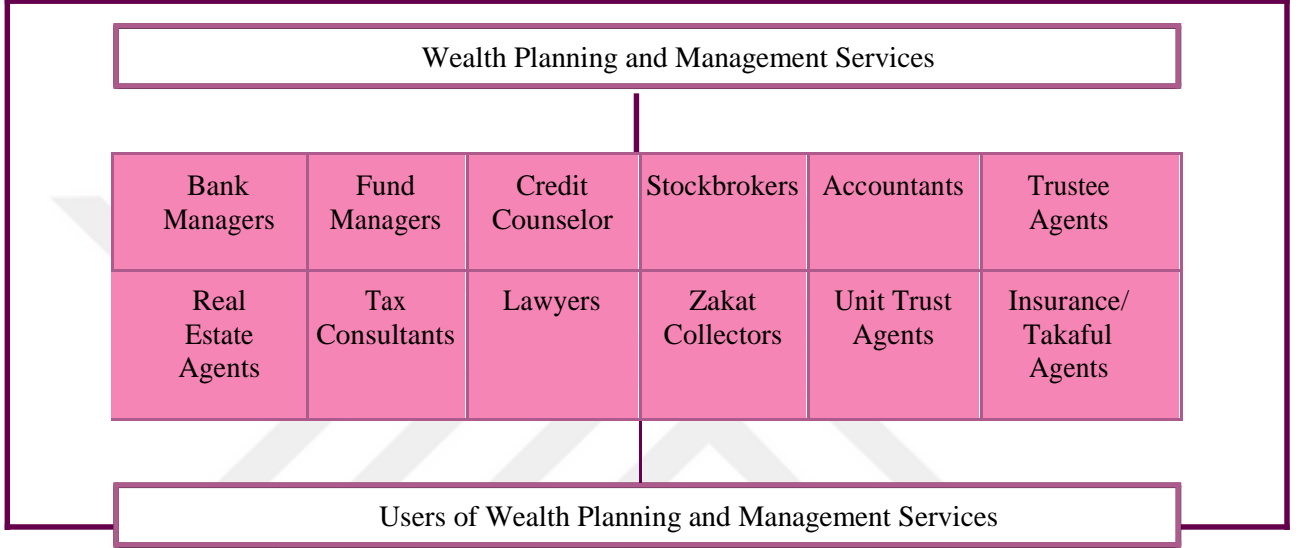
Zaidan, 'Abd al-Karim (1987), **Al-Wajiz fi Usul al-Fiqh**. Cet. 2, Beirut : Muassasah al-Risalah.

Zvi Bodie. 2003. "**Applying Financial Engineering to Wealth Management.**" Investment Counseling for Private Clients V. AIMR 2003. 3-8.

Z. Bodie, D. Crane. 1997. "**Personal Investing: Advice, Theory and Evidence.**" *Financial Analysts Journal*, Nov/ Dec 1997.

## EKLER

### EK 1: Kullanıcılar ve Servet Planlaması ve Yönetimi Hizmetleri Sağlayıcıları



## EK 2: S & P Global Benchmark Şeriat Endeksi Serisi

Index Characteristics						
BLOOMBERG™ Tickers						
Price Return		Total Return			Float Adj	Number of
USD	EURO	USD	EURO		Market Cap	Issues
(US\$ Billion)						
S&P Global Benchmark Shariah Index Series						
SPSHGLUP	SPSHGLEP	SPSHGLUT	SPSHGLET	S&P Global BMI Shariah	15,043.4	3,725
SPSHWDDP	SPSHWDEP	SPSHWDDT	SPSHWDET	S&P Developed BMI Shariah	13,234.9	2,671
SPSHLCUP	SPSHLCEP	SPSHLCUT	SPSHLCET	S&P Developed Large/MidCap Shariah	11,454.3	647
SPSIISCU <sup>P</sup>	SPSIISCE <sup>P</sup>	SPSIISCU <sup>T</sup>	SPSIISCE <sup>T</sup>	S&P Developed SmallCap Shariah	1,760.6	2,024
SPSHEKUP		SPSHEKUT		S&P Emerging EMI Shariah	1,808.5	1,054
SPSHERDP	SPSHEREP	SPSHERDT	SPSHERET	S&P Europe 3MI Shariah	3,146.1	493
SPSHNADP	SPSHNAEP	SPSHNADT	SPSHNAET	S&P North America BMI Shariah	8,061.0	1,347
SPSHAPDP	SPSHAPEP	SPSHAPDT	SPSHAPET	S&P Asia Pacific BMI Shariah	1,959.4	811
SPSHPJDP	SPSHPJEP	SPSHPJDT	SPSHPJET	S&P Asia Pacific Ex-Japan BMI Shariah	1,039.5	419
SPSHPADP	SPSHPAEP	SPSHPADT		S&P Pan Asia BMI Shariah	3,075.7	1,611
SPSHAJDP	SPSHAJEP	SPSHAJDT	SPSHAJET	S&P Pan Asia Ex-Japan BMI Shariah	2,155.8	1,219
SPSHAXDP	SPSHAXEP	SPSHAXDT	SPSHAXET	S&P Pan Asia Ex-Japan Ex-Aus Ex-NZ BMI Shariah	1,675.2	1,049
S&P Global Investable Shariah Index Series						
SPSHX	SPSHXE	SPSHXT	SPSHXET	S&P 500 <sup>®</sup> Shariah	6,153.9	222
TXSI (CS)				S&P/TX 50 Shariah (CS)	530.6	27
SPSHEJ	SHE	SPSHEJT	SPSHET	S&P Europe 350 <sup>®</sup> Shariah	2,687.4	98
SPSHJJ	SHJ	SPSHJUT	SPSHJT	S&P Japan 600 <sup>®</sup> Shariah	818.1	172
SPSHTXU	SPSHTX	SPSHTXUT	SPSHTXT	S&P/TOPIX 150 Shariah	607.7	52
SPSHAS	SPSHASE	SPSHAST	SPSHASET	S&P Pan Asia Shariah	951.2	60
SPSHEM	SPSHEME	SPSHEMT	SPSHEMET	S&P/IFCI Large-MidCap Shariah	1,855.7	361
SPSHG	SPSHGE	SPSHGT	SPSHGET	S&P GCC Shariah Composite	148.6	161
SPSHGI	SPSHGIE	SPSHGIT	SPSHGIET	S&P GCC Shariah Investable	49.7	56
SPSHPA	SPSHPAE	SPSHPAT	SPSHPAET	S&P Pan Arab Shariah Composite	173.0	204
				S&P Pan Arab Shariah Investable	74.2	99
INSHC500				S&P CNX 500 Shariah	57,080.7	194.0
INSHNIFT				S&P CNX Nifty Shariah	237.3	30.0
S&P Global Strategy Shariah Index Series						
SPSHGU	SPSHGUE	SPSHGUT	SPSHGUET	S&P Global Property Shariah	111.7	50
SPSHWU	SPSHWUE	SPSHWUT	SPSHWUET	S&P Developed Property Shariah	87.7	22
SPSHGH	SPSHGHE	SPSHGHT	SPSHGHET	S&P Global Healthcare Shariah	1,811.0	67
SPSHIF	SPSHIFE	SPSHIFT	SPSHIFET	S&P Global Infrastructure Shariah	25.1	13
SPSHBR	SPSHBRE	SPSHBRT	SPSHBRET	S&P BRIC Shariah	536.5	30



**Ek 3: Servet Yönetimi Bilançosu**

<p><b>Assets (Things You Own That Have Cash Value)</b></p> <p><b>Liquid assets (their cash value)</b>                  Cash on hand \$ _____                  Checking accounts _____                  Money market funds _____                  Certificates of deposit _____                  Savings Bonds _____                  Savings accounts _____                  Cash value of insurance policies _____</p> <p><b>Securities (current market value)</b>                  Stocks _____                  Mutual fund shares _____                  Bond certificates _____</p> <p><b>Nonmarketable investments</b>                  Tax shelters/annuities _____                  Equity in company pension plans _____                  IRAs _____</p> <p><b>Durable possessions (resale value)</b>                  Automobiles _____                  Other motor vehicles _____                  Bicycles/motorcycles _____                  Mobile home _____                  Household furnishings _____                  Antique furniture _____                  Sports or hobby equipment _____                  Stereo, record player _____                  Jewelry, furs, silverware _____                  Collections _____</p> <p><b>Loans receivable (owed to you)</b>                  Real property                  House or condominium _____                  Other real estate _____</p> <p><b>TOTAL ASSETS \$</b> _____</p>	<p><b>Liabilities (What You Owe)</b></p> <p><b>Home mortgage/other real estate loans</b> (balance owed) \$ _____</p> <p><b>Bills owed for goods and services</b> (balance due on monthly credit card statement) _____</p> <p><b>Instalment credit contracts (remaining balance)</b>                  Auto _____                  Furniture or appliances _____                  Mobile number _____                  Home improvement _____                  Other _____</p> <p><b>Cash loans (balance owed)</b> _____</p> <p><b>Taxes due</b>                  Income _____                  Property _____</p> <p><b>Loans Against insurance Policies</b> _____</p> <p><b>Notes payable</b> _____</p> <p><b>TOTAL LIABILITIES \$</b> _____</p> <p><b>To find your net worth, subtract your total liabilities from total assets.</b>                  Total assets (what you own) \$ _____                  Total liabilities (what you owe) \$ _____</p> <p><b>NET WORTH \$</b> _____</p>
---	---

#### EK 4: Bütçelenmiş ve Gerçek Harcamalarının Kayıt

Record of Budgeted and Actual Expenditures

Date started \_\_\_\_\_

Date ended \_\_\_\_\_

	Amount Planned or Budgeted Per Month	Actual Month 1	Actual Month 2	Actual Month 3	Actual Month 4
Income					
Expenses					
<i>Housing</i>					
<i>Utilities</i>					
<i>Insurance/Takaful</i>					
<i>Transport</i>					
<i>Food</i>					
<i>Clothing</i>					
<i>Entertainment</i>					
<i>Saving/ investments</i>					
<i>Health care</i>					
<i>Family</i>					
<i>Personal care</i>					
<i>Donations</i>					
<i>Education</i>					
<i>Professional exp.</i>					
<i>Miscellaneous</i>					
<i>Taxes</i>					
<i>Credit payments</i>					
Total expenses					
Amount of unused income					